

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

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

INTRODUZIONE..... 1

CAPITOLO I

*La remunerazione degli amministratori:
funzione economica, struttura e rischi ad essa connessi*

1.	Premessa.....	9
2.	Il rapporto tra gli amministratori e i soci nella cornice dell'organizzazione corporativa	11
3.	Lo strutturale conflitto d'interessi tra amministratori e soci	17
4.	Il rischio di comportamenti opportunistici nella <i>public company</i> : cause e rimedi	21
5.	Struttura e tipologie di retribuzione degli amministratori.....	24
6.	La funzione incentivante di una politica remunerativa correlata ai risultati (" <i>pay for performance</i> ")	30
7.	La remunerazione variabile quale (ulteriore) fonte di conflitto d'interessi.....	34
8.	L'efficienza della negoziazione dei pacchetti retributivi nella società ad azionariato diffuso (" <i>optimal contracting theory</i> " vs. " <i>managerial power theory</i> ")	37

CAPITOLO II

*Le tendenze globali di riforma della disciplina
sulla remunerazione degli amministratori esecutivi*

9.	Gli interventi normativi in materia di remunerazione: la spinta globale verso una maggiore trasparenza e un ampliamento dei poteri dei soci .	44
9.1.	Gli Stati Uniti e le novità introdotte dal <i>Dodd-Frank Act</i>	51
9.2.	Le riforme promosse dalle istituzioni europee: dal <i>Final Report dell'High Level Group</i> alle recenti Raccomandazioni.....	54

10.	Il <i>Say on Pay</i> . Il rafforzamento dell'assemblea nella società quotata e la evoluzione della rispettiva compagine azionaria.....	59
11.	Uno sguardo comparatistico in materia di <i>Say on Pay</i> : un voto, diversi regimi	65
11.1.	Il <i>Say on Pay</i> nel Regno Unito: duplice oggetto, duplice efficacia.	66
11.2.	La prospettiva temporale del <i>Say on Pay</i> con efficacia vincolante: la soluzione della Svizzera.....	69
11.3.	Il <i>Say on Pay</i> consultivo: la versione degli Stati Uniti	72
11.4.	La soluzione di “compromesso” adottata dall'Australia: la “ <i>two strike rule</i> ”	73
11.5.	Il <i>Say on Pay</i> di natura facoltativa: la Germania.....	76
12.	Il dibattito sul <i>Say on Pay</i> : le indicazioni provenienti dalle esperienze straniere.....	78
12.1.	Della “capacità” dell'azionista di contribuire utilmente alla fissazione dei compensi.....	80
12.2.	Della “volontà” dell'azionista di contribuire utilmente alla fissazione dei compensi: il ruolo dei <i>proxy advisor</i>	87

CAPITOLO III

Il Say on Pay nell'ordinamento italiano

13.	Premessa.....	93
14.	Il quadro normativo di riferimento prima del d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259.....	94
14.1.	Il riparto di competenze nell'ordinamento italiano: l'art. 2389 c.c.....	96
14.2.	I piani di compensi basati su strumenti finanziari e la relativa approvazione assembleare: l'art. 114- <i>bis</i> T.U.F.	103
14.3.	Le istanze di tutela degli azionisti nelle raccomandazioni del Codice di Autodisciplina.....	110
14.4.	Il Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate e la retribuzione degli amministratori.....	113
14.5.	Gli interventi normativi in materia di <i>disclosure</i>	116
15.	Il <i>Say on Pay</i> nell'ordinamento italiano	120
16.	Le basi giuridiche di un processo decisionale informato: la relazione sulla remunerazione.....	123
17.	L'ambito soggettivo di operatività e il carattere imperativo della disciplina.....	129
18.	La frequenza del voto	132
19.	L'oggetto della valutazione assembleare: la politica di remunerazione e la procedura per la relativa adozione ed attuazione	134

19.1.	La definizione della politica di remunerazione: l'art. 6 del Codice di Autodisciplina.....	136
19.2.	La procedura interna di adozione della politica tra fonte legislativa e autoregolamentazione.....	141
20.	L'efficacia giuridica della delibera assembleare consultiva	147
21.	Tutela risarcitoria e tutela reale	154
21.1.	I rimedi esperibili in caso di mancato adeguamento dell'organo amministrativo agli esiti del voto assembleare	155
21.2.	I rimedi esperibili in caso di adeguamento dell'organo amministrativo agli esiti del voto assembleare	167
21.3.	I rimedi esperibili in caso di omissione della relazione sulla remunerazione o di una (valida) delibera assembleare.....	168
22.	Le peculiari versioni del <i>Say on Pay</i> negli istituti finanziari e nelle società controllate dalle pubbliche amministrazioni. Cenni.....	171

CAPITOLO IV

*La remunerazione degli amministratori nelle
società a proprietà concentrata.
Se c'è un problema, qual è il rimedio?*

23.	Un breve riepilogo	175
24.	L'identificazione dei problemi di agenzia in funzione degli assetti proprietari.....	177
25.	La retribuzione degli amministratori in un sistema con prevalenza di assetti proprietari concentrati: una storia controversa.....	183
25.1.	L'impiego abusivo dello strumento retributivo ad opera del socio di controllo	186
25.2.	Le evidenze empiriche sul sistema italiano e su altri sistemi a proprietà concentrata	193
25.3.	L'evidenza aneddotica: i casi Pirelli e CIR.....	195
25.4.	Le evidenze empiriche in altri sistemi con prevalenza di assetti proprietari concentrati	199
26.	Quale funzione per il <i>Say on Pay</i> ?.....	201
27.	Il regime italiano di <i>Say on Pay</i> : rilievi critici e prospettive di riforma .	206
	 BIBLIOGRAFIA.....	 214

INTRODUZIONE

Il tema della remunerazione degli amministratori di società quotate, e in particolare quella 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, allorquando si è cominciato a registrare un forte ricorso agli incentivi azionari e i compensi degli amministratori sono stati 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 in definitiva 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 eccessività 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 inquadrare 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 trattazione che segue mira appunto ad esaminare questo strumento di rafforzamento del ruolo assembleare, con particolare attenzione al modello adottato in Italia con l'entrata in vigore del d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 249 e con la conseguente 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, analizzarne il concreto funzionamento e inquadralo 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 ci si propone di identificare 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. Si ritiene, quindi, che solo un'attenta indagine dei motivi che hanno indotto i legislatori stranieri alla originaria introduzione del *Say on Pay* possa consentire un'analisi critica delle funzionalità di questo strumento nel nostro sistema, eventualmente ragionando in ordine all'opportunità di apporvi dei correttivi.

La trattazione prende quindi avvio dalla 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.

Tuttavia, come si avrà modo di indicare, la politica remunerativa può essere (a sua volta) fonte di conflitto d'interessi, in ragione dell'influenza che (in questo modello di società) gli amministratori esecutivi esercitano 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 disciplina 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 viene circoscritta alla disciplina introdotta nel nostro ordinamento con il 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*. Saranno 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’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 occuperà 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.

CAPITOLO I

La remunerazione degli amministratori: funzione economica, struttura e rischi ad essa connessi

SOMMARIO: 1. Premessa – 2. Il rapporto tra gli amministratori e i soci nella cornice dell'organizzazione corporativa – 3. Lo strutturale conflitto d'interessi tra amministratori e soci – 4. Il rischio di comportamenti opportunistici nella *public company*: cause e rimedi – 5. Struttura e tipologie di retribuzione degli amministratori – 6. La funzione incentivante di una politica remunerativa correlata ai risultati (“*pay for performance*”) – 7. La remunerazione variabile quale (ulteriore) fonte di conflitto d'interessi – 8. L'efficienza della negoziazione dei pacchetti retributivi nella società ad azionariato diffuso (“*optimal contracting theory*” vs. “*managerial power theory*”)

1. **Premessa**

Un Maestro del diritto commerciale italiano, nella prefazione alle diverse edizioni del proprio *Trattato*, era solito ammonire studenti e studiosi di «non avventurarsi mai in alcuna trattazione giuridica se non conoscono a fondo la struttura tecnica e la funzione economica dell'istituto che è l'oggetto dei loro studi», giacché «[...] è una slealtà scientifica, è un difetto di probità parlare di un istituto per fissarne la disciplina giuridica senza conoscerlo a fondo nella sua realtà. Se il diritto ha per iscopo di regolare gli effetti di un istituto, è evidente che lo studio pratico della sua natura deve precedere quello del diritto»¹.

Nel tentativo di raccogliere l'autorevole insegnamento, il primo capitolo di questo lavoro si pone l'obiettivo di enucleare la funzione economica della remunerazione degli amministratori esecutivi nella società quotata e, in ultima analisi, di precisare quali siano le problematiche, ad essa connesse, che hanno giustificato l'intervento

¹ Così, C. VIVANTE, nella prefazione del *Trattato di diritto commerciale*, V ed., vol. I, Milano, 1928.

² P. SPADA, *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, vol. I, pp. 117 ss., che sottolinea il carattere legale delle prerogative riservate a tali organi; G. MARASÀ, *Le società. Società in generale*, in G. IUDICA-P. ZATTI (a cura di), *Trattato di Diritto Privato*, Milano, 2000, p. 96; F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. XXIX, tomo I, Padova, 2006. Come sottolineato da SPADA, la

del legislatore, italiano e non solo, attraverso la previsione di un voto assembleare sulle politiche remunerative (c.d. “*Say on Pay*”).

Come quindi sarà esposto nei paragrafi che seguono, la retribuzione degli amministratori costituisce uno strumento di indubbio pregio e utilità nel perseguimento dell’obiettivo di arginare condotte opportunistiche e così di allineare gli interessi dell’organo gestorio con quelli della compagine sociale. Al contempo, peraltro, i compensi erogati agli amministratori si rivelano una potenziale fonte di abusi; abusi invero assai differenti a seconda di quali siano gli assetti proprietari prevalenti in un dato sistema economico.

A diversi livelli di concentrazione proprietaria, infatti, corrispondono diversi rischi cui la remunerazione degli amministratori esecutivi può dar luogo. La corretta identificazione di questi rischi, in ragione della conformazione della compagine azionaria, rappresenta pertanto un presupposto ineludibile per saggiare la funzionalità della disciplina positiva introdotta nel singolo ordinamento giuridico.

La metodologia d’indagine adottata consentirà così di rilevare che il voto sulle politiche remunerative, come inizialmente “ideato” nel Regno Unito e poi importato (sia pur con alcune variazioni) in altri ordinamenti giuridici, è atto a rimediare alle peculiari distorsioni causate dalla remunerazione degli amministratori nella c.d. *public company*, ossia nella società ad azionariato frammentato, priva quindi un socio di controllo e tipica dei sistemi anglosassoni.

Nel prosieguo della trattazione i risultati dell’indagine svolta saranno confrontati con le peculiari criticità che invece la remunerazione degli amministratori origina nel sistema italiano, prevalentemente caratterizzato dalla concentrazione del controllo in capo a uno o pochi componenti della compagine azionaria.

2. Il rapporto tra gli amministratori e i soci nella cornice dell'organizzazione corporativa

In via preliminare, è opportuno esplicitare la ragione per cui si debba tenere conto della conformazione della compagine azionaria in uno studio incentrato sul voto assembleare in materia di politiche remunerative.

Considerato che i centri di riferimento soggettivo della remunerazione sono proprio gli amministratori, da un lato, e i soci, dall'altro, è naturale che l'analisi prenda le mosse dalla relazione funzionale esistente tra i primi e i secondi nell'ambito dell'organizzazione societaria.

A tal proposito, secondo l'insegnamento tradizionale, elemento tipologicamente qualificante della fattispecie "società per azioni" è, *inter alia*, l'organizzazione corporativa, ossia l'articolazione interna dell'impresa societaria in una pluralità di organi, ciascuno dei quali specializzato in un suo specifico compito². In questo quadro, l'organo amministrativo si pone quale tassello indefettibile della società per azioni³; un organo peculiare in quanto chiamato a svolgere funzioni e prerogative rispetto alle quali non gli stessi amministratori ma i soci si

² P. SPADA, *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, vol. I, pp. 117 ss., che sottolinea il carattere legale delle prerogative riservate a tali organi; G. MARASÀ, *Le società. Società in generale*, in G. IUDICA-P. ZATTI (a cura di), *Trattato di Diritto Privato*, Milano, 2000, p. 96; F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. XXIX, tomo I, Padova, 2006. Come sottolineato da SPADA, la nozione di "organizzazione corporativa" non risulta in alcuna fonte normativa; piuttosto, tale locuzione è stata acquisita dagli studiosi del diritto grazie agli studi condotti nella seconda metà del XIX secolo da O. VON GIERKE sulle formazioni associative del diritto romano e del diritto germanico nel suo scritto *Deutsches Privatrecht*, vol. I, Leipzig, 1895, pp. 496 ss.

³ Si è rilevato che «gli amministratori [...] sono un organo necessario delle società di capitali, accanto all'assemblea dei soci, al collegio sindacale o al consiglio di sorveglianza, ove previsto. L'ente non può esistere e neppure operare in mancanza di questi organi [...]», così M. FRANZONI, *Della società per azioni. Disposizioni generali degli amministratori. Artt. 2380-2396*, in *Comm. Scialoja-Branca*, tomo III, vol. I, Bologna-Roma, 2008, p. 5.

pongono come i “termini di riferimento”⁴ ovvero, volendo impiegare una espressione di matrice giuseconomica, i *residual claimants*⁵.

Proprio in ragione di tale specificità, la relazione tra amministratori e soci è stata inquadrata, almeno sotto il profilo economico, nei termini di un “rapporto di delega” o “rapporto di agenzia” (nella letteratura anglosassone, “*agency relationship*”)⁶, nell’ambito del quale gli amministratori sarebbero “delegati” degli azionisti, tenuti cioè ad esercitare le loro funzioni in vista della realizzazione dell’interesse di questi ultimi.

Invero, sotto il profilo strettamente giuridico, la ricostruzione del rapporto tra amministratori e soci in termini di “delega” può essere agevolmente contestata, specialmente ove si osservi che, prima con il codice del 1942, poi con l’introduzione dell’art. 2380-*bis* c.c. ad opera

⁴ L’espressione è mutuata da P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1971, p. 256, ove si identifica la distinzione tra la società e gli enti associativi disciplinati nel libro I del codice civile nella «necessaria, istituzionale coincidenza tra i partecipanti al fenomeno [societario] e i termini di riferimento del risultato dell’attività».

⁵ *Ex multis*, cfr. F. EASTERBROOK - D. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge-Massachusetts, 1991, p. 67, ove l’attribuzione del diritto di voto ai soci viene giustificata in ragione della loro qualificazione come «*residual claimants to the firm’s income*». L’espressione può ritenersi (latamente) equipollente a quella impiegata dal FERRO-LUZZI e sta appunto a identificare un soggetto che acquista il diritto a tutti i profitti che residuano all’impresa, una volta liquidati i diritti dei creditori e dei lavoratori e che, proprio in ragione di ciò, ha il potere di monitorare (essenzialmente attraverso l’esercizio di diritti amministrativi inerenti alla partecipazione sociale) l’attività degli amministratori. In tal senso si vedano anche A. ALCHIAN - H. DEMSETZ, *Production, Information and Economic Organization*, in *Am. Econ. Rev.*, 62, 1972, p. 777. Nella letteratura italiana, C. MARCHETTI, *La “nexus of contracts” theory. Teorie e visioni del diritto societario*, Milano, 2000, pp. 10 ss.

⁶ La applicazione della *agency theory* al governo dell’impresa sociale si deve a M. C. JENSEN - W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency costs and Ownership structure*, in *J.Fin.Econ.*, 3, 1976, pp. 305 e ss. Nello stesso senso v. anche E. FAMA, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in *J. Political Econ.*, vol. 88, 1980, pp. 288 e ss.; E. FAMA - M. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, in *J.L. & Econ.*, 26, 1983, pp. 301 e ss; da ultimo, J. ARMOUR - H. HANSMANN - R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, in AA. VV., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2009 (la traduzione della cui prima edizione è stata curata da L. ENRIQUES, *Diritto societario comparato*, Bologna, 2006).

della riforma del diritto societario, gli amministratori si sono affrancati dal ruolo di mandatari ed hanno assunto la fisionomia di un «organo sociale dotato, come tutti gli altri, di proprie ed esclusive competenze, sull'esercizio delle quali gli altri non possono in alcun modo interferire»⁷. Cionondimeno, la correttezza di tale obiezione, volta a valorizzare l'approdo normativo in termini di autonomia dell'organo gestorio⁸, non rende meno vero che gli amministratori siano chiamati, nello svolgimento del loro operato, a curare l'interesse degli azionisti e che, quantomeno in senso economico, possano quindi essere intesi come “delegati” dei soci⁹. D'altro canto, nella letteratura giuridica si afferma che gli amministratori sono gravati da un dovere giuridico di perseguire l'interesse sociale¹⁰, identificantesi con

⁷ Così G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2010, p. 405. L'opinione, è peraltro pacifica in dottrina. V. anche M. SCIUTO-P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, (diretto da) G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE, Torino, 2004, p. 61; G. MOSCO, *Le deleghe assembleari nella società per azioni*, Milano, 2000, p. 84, il quale connette il processo di ribaltamento dei ruoli di amministratori e di assemblea alla stessa evoluzione del capitalismo e al contributo a questa assicurato dalle *big corporations*; ID., *Sub art. 2380-bis*, in G. NICCOLINI - A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali*, vol. II, Napoli, 2004, p. 588.

⁸ Sulla polisemia di questa espressione, in senso critico, v. V. CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985, pp. 8 ss.

⁹ In questo senso si possono leggere le parole di G. FERRI, *Le società*, in F. VASSALLI (diretto da), *Trattato di diritto civile italiano*, vol. X, tomo III, Torino, 1987, p. 667 ove si osserva che «[...] anche se il rapporto che lega [gli amministratori] alla società persona non può essere inquadrato nel rapporto di mandato, è pur certo che la loro posizione è quella di soggetti che, come titolari di un ufficio, amministrano un patrimonio altrui e che, come tali, mentre non assumono responsabilità per le operazioni poste in essere a nome della società, sono invece soggetti agli obblighi di diligenza, di correttezza e di buona fede che sono propri dei gestori di patrimoni altrui, oltre che agli obblighi specifici loro imposti dalla legge». Così anche F. DI SABATO, *Diritto delle società*, Milano, 2011, p. 347 (secondo il quale l'amministrazione è definibile come «attività svolta nell'interesse altrui»).

¹⁰ Questa è l'opinione pressoché unanime: v. P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1963, p. 173 («l'interesse della società rappresenta un interesse estraneo, che [gli] amministratori [...] sono obbligati a perseguire in forza del particolare rapporto che intercorre fra essi [e la società]»); G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, p. 189; ID., *Sulla tutela dell'«interesse sociale» nella disciplina delle deliberazioni assembleari e di consiglio*, in *Riv. dir. civ.*, 1956, p. 334 (argomentando ex art. 1739, 1° co., seconda

l'interesse dei soci alla massimizzazione del rendimento del loro investimento nella società¹¹, sia pur nel rispetto dei terzi¹².

parte, c.c. in materia di contratto di spedizione); pur in un diverso contesto, A. GAMBINO, *La disciplina del conflitto di interessi del socio*, in *Riv. dir. comm.*, 1969, 9-10, p. 396, n. 104; ID., *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, Milano, 1987, p. 315; C. ANGELICI, *Amministratori di società, conflitto di interessi e art. 1394*, in *Riv. dir. comm.*, 1, 1970, p. 138 (secondo cui l'obbligo di tutelare l'interesse sociale è per gli amministratori «il principale contenuto del loro rapporto di gestione»); R. WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Torino, 1974, p. 107 e 122; V. ALLEGRI, *Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori*, Milano, 1979, p. 132 (ove si afferma «nell'ovvio margine di discrezionalità che compete a chi amministra, deve pur sempre essere osservato un limite, quello dell'oggetto sociale, e deve essere sempre perseguito uno scopo, quello dell'interesse sociale»); M. STELLA RICHTER JR., *La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell'interesse sociale e composizione degli interessi sociali*, in *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, (a cura di) B. LIBONATI, Milano, 1995, pp. 282 ss. (ove si osserva che «[...]al di là dei singoli doveri, agli amministratori è demandato il compito della gestione dell'impresa sociale, che a sua volta presuppone il dovere di (identificare e) tutelare l'interesse che concretamente si voglia perseguire nella gestione di quella: appunto l'interesse sociale»). Di recente, V. CALANDRA BUONAURA, *Funzione amministrativa e interesse sociale*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders: in ricordo di Pier Giusto Jaeger. Atti del Convegno di Milano, 9 ottobre 2009*, Milano, 2010, p. 103. Opinione minoritaria quella di F. BONELLI, secondo cui in luogo di un dovere di perseguire l'interesse sociale si dovrebbe ritenere sussistente il solo dovere positivamente codificato di non compiere atti di gestione in conflitto di interessi: così in *La responsabilità degli amministratori*, Milano, 1992, pp. 77 e ss. e, dopo la riforma, in *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, p. 182.

¹¹ Per evidenti ragioni di economia della trattazione, il (mai sopito) dibattito concernente la corretta identificazione dello “interesse sociale” non può essere ripercorso in questa sede. Peraltro, considerato che tale espressione assume diverso significato a seconda dei contesti in cui essa ricorre (così, *ex multis*, A. GAMBINO, *La disciplina del conflitto di interessi del socio*, cit., p. 399), la soluzione indicata nel testo coincide con quella argomentata in dottrina con riferimento alla fattispecie del conflitto d'interessi degli amministratori: L. ENRIQUES, *Il conflitto d'interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2000, p. 176, ove si esclude che l'interesse dei creditori (e, generalmente di soggetti terzi) possa andare a comporre l'interesse sociale, dovendosi piuttosto identificare tale interesse nella massimizzazione «dell'utile che i soci ritraggono dall'investimento di capitale in società». Così già L. MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, pp. 453 ss., ove pure si identifica l'interesse sociale nell'interesse alla produttività delle azioni, che non coincide evidentemente con la massimizzazione del profitto sociale; B. LIBONATI, *Holding e investment trust*, Milano, 1959, pp. 336 ss.; R. COSTI, *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*, in nota a Cass. 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giur. comm.*, 1996, vol. II, p. 348; D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in G.E. COLOMBO - G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino,

Il rigido e inderogabile assetto organizzativo così descritto – in termini di indefettibilità dell'organo amministrativo e di funzionalizzazione del suo operato all'interesse dei soci – risponde sostanzialmente a due esigenze.

In primo luogo, esso è diretto a soddisfare esigenze di tutela dei terzi che instaurano rapporti con l'impresa societaria. Il riferimento è alla nota concezione che ravvisa nella prescrizione di una struttura interna di tipo corporativo il necessario correttivo della responsabilità limitata (o, comunque, dell'esenzione dal rischio di impresa) di cui godono i soci di società di capitali. Si osserva che corollario dell'attribuzione della funzione gestoria ad un apposito organo è proprio l'imposizione in capo ai relativi componenti della responsabilità personale e illimitata nei confronti dei terzi: così facendo, gli amministratori sono tenuti a svolgere una funzione di “filtro” rispetto al pericolo di iniziative illegali o sconsiderate promosse dai soci; pericolo che è particolarmente elevato nelle società capitalistiche, ove – si è detto – i soci rispondono nei limiti del loro conferimento¹³.

1993, p. 24; D. REGOLI, *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*, Torino, 1996, p. 80.

¹² Il perseguimento dell'interesse sociale non esime cioè gli amministratori dall'obbligo di osservare le regole di corretta gestione dettate a tutela dei terzi. Così V. CALANDRA BUONAURA, *Il potere di gestione degli amministratori*, in G.E. COLOMBO - G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1991, p. 108 e autori indicati alla nota che segue.

¹³ F. GALGANO, *Struttura logica e contenuto giuridico del concetto di persona giuridica*, in *Riv. dir. civ.*, 1965, vol. I, pp. 619 ss. (ove si osserva che «all'organizzazione corporativa - presente nelle società di capitali - si riconosce la funzione di spogliare la partecipazione dei soci dei caratteri d'una personale partecipazione», ossia di impedire quel dominio diretto e illimitato dei soci sull'impresa cui, nelle società personali, «si imputa la previsione legislativa della responsabilità illimitata», p. 625); R. COSTI, *L'azionista accomandatario*, Padova, 1969, p. 198, n. 48 (il quale, peraltro, argomentando sulla base dei risultati raggiunti nell'interpretazione della disciplina della s.a.p.a. che lo portano ad escludere che i soci accomandatari siano soggetti al rischio d'impresa, vede nell'organizzazione corporativa la condizione necessaria per l'esenzione da tale rischio); V. CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa*, cit., pp. 275 e ss.; A. GAMBINO, *Limitazione di*

In secondo luogo, l'organizzazione corporativa sopra delineata risponde alla migliore realizzazione dello stesso interesse degli azionisti.

Risponde infatti ad un criterio di efficienza la circostanza che, nelle società azionarie, la competenza decisionale e di supervisione sulle vicende dell'impresa siano sottratte all'assemblea e concentrate in capo ad un organo formato da soggetti in possesso di adeguata professionalità e specializzazione funzionale per la migliore realizzazione dell'interesse alla massimizzazione della redditività delle azioni¹⁴.

Nel nostro ordinamento giuridico una simile istanza ha trovato riscontro con la già citata riforma del diritto societario, con la quale il legislatore non si è limitato a precisare che la gestione dell'impresa spetti esclusivamente agli amministratori (art. 2380-*bis*, 1° co., c.c.) ma ha altresì aggiunto che essa possa essere affidata anche a non soci

responsabilità, personalità giuridica e gestione societaria, in P. ABBADESSA - G. B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2007, pp. 43 ss. Sulla funzione economica della responsabilità limitata e sul pericolo di traslazione del rischio in capo ai creditori v. F. EASTERBROOK - D. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., pp. 40 ss.

¹⁴ In questa sede ci si può limitare solo ad un parziale riferimento a, *ex multis*, V. CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa*, cit., pp. 306 ss., ove si argomenta la natura del criterio efficientistico come principio giuridico informatore della disciplina che regola la funzione gestoria, al fine così di identificare nella gestione corrente un limite inderogabile al potere di intervento dell'assemblea nell'amministrazione dell'impresa sociale; M. SCIUTO-P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, cit., p. 52, ove si sottolinea che l'organizzazione corporativa di stampo giekiano, coniuga istanze di «partecipazione» di quanti destinano la propria ricchezza a servizio di un programma e istanze di «efficienza decisionale», in termini di pertinenza, adeguatezza e tempestività, nell'attuazione del programma; G. D. MOSCO, *Le deleghe assembleari*, cit., p. 87; R. C. CLARK, *Corporate Law*, New York, 1986, pp. 21 ss.. Per il *trade-off* tra *authority* e *accountability*, tipico di ogni struttura centralizzata di controllo e dunque anche dell'impresa societaria, v. K. ARROW, *The Limits of Organization*, New York, 1974, pp. 66 e ss.; v. anche BAINBRIDGE, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, in *Nw. U. L. Rev.*, 2003, pp. 547 ss. e specialmente a p. 557, il quale, proprio argomentando sulla scorta degli studi di ARROW, afferma la «primazia» dell'organo amministrativo in contrasto alla ormai crescente corrente scientifica tesa a rivendicare un maggior ruolo degli azionisti nel governo della società.

(art. 2380-*bis*, 2° co., c.c.), appunto al fine di avvalersi di soggetti esperti che risponderanno verso la società con la diligenza richiesta dalle loro specifiche competenze (art. 2392, 1° co., c.c.). Risulta così che l'art. 2380-*bis* c.c. ha rafforzato l'istanza di professionalità manageriale in capo a colui al quale gli investitori e i finanziatori affidano i propri risparmi¹⁵.

3. **Lo strutturale conflitto di interessi tra amministratori e soci**

Come si è visto, una delle peculiarità della società azionaria si rinviene nella soluzione organizzativa che distingue la posizione degli azionisti, quali soggetti destinatari del risultato dell'attività sociale, da quella degli amministratori, responsabili per la direzione di tale attività; una soluzione che – si è detto – induce la letteratura giuseconomica a ricostruire il rapporto tra i soggetti suindicati in termini di *agency*¹⁶.

Un simile assetto, per un verso, contribuisce (anche) alla migliore realizzazione dell'interesse degli stessi soci, per altro verso, reca con sé uno «strutturale conflitto di interessi tra i soggetti che detengono la proprietà della società (tutti gli azionisti) e i soggetti che esercitano il controllo (gli amministratori)»¹⁷, vale a dire il rischio di

¹⁵ Così B. LIBONATI, *L'impresa e le società*, Milano, 2004, p. 244; v. anche N. ABRIANI, *Sub art. 2380-bis*, in G. COTTINO - G. BONFANTE - O. CAGNASSO - P. MONTALENTI (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, p. 673, ove si dà conto della «svolta in senso manageriale» della riforma.

¹⁶ L'espressione (rapporto di "*agency*") sarà impiegata sovente nel prosieguo della trattazione; peraltro, resta fermo il *caveat* formulato *supra*, note 7-12 e testo corrispondente.

¹⁷ Così CONSOB, *Documento di consultazione sulla disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-bis del codice civile in materia di operazioni con parti correlate*, 9 aprile 2008, disponibile sul sito *internet* della Commissione (www.consob.it).

comportamenti opportunistici¹⁸ da parte di questi ultimi, i quali, nello svolgimento del loro operato, potrebbero assumere decisioni negligenti o, peggio, rivolte al perseguimento di interessi personali che nulla hanno a che vedere con l'interesse alla massimizzazione dell'investimento azionario dei *principal* (vale a dire, i soci)¹⁹.

A tal proposito, si possono immaginare due tipi di condotte opportunistiche assumibili dagli amministratori: il primo contempla comportamenti o decisioni che producono un "diretto" trasferimento di valore a favore del *management*; il secondo ricomprende comportamenti o decisioni che, pur non realizzando un diretto arricchimento degli amministratori, contribuiscono nondimeno a fornire un "indiretto" vantaggio finanziario o psicologico a questi ultimi²⁰.

In particolare, quanto alla prima categoria, sono ad essa riconducibili anzitutto le operazioni concluse in conflitto d'interessi: se l'amministratore conclude un affare con la società va da sé che è alto il rischio che il contratto sia stipulato a termini e condizioni

¹⁸ Il termine "opportunismo" è qui impiegato con riferimento a comportamenti che perseguono esclusivamente l'interesse personale e che implicano in qualche misura l'inganno, la mistificazione o la mala fede. In tal senso già O. WILLIAMSON, *The Economic Institutions of Capitalism*, New York, 1985, pp. 47 e ss., come richiamato da J. ARMOUR – H. HANSMANN – R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, cit., p. 35, n. 2.

¹⁹ In generale - si sottolinea nella letteratura giuseconomica - un problema di *agency* sorge ogniqualvolta il benessere di una parte, detta *principal*, dipende dagli atti posti in essere da un'altra parte, detta *agent*. Nel caso qui in esame, i soci sono i *principal* e gli amministratori sono gli *agent*: il problema sta quindi nell'assicurare che gli amministratori facciano gli interessi dei soci piuttosto che i propri; così J. ARMOUR – H. HANSMANN – R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, cit., p. 35.

²⁰ La distinzione dei *managerial agency costs* proposta è quella indicata da D. KERSHAW, *Company Law in Context*, Oxford, 2009, p.169. Sul punto si vedano anche L. BEBCHUK – J. FRIED, *Pay without Performance. The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge-Massachusetts, 2004, p. 16, ove si osserva che il rischio di comportamenti opportunistici può inficiare un ampio novero di decisioni manageriali: quanto impegno profondere nell'amministrazione della società, quante gratifiche riconoscersi e quali strategie finanziarie e industriali adottare nella direzione dell'impresa.

favorevoli per l'amministratore "interessato" e sfavorevoli per la società. Parimenti, un "diretto" trasferimento di ricchezza a favore dell'amministratore potrebbe aversi laddove questi impieghi a proprio vantaggio, anziché a vantaggio della società, opportunità di affari apprese nell'esercizio delle sue funzioni.

Può essere invece ascritto alla seconda categoria il rischio di "shirking", vale a dire il pericolo che gli amministratori, consapevoli della difficoltà di monitoraggio (*rectius*, della difficoltà di misurare il loro apporto alla gestione dell'impresa) che incontrano i soci, non approfondano il massimo delle loro energie nell'esercizio delle proprie funzioni.

Nell'ambito della medesima categoria vengono altresì in considerazione i "perquisites", ossia i beni o i servizi di cui l'amministratore viene a godere in ragione dell'incarico, non computati nella sua remunerazione. La concessione stessa di tali beni o servizi (ad es., un aeromobile aziendale) ovvero la relativa misura (ad es., le dimensioni o il valore dell'automobile aziendale), ove non sia giustificata da ragioni di rappresentanza dell'impresa ma si limiti soltanto ad arrecare un vantaggio finanziario o psicologico al *manager*, si esaurisce in un mero costo per la società.

Ancora, la discrezionalità di cui eventualmente godono gli amministratori circa la destinazione dei profitti dell'impresa²¹, fa sorgere il rischio che questi intraprendano una politica di rafforzamento della società stessa anziché di distribuzione dei dividendi ai soci. Una simile decisione non necessariamente si pone in contrasto con gli interessi dei soci, giacché il reinvestimento dei profitti nel lungo periodo andrà a beneficiare chiunque abbia rapporti

²¹ In alcuni ordinamenti, tra cui gli Stati Uniti, la competenza a decidere su distribuzione di dividendi (nonché sull'acquisto di azioni proprie) è attribuita al consiglio di amministrazione.

con la società (compresi gli azionisti, ove i progetti di investimento si connotino per un valore attuale netto positivo); tuttavia, la sistematica esclusione di distribuzione di utili potrebbe rispondere chiaramente all'interesse egoistico dei gestori di rafforzare la propria posizione in termini economici e di prestigio sociale e professionale (c.d. “*empire building*”)²².

Ebbene, avvicinandoci al cuore dell'indagine, diviene ora possibile chiarire il quesito posto al principio di questa trattazione, ossia quale sia il nesso che intercorre tra la disciplina sulla remunerazione degli amministratori e la conformazione della compagine azionaria.

La risposta a tale quesito risiede nella osservazione che il rischio di comportamenti opportunistici degli amministratori in danno dei soci si prospetta in misura più o meno remota in rapporto al concreto assetto azionario di riferimento. In particolare il rischio in parola, da un lato, si presenta elevato nelle società in cui la proprietà azionaria è estremamente frazionata, dall'altro, risulta maggiormente contenuto nelle società in cui invece è presente un socio che detenga il potere di controllo.

In questa fase della trattazione, allora, si prenderà in esame principalmente il paradigma della società ad azionariato frammentato, comunemente associata ai sistemi anglosassoni, e si darà conto delle ragioni per cui, con riferimento a tale modello societario, il pericolo di comportamenti opportunistici sia particolarmente elevato. La ragione di tale scelta risiede – come si vedrà – nella circostanza che proprio a causa dei rischi inerenti a questo assetto proprietario si è inteso attribuire alla compagine sociale un diritto di voto sulle politiche

²² M. C. JENSEN, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, in *American Economic Review*, 76, 1986, p. 323.

remunerative degli amministratori. Solo quindi un'attenta indagine dei motivi che hanno indotto i legislatori stranieri alla originaria introduzione del *Say on Pay* può consentire un'analisi critica della funzionalità di questo strumento nel nostro sistema, eventualmente ragionando in ordine all'opportunità di apporvi dei correttivi.

4. Il rischio di comportamenti opportunistici nella *public company*: cause e rimedi

Come dianzi accennato, il rischio che gli amministratori, nell'esercizio delle proprie funzioni, assumano comportamenti opportunistici in danno dei soci si presenta maggiore nelle società con una proprietà azionaria estremamente frazionata. Un simile assetto della compagine azionaria può infatti generare il fenomeno convenzionalmente definito come “separazione tra proprietà e controllo”²³. Con questa espressione, è noto, ci si riferisce ad una situazione in cui coloro i quali sono responsabili dell'attività sociale (gli amministratori) possono agire indisturbati, senza essere soggetti al controllo e allo scrutinio di coloro i quali sono destinatari ultimi dell'attività sociale (gli azionisti).

In genere, la proprietà reca con sé il potere di controllo; senonché, in mancanza di una forte concentrazione azionaria, gli amministratori che hanno il controllo sulla gestione sociale e sui connessi flussi informativi (qual è loro prerogativa), sono di fatto nel pieno controllo della società senza che vi sia alcuna possibilità di intervento da parte degli azionisti.

²³ Inevitabile il rinvio allo studio (pionieristico) di A. BERLE – G. MEANS, *The Modern corporation and Private Property*, New York, 1932 (la traduzione della cui prima edizione è stata curata da G.M. UGHI, *Società per azioni e proprietà privata*, Torino, 1966).

La ragione di tale scenario è da ricondurre a quello che la teoria economica definisce come problema di “azione collettiva”, che si determina nelle società ad azionariato diffuso in virtù del fatto che il singolo socio, per un verso, non può sapere in anticipo se, attraverso il suo intervento, potrà incidere sull’esito finale della deliberazione assembleare e, per altro verso, non ha convenienza economica a partecipare attivamente all’adunanza. Il socio infatti dovrebbe sopportare da solo i costi necessari per monitorare la gestione della società e per indirizzare il voto degli altri soci, fermo restando che i benefici derivanti dal suo intervento (ossia, il maggior rendimento della società) verrebbero ad essere divisi tra tutti gli azionisti, in ragione della partecipazione sociale detenuta da ciascuno²⁴.

Ne consegue che, minore è la percentuale di capitale della società detenuta dal singolo socio, maggiore è la sua inclinazione a confidare nell’attività di controllo svolta dagli altri azionisti piuttosto che impegnarsi e sostenere i costi di monitoraggio della gestione della società (c.d. *free riding problem*)²⁵. D’altro canto, in presenza di

²⁴ F. EASTERBROOK - D. FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., pp. 66-67; M. OLSON, *The Logic of Collective Action. Public goods and the theory of groups*, Cambridge, 1966; R. C. CLARK, *Corporate Law*, cit., pp. 390-400 («Often the aggregate costs to shareholders of informing themselves of potential corporate actions, independently assessing the wisdom of such actions, and casting their votes will greatly exceed the expected or actual benefits garnered from informed voting», p. 390-391). V. anche F. DENOZZA, *Norme efficienti*, Milano, 2002, pp. 95-96, ove si legge «Problemi di azione collettiva sorgono in tutti i casi in cui una collettività di persone sfrutta una risorsa comune o produce un bene comune, senza poter ripartire i costi (il consumo della risorsa) o i benefici (il godimento del prodotto) in maniera esattamente proporzionata all’attività svolta da ciascun membro della collettività».

²⁵ Si pensi, ad es., all’ipotesi di un’azionista che pensi che il suo voto possa essere decisivo nella scelta di uno tra due candidati alla carica di amministratore della società. Pur sapendo che sostenendo costi di informazione pari a €1000 può distinguere tra l’amministratore che incrementerà l’utile della società di €2000 e quello che lo lascerà invariato, l’azionista in questione non ha alcuna convenienza a sopportare i costi di informazione nell’ipotesi in cui la sua partecipazione al capitale (e quindi all’utile) sia inferiore al 5% ($2000:100*5=100$) e riterrà dunque più conveniente affidarsi all’attivismo degli altri azionisti. V. F. EASTERBROOK - D. FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., p. 67.

mercati mobiliari sviluppati, il socio avrà una maggiore inclinazione a “uscire” dalla società (*exit*), cedendo la propria partecipazione piuttosto che promuovere un cambiamento nella gestione (*voice*), nell’eventualità in cui il risultato della gestione sia inferiore a quello atteso²⁶.

Pertanto, il frazionamento del capitale e la libera trasferibilità della partecipazione conducono, quale risultato, alla tendenza da parte del socio ad assumere un paradigma comportamentale di passività che risulta del tutto razionale sul piano individuale (si parla, appunto, di “apatia razionale”)²⁷ ma che determina una situazione nella quale il soggetto “delegato” (l’amministratore) può sottrarsi agli impegni assunti senza che il soggetto “delegante” (gli azionisti) sia in grado di accertare se, e in che misura, il primo sia inadempiente.

L’esito appena descritto può essere evitato attraverso un insieme di strumenti che costituiscono una rete di deterrenti e di incentivi che orientano la condotta degli amministratori²⁸. Tra questi fattori figura

²⁶ Recenti contributi teorici, nella letteratura straniera, mostrano come la scelta più efficace che i soci (specialmente gli investitori istituzionali) possono adottare per manifestare il proprio dissenso nei confronti delle politiche gestionali è appunto rappresentata da (la minaccia di) un disinvestimento strategico della propria partecipazione; cfr. M. ATTARI – S. BANERJEE – T. NOE, *Crushed by Rational Stamped: Strategic Share Dumping and Shareholder Insurrections*, in *J. Fin. Econ.*, 79, 2006, pp. 181 ss.; A. ADMATI – P. PFLEIDERER, *The “Wall Street Walk” and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice*, in *Rev. Fin. Stud.*, 20, 2008, pp. 2445 ss.; R. GOPALAN, *Institutional Stock Sales and Takeovers: The Disciplinary Role of Voting with Your Feet*, luglio 2008, copia disponibile su www.ssrn.com.

²⁷ Il problema dell’apatia razionale del piccolo azionista, per il quale la partecipazione assume un significato principalmente finanziario, è stato costantemente rilevato in dottrina: v., *ex multis*, R. WEIGMANN, *La società per azioni*, in *Dig. Disc. Priv.*, sez. comm., vol. XIV, Torino, 1997, pp. 413 ss.; C. ANGELICI, *Le “minoranze” nel decreto 58/1998: “tutela” e “poteri”*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, pp. 207 ss.; di recente, G. GUIZZI, *Gli azionisti e l’assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *RDS*, 1, 2011, pp. 2 ss.

²⁸ Si tratta di fattori quali la concorrenza nel mercato del prodotto e nel mercato dei servizi manageriali, l’efficienza dei mercati finanziari, l’attivismo degli investitori istituzionali, il controllo di gestione e contabile, obblighi di trasparenza, come indicati ad es. da B. HOLMSTRÖM - J. TIROLE, *The theory of the firm*, in AA. VV., *Handbook of Industrial organization*, pp. 86 ss., North Holland, 1989.

tipicamente la remunerazione dei componenti dell'organo gestorio, specialmente di quelli aventi funzioni esecutive. Ove adeguatamente strutturato, infatti, il compenso può rivelarsi un valido strumento per allineare gli interessi degli amministratori con quelli degli azionisti.

Va rimarcato quindi che la funzione assolta dalla remunerazione degli amministratori quale leva incentivante assume rilievo specialmente nella società ad azionariato diffuso, giacché è con riferimento a tale modello societario che si pone principalmente il problema di rendere omogenei gli interessi di soci e amministratori.

Ciò detto, al fine di poter cogliere in che modo lo strumento retributivo sia in grado di modellare gli incentivi di chi ha il pieno controllo sulla gestione della società, nelle pagine che seguono saranno, dapprima, sinteticamente esposte le principali forme di retribuzione degli amministratori (§5); solo in seguito ci si concentrerà sugli effetti incentivanti che esse sono in grado di produrre (§6) e sui connessi effetti distorsivi (§7).

5. **Struttura e tipologie di retribuzione degli amministratori**

Il compenso degli amministratori – e più in generale dei dirigenti appartenenti all'alta amministrazione di una società – può essere distinto, aderendo a una delle classificazioni presenti nella letteratura economica²⁹, in tre elementi: *i*) il salario base, vale a dire il

²⁹ La tripartizione proposta è quella indicata da M. BECHT, P. BOLTON – A. RÖELL, *Corporate Governance and Control*, in G.M. CONSTANTINIDES, M. HARRIS – R. M. STULZ (a cura di), *Handbook of the Economics of Finance*, Amsterdam, 2003, p. 33; così anche K. J. MURPHY, *Executive Compensation*, in AA. VV., *Handbook of Labor Economics*, New York, 1999, p. 2491. Resta inteso che la struttura dei pacchetti retributivi può essere molto più complessa nella prassi, attraverso la previsione, ad es., di compensi variabili in funzione di *performance* individuali, di benefici addizionali rispetto alla retribuzione (assicurazioni e in generale beni o servizi per la persona o la famiglia), di piani di previdenza integrativi o di liquidazione per lo scioglimento anticipato del rapporto (i c.d.

compenso pecuniario fisso, che può essere a sua volta percepito sotto forma di retribuzione da lavoro dipendente o come compenso per la carica di amministratore³⁰; *ii*) i piani di incentivazione che prevedono l'attribuzione di premi pecuniari (“*bonus*”) collegati al raggiungimento di risultati aziendali rilevati contabilmente (ad es., i profitti o il fatturato), da corrispondere su base annuale o pluriennale; *iii*) i piani di incentivazione che prevedono l'attribuzione di strumenti azionari e che, pertanto, sono collegati al valore di mercato delle azioni della società³¹.

A sua volta, la componente variabile da ultimo citata, ossia la corresponsione di retribuzione basate su strumenti finanziari (“*equity-based*”), può assumere due diverse forme, potendo essa consistere nell'attribuzione di diritti di opzione su azioni (“*stock option*”) ovvero direttamente nell'attribuzione di azioni (“*stock grant*”) ³².

Le opzioni su azioni, o *stock option*, sono diritti che attribuiscono agli amministratori della società la facoltà di sottoscrivere o acquistare un certo numero di azioni (rispettivamente, di nuova emissione o già in circolazione) ad un prezzo predeterminato

“paracaduti d'oro”). Nella letteratura italiana, v. anche S. BOZZI, *La retribuzione del top management nella prospettiva degli azionisti*, in F. FONTANA – S. BOZZI (a cura di), *Il ruolo delle stock options e degli altri strumenti a base azionaria*, Roma, 2008, pp. 21 ss.

³⁰ Così, G. CUTILLO – F. FONTANA, *Executive compensation e strategia aziendale*, in *Manuale di Executive Compensation e Corporate Governance*, in G. CUTILLO – F. FONTANA (a cura di), *Manuale di Executive Compensation e Corporate Governance*, Milano, 2012, p. 23.

³¹ La classificazione indicata nel testo coincide con quella adottata dalla CONSOB, *Documento di consultazione sulla disciplina attuativa dell'articolo 114-bis del TUF introdotta dalla legge n. 262/2005 su informazione al mercato in materia di attribuzione ai piani di compensi basati su strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori*, 23 febbraio 2007, disponibile sul sito internet della Commissione (www.consob.it), ove si sottolinea che «i piani di compenso basati su incentivi di *performance* di lungo periodo» possono riferirsi «all'andamento: *i*) del valore delle azioni emesse dalla società quotata attribuite al destinatario, ovvero *ii*) di indici di bilancio che rappresentano l'evoluzione della gestione», p. 2.

³² *Ibidem*.

(*strike price*) entro un intervallo di tempo (*exercise period*) che inizia a decorrere soltanto una volta scaduto il periodo di maturazione (*vesting period*)³³. Ove sia destinatario di un piano di *stock option*, l'amministratore otterrà quindi un beneficio economico esclusivamente qualora il prezzo di mercato dell'azione, allo scadere del periodo di *vesting*, risulti essere maggiore del prezzo di esercizio fissato al momento dell'assegnazione dell'opzione. In tal caso l'amministratore potrà monetizzare tale differenza positiva e realizzare un guadagno attraverso l'esercizio dell'opzione e la contestuale o successiva vendita del titolo azionario acquistato³⁴.

Benché quello appena descritto rappresenti il modello classico di *stock option*, è opportuno dar conto della esistenza di alcune varianti rispetto al paradigma tradizionale.

Il riferimento è alle *indexed stock option*, ossia alle *stock option* nelle quali il prezzo di esercizio non è fisso bensì è collegato ad un indice che rappresenta il mercato di riferimento o un gruppo di imprese concorrenti.

Ulteriore variante è rappresentata dalle *performance stock option*, vale a dire dalle opzioni il cui esercizio è subordinato non solo allo scadere del periodo di *vesting* (secondo lo schema delle ordinarie *stock option*) ma anche al raggiungimento di un predeterminato valore di mercato delle azioni o di risultati aziendali predefiniti.

³³ Il *vesting period* (ossia, si è detto, l'intervallo di tempo compreso tra il momento in cui l'opzione viene corrisposta all'amministratore e il momento in cui il beneficiario può concretamente esercitare il diritto così ottenuto) ha una durata che muta in funzione dello scopo del piano di incentivazione. Qualora il piano assuma la funzione di incentivazione a lungo termine, il *vesting period* sarà tendenzialmente lungo; viceversa, laddove lo scopo del piano di compenso sia di remunerare *performance* già dimostrate, può essere sufficiente un periodo di maturazione relativamente breve. Così, G. CUTILLO, *I compensi variabili di lungo termine (ILT)*, in G. CUTILLO – F. FONTANA (a cura di), *Manuale di Executive Compensation e Corporate Governance*, cit., p. 51.

³⁴ V. ad es. S. CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori. "Incentivi azionari" e creazione di valore*, Milano, 2005, p. 32.

Entrambe le varianti di *stock option* appena indicate hanno la peculiare capacità di prevenire il rischio che gli amministratori beneficino di profitti riconducibili non al loro operato ma ad un miglioramento del quadro macroeconomico che, appunto, si riflette in un incremento dei valori di mercato di tutte le società (o comunque di tutte le società appartenenti ad uno specifico settore). Con le *indexed stock option* e le *performance stock option* diviene allora possibile rilevare la “*performance* relativa” della singola impresa e così impedire agli amministratori di percepire lauti guadagni ogniqualvolta il mercato cresca sebbene la società da questi guidata abbia una *performance* inferiore a quella dei concorrenti³⁵.

In particolare, nel caso delle *indexed stock option*, un ingiustificato arricchimento degli amministratori non può aver luogo, considerato che il prezzo di esercizio delle opzioni cresce in proporzione al parametro assunto a riferimento che, si è detto, normalmente coincide con un indice di mercato o di uno specifico settore: gli amministratori sono conseguentemente costretti a porre in essere prestazioni migliore della media dei propri concorrenti³⁶. Parimenti, nel caso di *performance stock option*, i manager potranno sì beneficiare di un incremento generale delle quotazioni di mercato ma soltanto laddove essi siano stati in grado di soddisfare le

³⁵ Sulla problematicità della *performance* relativa delle *stock option* ordinarie si vedano G. FERRARINI – N. MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, in *Riv. soc.*, 2-3, 2005, p. 597; L. BEBCHUK – J. FRIED, *Pay without Performance*, cit., pp. 137-185.

³⁶ A favore dell’impiego di *indexed stock option* quali strumenti idonei per evitare ingiustificati arricchimenti degli amministratori, si veda A. RAPPAPORT, *New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance*, *Harv. Business Review*, 82, 1999, pp. 91-101, nonché M. A. CLAWSON – T. C. KLEIN, *Indexed Stock Options: a Proposal for Compensation Commensurate with Performance*, in *Stanford J. Law, Bus. & Fin.*, 3, 1997, pp. 31-50.

condizioni di *performance* cui è subordinato l'esercizio delle opzioni³⁷.

Peraltro, se ambedue i tipi di *stock option* contemplano un meccanismo di prevenzione rispetto a rialzi della quotazione non imputabili a meriti gestionali, con le *indexed stock option* è altresì possibile offrire agli amministratori una protezione contro il rischio di riduzione del valore di mercato del titolo dovuto a un peggioramento del mercato di riferimento: una simile variazione, infatti, determinerebbe una corrispondente riduzione del prezzo di esercizio dell'opzione. È quindi possibile che la società concedente, in sede di assegnazione dell'opzione, escluda espressamente che il prezzo di esercizio, come determinato in virtù del meccanismo di indicizzazione, possa divenire inferiore al valore di mercato delle azioni alla data dell'attribuzione dell'opzione³⁸.

Oltre a quelle appena esaminate, possono ricordarsi ulteriori varianti rispetto al modello tradizionale di *stock option*.

Vengono così in rilievo, in primo luogo, le *purchased option*, ossia le opzioni riconosciute agli amministratori a fronte del pagamento di un prezzo inferiore al loro (ipotetico) valore di mercato ovvero dietro rinuncia ad una quota del proprio compenso monetario

³⁷ In tal senso, L. BEBCHUK – J. FRIED, *Pay without Performance*, cit., p. 142; G. FERRARINI – N. MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, cit., p. 597, ove si osserva anche che le *stock option* sono raramente indicizzate nel mercato che genera le maggiori dispute, ossia negli USA.

³⁸ L. BEBCHUK – J. FRIED – D. WALKER, *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, in *U. Chicago Law Rev.*, 69, 2002, p. 800. Gli Autori sottolineano come la società concedente possa parametrare l'incentivo azionario ad un indice (di mercato o di uno specifico settore) esclusivamente in caso di rialzo. Questo obiettivo può essere ad esempio ottenuto stabilendo, in sede di assegnazione dell'opzione, che il prezzo di esercizio sarà il più alto tra *a)* il prezzo di esercizio alla data di assegnazione e *b)* il prezzo di esercizio come risultante dall'indicizzazione.

fisso (il relativo piano è pertanto definito *exchange program*)³⁹. Ancora, sono da menzionare le *reload option*, in base alle quali è riconosciuto al manager la possibilità di esercitare l'opzione prima dello scadere del periodo di *vesting*, pagando il prezzo di esercizio attraverso la cessione di azioni della società dal medesimo già detenute. A titolo di corrispettivo, l'amministratore riceve non solo le azioni che risultano dall'esercizio dell'opzione ma anche una nuova opzione per ogni azione ceduta, avente la medesima data di scadenza dell'opzione originaria ma un prezzo di esercizio pari al valore di mercato delle azioni alla data in cui la *reload option* è esercitata⁴⁰.

Infine, benché non direttamente ascrivibili agli strumenti *equity-based* tradizionali, vi sono i c.d. *phantom stock*, nei quali il pagamento è sì monetario ma resta comunque collegato all'andamento di mercato del titolo azionario. I *phantom stock* (o *stock appreciation right*) attribuiscono infatti al soggetto remunerato il diritto di percepire l'equivalente in denaro della differenza di valore che il titolo azionario ha registrato tra il momento dell'assegnazione dello *stock appreciation right* e il momento del suo esercizio⁴¹.

³⁹ M. C. JENSEN – K. J. MURPHY – E. G. WRUCK, *Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them*, ECGI – Finance Working Paper n. 40, 2004, p. 36, ove gli *exchange programs* sono presentati come validi strumenti per garantire una partecipazione al rischio d'impresa degli amministratori (c.d. “*skin in the game*”); v. anche S. CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori*, cit., p. 36.

⁴⁰ L'amministratore otterrà un profitto esercitando l'opzione soltanto laddove il valore di mercato dell'azione abbia superato il prezzo di esercizio. Attraverso il meccanismo indicato nel testo, quindi, il titolare dell'opzione è in grado di monetizzare l'eventuale incremento di valore dell'azione prima del periodo di *vesting*, evitando il rischio che nel momento in cui matura quest'ultimo termine il valore dell'azione sia divenuto inferiore al prezzo di esercizio dell'azione. Sulle *reload option* e sui rischi ad essa connessi, v. L. BEBCHUK – J. FRIED, *Pay without Performance*, cit., p. 169.

⁴¹ «In altre parole si tratta di piani di compensi basati su strumenti finanziari che non prevedono la consegna materiale dello strumento ma di un importo differenziale», così CONSOB, *Documento di consultazione sulla disciplina attuativa dell'articolo 114-bis del TUF*, cit., p. 2. Nello stesso senso, G. CUTILLO, *I compensi*

La seconda tipologia di incentivi azionari, come si è detto, è rappresentata dalla attribuzione diretta agli amministratori di azioni agli amministratori. Tale assegnazione avviene in genere nella formula delle azioni vincolate (o *restricted stock*) con cui le azioni sono attribuite ai *manager* a condizione che il rapporto con la società si protragga per un certo lasso di tempo (*vesting period*)⁴². Nella prassi, peraltro, si registra anche una variante (“*restricted stock unit*”) in cui la tempistica di consegna delle azioni è “differita”: in questo vi è infatti la promessa di assegnare le azioni in una data futura, corrispondente al momento stabilito nelle condizioni di *vesting*⁴³.

6. La funzione incentivante di una politica remunerativa correlata ai risultati (“*pay for performance*”)

Come anticipato, tra le molteplici strategie idonee a mitigare il conflitto di interessi tra amministratori e soci nella società ad azionariato diffuso, vi è appunto quella di modulare gli incentivi dell’*agent* (vale a dire, dell’amministratore), riconoscendogli un

variabili di lungo termine (ILT), in G. CUTILLO – F. FONTANA (a cura di), *Manuale di Executive Compensation e Corporate Governance*, cit., p. 54.

⁴² Le *restricted stock*, sul piano economico, sono in realtà opzioni il cui prezzo di esercizio è pari a zero, come evidenziato da B. J. HALL – K. J. MURPHY, *Stock Options for Undiversified Executives*, in *J. Account. Econ.*, 33, p. 26. Sulla scorta di tali considerazioni, si è peraltro sottolineato che con le *restricted stock* appare ancor più esacerbato il problema della “*performance relativa*” in quanto, differentemente dalle ordinarie *stock options*, in questo caso gli amministratori non sono neanche tenuti a sopportare l’esborso economico rappresentato dal pagamento del prezzo di esercizio (così L. BEBCHUK – J. FRIED, *Pay without Performance*, cit., p. 171). Cfr. anche S. CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori*, cit., p. 37, n. 48, ove si osserva che, benché assimilabili sul piano economico, i due strumenti divergono sul piano giuridico, poiché «prima della realizzazione della condizione i manager possessori delle *restricted stock* possono, se così consente il regolamento contrattuale, esercitare il diritto di voto connesso alla partecipazione e percepire eventuali dividendi distribuiti dalla società. Così non è a dirsi per le *stock option*, almeno per l’esercizio dei diritti amministrativi».

⁴³ Così CONSOB, *Documento di consultazione sulla disciplina attuativa dell’articolo 114-bis del TUF*, cit., p. 2, ove si segnala anche che tale meccanismo in genere non consente di beneficiare dei dividendi pagati nel corso del periodo di maturazione.

premio laddove questi persegua con successo gli interessi del proprio *principal* (vale a dire, dei soci)⁴⁴.

In tal senso, è opinione largamente diffusa che l'impiego di sistemi di remunerazione correlata ai risultati ("*pay for performance*") produca l'effetto di trasferire dagli azionisti all'organo gestorio una parte del "rischio d'impresa", con l'obiettivo di favorire l'allineamento degli interessi potenzialmente divergenti di soci e amministratori e così di scongiurare il pericolo di condotte opportunistiche ad opera di questi ultimi⁴⁵.

Una volta che si consenta agli amministratori di partecipare agli incrementi di valore dell'impresa, essi sono incentivati ad attuare una gestione finalizzata ad aumentare la redditività della società al pari di quanto accade per gli azionisti; gli amministratori sono così indotti a

⁴⁴ Sulla strategia di "incentivazione" e, più in generale, sulle diverse strategie di riduzione degli *agency costs*, v. J. ARMOUR – H. HANSMANN – R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, cit., pp. 37 ss.

⁴⁵ La funzione di incentivo della remunerazione degli amministratori è sostanzialmente pacifica in letteratura. Si veda in particolare: M.C. JENSEN – K. J. MURPHY, *Performance Pay and Top Management Incentives*, in *J. Polit. Econ.*, 98, 1998, pp. 225 e ss.; A. SHLEIFER – R. W. VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, in *J. Financ.*, 52, p. 744; M. CONYON – D. LEECH, *Top Pay, Company Performance and Corporate Governance*, in *Oxford B. Econ. Stat.*, 56, 1994, p. 230; G. FERRARINI – N. MOLONEY – C. VESPRO, *Executive Remuneration in the EU: Comparative Law and Practice*, ECGI – Law Working Paper n. 9, 2003. Nella letteratura italiana: G. FERRARINI – N. MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, cit.; D. U. SANTOSUOSSO, *Il principio di ragionevolezza nella disciplina della remunerazione degli amministratori*, in P. ABBADESSA - G. B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, II, Torino, 2006, pp. 361 ss.; S. CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori*, cit., pp. 38 ss.; N. POLLIO, *La remunerazione degli amministratori di società quotate: aspetti societari e profili di trasparenza informativa nel nuovo art. 114-bis T.U.F.*, in *Giur. comm.*, 1, 2009, p. 129; I. DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance della società per azioni*, Padova, 2011; A. BEGHETTO, *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1, 2012, pp. 70 ss.; C. CONFORTINI, *Stock option e bonus tra rischio d'impresa e rischio sistemico*, in *Contr. impr.*, 4-5, 2011, pp. 978 ss.; M. DEL LINZ, *La disciplina sui compensi dei manager nelle società quotate e l'esame delle prime relazioni sulla remunerazione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 3, 2012, pp. 451 ss..

“internalizzare” l’interesse dei soci alla massimizzazione del valore dell’investimento azionario⁴⁶.

D’altro canto, appare evidente che la partecipazione al risultato d’impresa riduce il rischio che le risorse della società siano impiegate dagli amministratori per scopi personali o per beneficiare soggetti estranei all’impresa; in più, la partecipazione all’incremento di valore dell’impresa stimola gli amministratori a approfondire nell’esercizio delle proprie prerogative il massimo grado di impegno, perizia e diligenza.

Ancora, la partecipazione al risultato d’impresa può incentivare gli amministratori ad assumere un comportamento imprenditoriale, con maggiore propensione al rischio. Infatti, nella misura in cui il valore creato dalla gestione si rifletta sul corso delle azioni in borsa, gli incentivi azionari fanno partecipare gli amministratori (al pari degli azionisti) ai benefici del valore economico aggiunto: i medesimi, quindi, sono maggiormente incentivati a prendere decisioni di investimento efficienti, rischiose, eventualmente anche difficili sotto il profilo personale⁴⁷.

In definitiva, si conviene che un’adeguata strutturazione della remunerazione, opportunamente collegata all’andamento della società, possa costituire un valido espediente per rendere omogenei gli interessi degli amministratori (ad un adeguato compenso) e degli azionisti (alla creazione di valore in un orizzonte di medio-lungo periodo).

⁴⁶ Così P. DAVIES, *Introduction to Company Law*, Oxford, 2010, p. 192.

⁴⁷ Ad esempio, la chiusura di stabilimenti industriali, operazioni di ristrutturazione aziendale o comunque altre misure che possono creare disagi e tuttavia incrementare il valore della società. Si veda J. GORDON, *What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections*, in *U. Chicago Law Rev.*, 69, 2002, p. 1233. G. FERRARINI – N. MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, cit., p. 596; S. CAPIELLO, *La remunerazione degli amministratori*, cit., p. 40.

L'impiego di una remunerazione correlata alla *performance*, tra l'altro, concorre alla creazione di valore della società anche sotto profili diversi dalla prevenzione di comportamenti opportunistici degli amministratori. Simili sistemi di retribuzione sono infatti impiegati anche con la finalità di attrarre all'impresa personale manageriale e professionale altamente qualificato e di fidelizzarlo⁴⁸. In particolare, la presenza di vincoli temporali nell'attribuzione di *restricted stock* e di *stock option* comporta un incentivo alla permanenza nella società da parte del soggetto remunerato. Tale effetto di fidelizzazione risulta cruciale nei settori in cui il capitale umano è decisivo per il successo dell'iniziativa imprenditoriale e, conseguentemente, è più intensa la concorrenza nella domanda dei servizi manageriali.

Inoltre, i piani di *stock option* possono consentire il superamento di eventuali vincoli di liquidità dell'impresa⁴⁹. Attraverso il ricorso a questo tipo di remunerazione in luogo di somme di denaro, infatti, l'impresa può aggirare eventuali carenze di liquidità, generalmente presenti nella fase di inizio dell'attività imprenditoriale, così da poter competere sul mercato dei servizi manageriali.

⁴⁸ Così, C. CONFORTINI, *Stock option e bonus tra rischio d'impresa e rischio sistemico*, cit., p. 891; S. CAPIELLO, *La remunerazione degli amministratori*, cit., p. 46; G. FERRARINI – N. MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, cit., p. 596. Tale funzione è desumibile anche dalle Disposizioni di vigilanza per le banche, Circolare n. 285, 17 dicembre 2013, al cui Titolo IV, Capitolo 2°, (rubricato "Politiche e prassi di remunerazione e incentivazione"), Sezione I, par. 5, si legge: «La remunerazione, in particolare di coloro che rivestono ruoli rilevanti all'interno dell'organizzazione aziendale, tende ad attrarre e mantenere nell'azienda soggetti aventi professionalità e capacità adeguate alle esigenze dell'impresa». Nello stesso senso, si veda anche il Codice di Autodisciplina delle società quotate, art. 6, ai sensi del quale «La remunerazione degli amministratori e dei dirigenti con responsabilità strategiche è stabilita in misura sufficiente ad attrarre, trattenere e motivare persone dotate delle qualità professionali richieste per gestire con successo l'emittente» (Principio 6.P.1).

⁴⁹ V. J. E. CORE – W. R. GUAY, *Stock Option Plans for Non-Executive Employees*, in *F. Financ. Econ.*, 61, 2001, pp. 253 ss., secondo i quali le imprese tendono ad assegnare opzioni anche agli amministratori non esecutivi soprattutto nei casi in cui debbano far fronte a situazioni di insufficiente liquidità o i costi del capitale esterno siano più elevati.

7. La remunerazione variabile quale (ulteriore) fonte di conflitto d'interessi

Al fine di poter valorizzare pienamente le opportunità offerte dalla remunerazione degli amministratori quale contratto d'incentivo è necessario che essa sia attentamente e adeguatamente pianificata, così da limitare una consistente serie di effetti distorsivi.

Il rischio è che alcune forme di remunerazione, in assenza di determinati accorgimenti, possano ampliare piuttosto che ridurre il conflitto d'interessi tra amministratori e soci. Il compenso degli amministratori, così facendo, da soluzione al problema di *agency* sopra delineato, diviene esso stesso causa di disallineamento degli interessi tra soci e amministratori nella misura in cui offre a questi ultimi uno strumento «potenzialmente fruttuoso e opaco per un agire interessato»⁵⁰.

In particolare, ogniqualvolta il compenso degli amministratori sia collegato al valore del titolo sul mercato oppure a risultati rilevati contabilmente, vi potrebbe essere un incentivo all'adozione di politiche gestionali di breve periodo (“*short-termism*”) al fine di ottenere un repentino rialzo dei corsi azionari in concomitanza dell'esercizio delle opzioni ovvero al fine di raggiungere rapidamente i valori di bilancio cui è subordinato il pagamento del *bonus*, in contrasto però con l'interesse dei soci alla creazione di valore nel lungo periodo⁵¹. In una simile ipotesi, vi potrebbe essere altresì un incentivo a manipolare la rappresentazione contabile e in generale le informazioni trasmesse al mercato, ad esempio, indicando in bilancio

⁵⁰ Così G. FERRARINI – N. MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, cit., p. 591.

⁵¹ Le ragioni per cui la massimizzazione di valore dell'investimento azionario nel lungo periodo dovrebbe essere l'obiettivo cui ogni amministratore deve tendere sono espone in M. C. JENSEN, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, in *Eur. Financ. Manag.*, 7, 2001, pp. 297 ss.

risultati fittizi e non conseguiti⁵² ovvero formulando pessimistiche previsioni di guadagno nei periodi precedenti all'emissione di *stock option* (così da diminuire il parametro cui ancorare il prezzo di esercizio)⁵³.

Con riferimento allo specifico caso delle *stock option* emergono ulteriori fattori di criticità ed in particolare rischi di distorsione nella politica finanziaria della società. Gli amministratori, infatti, potrebbero proporre all'assemblea (o decidere)⁵⁴ di non distribuire gli utili sotto forma di dividendi e/o di acquistare azioni proprie, a prescindere dalla circostanza che simili strategie corrispondano

⁵² L'incentivo al c.d. *creative-accounting* (o *earnings-management*), vale a dire la fraudolenta alterazione della rappresentazione contabile, può sorgere sia in presenza di incentivi collegati a risultati rilevati contabilmente (*bonus*) sia in presenza di incentivi azionari. Nel primo caso, infatti, gli amministratori potrebbero alterare a proprio favore la rappresentazione contabile dei parametri sui quali è calcolato il *bonus*, ad esempio anticipando o posticipando una parte del risultato d'impresa. Allo stesso modo, le quotazioni azionari sono fortemente influenzate dalla rappresentazione contabile fornita dalla società: pertanto anche le *stock option* possono determinare un incentivo ad alterare i dati contabili e le informazioni al mercato. D'altro canto, un simile fenomeno si è verificato in recenti scandali societari (ad es., Enron), facendo così emergere l'urgenza di un intervento normativo (si veda, negli USA, la *section 304* del *Sarbanes-Oxley Act*, con cui si è previsto che, ogniqualvolta la società sia costretta a modificare un bilancio già pubblicato perché contenente dati contabili non veritieri, gli amministratori siano poi tenuti a restituire i compensi percepiti in virtù di quel bilancio). La letteratura in materia è particolarmente ampia; *ex multis*, si veda: D. BERGSTRESSER – T. PHILIPPON, *Ceo Incentive and Earnings Management*, in *J. Financ. Econ.*, 80, 2006, pp. 511 ss.; M. ERICKSON – M. HALON – E. L. MAYDEW, *Is There a Link Between Executive Compensation and Accounting Fraud?*, in *J. Account. Res.*, 44, 2006, pp. 113 ss.; S. A. JOHNSON – H. E. RYAN – Y. S. TIAN, *Managerial Incentives and Corporate Fraud: The Sources of Incentives Matter*, in *Rev. Financ.*, 13, 2009, pp. 115 ss.; G. FERRARINI – N. MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, cit., p. 595; A. BEGHETTO, *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate*, cit., p. 74. Sul caso Enron e sull'incidenza avuta dalla struttura dei compensi degli amministratori, v. J. COFFEE, *Gatekeepers: The Role of the Professions and Corporate Governance*, Oxford, 2006, p. 63.

⁵³ Il prezzo di esercizio viene infatti determinato con riguardo alla quotazione del titolo nel giorno dell'adozione del piano. Con la strategia indicata, quindi, i *manager* potrebbero ottenere *stock option* ad un prezzo di esercizio inferiore rispetto a quello che sarebbe stato fissato ove non fosse stata alterata la *disclosure* societaria. Così S. CAPIELLO, *La remunerazione degli amministratori*, cit., p. 59.

⁵⁴ V. *supra* nota 21.

all'interesse dei soci. Poiché infatti il titolare dell'opzione non vanta generalmente alcun diritto sui dividendi distribuiti dalla società durante il periodo di maturazione, l'interesse degli amministratori è quello di ridurre la distribuzione di dividendi fino al momento di esercizio dell'opzione, così da preservarne immutato il valore. Quanto all'acquisto di azioni proprie, tale decisione potrebbe perseguire l'obiettivo di sostenere i corsi azionari in attesa dell'esercizio dell'opzione⁵⁵.

Inoltre, si è già anticipato che i compensi corrisposti sotto forma di *stock option* possono risentire del problema della “*performance* relativa”: non sempre cioè l'aumento di valore prodotto da una *performance* imprenditoriale si traduce in un effettivo incremento del prezzo di mercato delle azioni, così come incrementi dei corsi azionari potrebbero verificarsi per ragioni che prescindono dall'operato degli amministratori, dipendendo piuttosto da variabili esogene (ad es., fenomeni di inflazione, tendenze di un certo settore industriale o finanziario o dell'intero mercato). Ebbene, benché la letteratura abbia indicato come correttivo ad un simile problema l'impiego di *indexed stock option* o di *performance stock option*, si registra uno scarso ricorso a tali strumenti nei mercati maggiormente avanzati⁵⁶.

Infine, le *stock options* sono in grado di creare effetti distorsivi anche in occasione di operazioni di trasferimento del controllo societario. In genere, infatti, il regolamento di emissione prevede la possibilità di esercizio anticipato del diritto di opzione in occasione di un trasferimento del controllo della società (“*golden parachute*”). L'obiettivo di una simile previsione è di rendere omogenei gli interessi di soci e amministratori in concomitanza di *take-over* sulla

⁵⁵ Sul punto, v. M. C. ARNOLD, *Stock Options and Dividend Protection*, in *J. Inst. Theor. Econ.*, 161, 2005, pp. 453 ss.

⁵⁶ V. *supra* nota 36.

società, offrendo a questi ultimi una possibilità di guadagno che compensi le perdite connesse alla probabile cessazione dalla carica che seguirà al trasferimento del controllo⁵⁷.

Cionondimeno, *stock option* così strutturate potrebbero talora rivelarsi strumenti difensivi che ostacolano la cessione del controllo, in quanto contribuiscono a rendere tale cessione onerosa per il potenziale acquirente. In altri casi, invece, esse possono fornire agli amministratori un incentivo “eccessivo” a favorire la cessione della società, anche qualora ciò non sia rispondente agli interessi degli azionisti⁵⁸.

8. L'efficienza della negoziazione dei pacchetti retributivi nella società ad azionariato diffuso (“*optimal contracting theory*” vs. “*managerial power theory*”)

In linea di principio, gli effetti incentivanti e distorsivi sin qui indicati ricorrono ogniqualvolta sia adottata una politica di remunerazione legata alla *performance* della società. Una remunerazione di tipo variabile non può allora reputarsi intrinsecamente positiva o negativa, piuttosto, per usare un'espressione anglosassone, «*the devil is in the details*»⁵⁹. Corollario

⁵⁷ M. KAHAN – E. B. ROCK, *How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law*, in *U. Chicago Law Rev.*, 119, 2002, p. 884.

⁵⁸ J. ARLEN, *Designing Mechanisms to Govern Takeover Defenses: Private Contracting, Legal Intervention and Unforeseen Contingencies*, in *U. Chicago Law Rev.*, 69, 2002, p. 929; R. KRAAKMAN, *The Best of All Possible World (or Pretty Darn Close)*, in *U. Chicago Law Rev.*, vol. 69, 2002, p. 935.

⁵⁹ Così L. BEBCHUK – J. FRIED, *Pay without Performance*, cit., p. 137. Tale opinione è condivisa in letteratura: v. J. GORDON, *What Enron Means*, cit., p. 1246; J. HILL – C. M. YABLON, *Corporate Governance and Executive Remuneration: Rediscovering Managerial Positional Conflict*, in *U. N. S. W. L. J.*, 25, 2002, p. 307; G. FERRARINI, *Grandi paghe, piccoli risultati: «rendite» dei managers e possibili rimedi (a proposito di un libro recente)*, in *Riv. soc.*, 2, 2005, p. 880; A. ZANARDO, *I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione*

di ciò è che oggetto di attenzione deve essere non tanto (o non solo) la struttura che compone il pacchetto retributivo, quanto l'iter endo-societario seguito per la progettazione, approvazione e attuazione della politica remunerativa.

In ultima analisi, la capacità di un piano di compensi di esacerbare o di ridurre lo strutturale conflitto di interessi tra soci e amministratori nella *public company* dipende dall'esistenza di un sistema di *governance* che assicuri una negoziazione della remunerazione condotta nel rispetto dei diversi interessi coinvolti e in un contesto di massima trasparenza informativa. Si è correttamente osservato in dottrina che il «sistema di retribuzione non può considerarsi avulso dall'architettura complessiva di *corporate governance* della società»⁶⁰: appare evidente che se il processo di fissazione della remunerazione si svolgesse tra parti interessate a massimizzare i propri interessi, non vi sarebbe alcun rischio di fallimento del mercato e, conseguentemente, alcuna ragione di intervento del legislatore.

Ebbene, in merito a tale profilo, secondo la tesi tradizionale in materia (convenzionalmente indicata come “*optimal contracting theory*”)⁶¹, la retribuzione degli amministratori esecutivi nella società ad azionariato diffuso deve reputarsi il frutto di una negoziazione

dell'ordinamento italiano, in *Giur. comm.*, 2006, p. 745; N. POLLIO, *La remunerazione degli amministratori di società quotate*, cit., p. 129.

⁶⁰ Così M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 2011, p. 708. V. anche M. C. JENSEN – K. J. MURPHY – E. G. WRUCK, *Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them*, cit., p. 22 («Thus, corporate governance and remuneration policies are highly inter-related: bad governance can easily lead to value-destroying pay practices, and many notorious excesses in pay can be traced to poor governance»).

⁶¹ Cfr., *ex multis*, J. E. CORE – W. R. GUAY – D. F. LARCKER, *Executive Equity Compensation and Incentives: a Survey*, in *FRNBY Economic Policy Review*, 9, 2003, pp. 27 e ss.; M. C. JENSEN – K. J. MURPHY, *Performance Pay and Top Management Incentives*, in *J. Polit. Econ.*, 98, 1998, pp. 225 ss.

bilanciata ed equilibrata (“*at arm’s length*”) tra amministratore delegato e consiglio di amministrazione, al quale è appunto attribuita la titolarità della procedura di fissazione del compenso degli *executive*. Il corretto svolgimento di tale funzione sarebbe assicurato dalla circostanza che il consiglio di amministrazione generalmente delega il compito di formulare una dettagliata proposta sul compenso degli amministratori esecutivi ad un apposito comitato, composto esclusivamente o per la maggior parte da amministratori indipendenti.

Nel corso dell’ultima decade, peraltro, è emersa una visione radicalmente opposta circa l’efficiente contrattazione dei pacchetti retributivi nella *public company* e che ha presto raccolto una rilevante porzione di consensi non solo nell’ambito della letteratura giuridico-economica ma anche presso i legislatori nazionali.

Secondo questo filone dottrinale⁶², il processo di fissazione dei compensi degli amministratori esecutivi nella società ad azionariato diffuso è inficiato da gravi disfunzioni, tali da consentire a questi ultimi di ottenere un extra-profitto a danno dei soci (da qui, la denominazione di tale tesi come “*managerial power theory*” o “*rent extraction theory*”). In particolare, attraverso un’analisi principalmente incentrata sulla *public company* statunitense, si giunge a sostenere l’esistenza per i componenti del consiglio di amministrazione di un conflitto d’interessi ulteriore rispetto a quello già esistente tra soci e amministratori esecutivi.

⁶² I principali esponenti di questa filone dottrinale sono i professori Lucian Arye Bebchuk e Jesse Fried della *Harvard Law School*. Le pubblicazioni più significative al riguardo sono rappresentate da: L. BEBCHUK – J. FRIED, *Pay without Performance. The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge-Massachusetts, 2004; L. BEBCHUK – J. FRIED – D. WALKER, *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, in *U. Chicago Law Rev.*, 69, 2002, pp. 751 ss.; L. BEBCHUK – J. FRIED, *Executive Compensation as an Agency Problem*, in *J. Econ. Perspect.*, 17, 2003, pp. 71 ss.

I consiglieri, infatti, hanno un forte interesse ad essere confermati nel loro incarico, sia per ragioni economiche che di prestigio sociale. Gli amministratori esecutivi, dal loro canto, sono in grado di influenzare la nomina dei membri del *board* i quali, conseguentemente, tendono ad essere compiacenti in occasione della fissazione del compenso degli *executive*⁶³.

Oltre che per il desiderio di essere nuovamente eletti come componenti del *board*, gli amministratori (anche indipendenti) hanno ulteriori interessi economici a fissare una remunerazione sub-ottimale per gli *executives*. Questi ultimi, infatti, detengono il pieno controllo delle risorse dell'impresa e sono in grado di assicurare benefici diretti o indiretti ai consiglieri⁶⁴. Ancora, gli amministratori indipendenti spesso sono o sono stati amministratori delegati di altre società e sono stati quindi spesso sensibili al tema della remunerazione⁶⁵.

Tali circostanze, unitamente all'operare di fattori psicologici e sociali⁶⁶, al ridotto bagaglio informativo di cui dispongono, alla scarsa

⁶³ V. L. BEBCHUK – J. FRIED, *Pay without Performance. The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, cit., pp. 25-26, per i quali soltanto l'inclusione nelle liste presentate dalla società consente agli amministratori di avere la ragionevole certezza di essere rieletti; R. A. POSNER, *Are American CEOs Overpaid, and, if So, What if Anything Should Be Done About it?*, in *Duke Law J.*, 58, 2009, p. 1023 («Shareholder election of directors resembles the system of voting in the Soviet Union and other totalitarian nations»); R. J. GILSON – R. KRAAKMAN, *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, in *Stan. L. Rev.*, 18, 1991, p. 881, i quali, proprio per superare tale criticità, segnalano l'esigenza di una riforma dei criteri di nomina degli *outside directors* che assicuri non soltanto l'indipendenza dei *manager* bensì anche la dipendenza dagli azionisti.

⁶⁴ Si veda il caso eclatante del CEO di WorldCom, Bernard Ebbers, che nel 2001 concesse al presidente del comitato per la remunerazione, Stiles A. Kellett Jr., di noleggiare l'aeromobile aziendale per un dollaro al mese (oltre ad alcune altre spese di scarso ammontare), quando normalmente il costo sarebbe dovuto essere di un milione di dollari all'anno; così S. PULLIAM – J. SANDBERG – D. SOLOMON, *WorldCom Board Will Consider Rescinding Ebber's Severance*, in *Wall Street Journal*, 10 settembre 2002.

⁶⁵ L. BEBCHUK – J. FRIED, *Pay without Performance. The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, cit. p. 29.

⁶⁶ *Ivi*, p. 31, ove sono indicati i seguenti: l'amicizia ed il senso di lealtà che maturano in un organismo collegiale, lo spirito di gruppo e la mentalità di *club* che

frequenza delle riunioni, alla inefficacia di incentivi reputazionali⁶⁷, hanno fatto sì che gli amministratori indipendenti divenissero «passivi spettatori della crescita dei compensi dei *manager*»⁶⁸. A tal proposito, è emblematico il caso Enron (società celebre per lo scandalo di cui è stata protagonista) il cui consiglio di amministrazione contava, su tredici componenti, ben undici amministratori indipendenti⁶⁹.

Infine, esplicite riserve sono formulate anche in ordine all'impiego di consulenti esterni in materia di remunerazione (*“remuneration consultant”*). Il ricorso a tali figure, infatti, non sembra aver contribuito al miglioramento della struttura di *governance* della società e ciò è imputabile al fatto che i consulenti offrirono all'impresa-cliente servizi ancillari a quello di consulenza in materia di remunerazione e, in genere, maggiormente remunerativi. Un simile conflitto d'interessi ha fatto sì che le società di consulenza si allineassero ai *desiderata* degli amministratori delegati dai quali, in

portano a comportamenti cortesi e concilianti, l'autorità che l'amministratore delegato sviluppa, anche rispetto ai colleghi in consiglio. Sul punto v. anche V. BRUDNEY, *The Independent Director: Heavenly City or Potemkin Village?*, in *Harv. L. Rev.*, 95, 1982, p. 613, ove si rileva che nessuna definizione di “indipendenza” è in grado di precludere agli amministratori indipendenti di essere amici, frequentare gli stessi *club* o associazioni degli amministratori esecutivi su cui dovrebbero vigilare; G. FERRARINI, *Grandi paghe, piccoli risultati: «rendite» dei managers e possibili rimedi*, cit., p. 882, ove si manifestano alcune perplessità circa il grado di incidenza di tali fattori sulla determinazione della remunerazione.

⁶⁷ Gli amministratori non gradiscono certamente di essere coinvolti in delibere che possono essere criticate dal mercato e, quindi, avere riflessi negativi sul mercato del controllo societario e dei servizi manageriali. Tuttavia, questi *“outrage costs”*, piuttosto che porre un freno all'estrazione di rendite da parte degli amministratori, favoriscono il compimento di pratiche volte a camuffare l'effettivo ammontare dei compensi percepiti, con l'ulteriore conseguenza negativa di rendere ancora meno efficiente la composizione dei pacchetti retributivi e, dunque, di determinare un aggravamento del costo sostenuto dagli azionisti rispetto all'utilità percepita dagli amministratori. Così, L. BEBCHUK – J. FRIED, *Pay without Performance. The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, cit. pp. 53 ss. e p. 67.

⁶⁸ Così, I. DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance della società per azioni*, cit., p. 222.

⁶⁹ Così, S. BHAGAT-B. BERNARD, *The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance*, in *J. Corp. Law*, 27, 2002, p. 233.

ultima analisi, dipendeva la continuazione del loro rapporto con la società. Addirittura la presenza di tali consulenti ha rafforzato la posizione dei *manager* che spesso li hanno utilizzati per giustificare gli ingenti pacchetti retributivi di cui sono beneficiari piuttosto che per ottimizzarli nell'interesse della società⁷⁰.

La conclusione cui giunge la tesi del “potere manageriale” indica pertanto nella remunerazione uno strumento attraverso cui gli *executive* si appropriano di risorse della società in modo surrettizio: facendo leva sull'influenza che essi esercitano sul *board*, gli amministratori esecutivi ottengono una remunerazione regolata da condizioni contrattuali tali da consentire guadagni sproporzionati rispetto a quelli che risulterebbero da un corretto processo di contrattazione tra società e *manager*.

A chiusura di questo primo capitolo, preme sottolineare come esorbiti dall'oggetto della presente trattazione ogni giudizio in ordine alla validità delle argomentazioni poste a fondamento della tesi da ultimo prospettata. Ciò che rileva in questa sede è che la tesi del “potere manageriale” (sia essa supportata o meno da evidenze empiriche) ha rappresentato il sostrato teorico delle recenti riforme in materia di remunerazione degli amministratori: di ciò si darà evidenza nel capitolo che segue.

Piuttosto, si coglie l'occasione per rimarcare come l'ambito di riferimento delle considerazioni finora esposte debba essere rigorosamente circoscritto alla società ad azionariato diffuso, vale a dire alla società la cui compagine sociale è rappresentata da una

⁷⁰ V. K.J. MURPHY – T. SANDINO, *Executive Pay and “Independent” Compensation Consultants*, in *J. Account. Econ.*, 49, 2010, ove si evidenzia che i compensi degli amministratori esecutivi sono più elevati quando i consulenti prestano, dietro remunerazione, ulteriori servizi di consulenza in favore della medesima società. Per simili critiche si veda J. GORDON, “*Say on Pay*”: *Cautionary Notes on the U.K. Experience and the Case for Shareholder Opt-In*, in *Harv. J. on Legis.*, 46, 2009, p. 336.

moltitudine di azionisti titolari di una ridotta partecipazione sociale, ciascuno dei quali è privo di sufficienti incentivi per svolgere un'attività di monitoraggio sul *management*.

In un simile contesto, si è visto, emerge maggiormente il rischio di disallineamento di interessi tra soci e amministratori e assume quindi un rilievo peculiare l'impiego della remunerazione quale contratto d'incentivo. Parimenti, una simile conformazione della compagine azionaria fa sì che gli amministratori, sottratti al controllo dei soci, possano determinare da soli la remunerazione loro spettante, secondo il meccanismo autoreferenziale sopra descritto. Tali precisazioni dovranno essere tenute in debito conto nel momento in cui si procederà ad analizzare la funzione economica della remunerazione ed i rischi ad essa connesse in un sistema – quale quello italiano – caratterizzato prevalentemente dalla presenza di uno o più soci di maggioranza.

CAPITOLO II

Le tendenze globali di riforma della disciplina sulla remunerazione degli amministratori esecutivi

SOMMARIO: 9. Gli interventi normativi in materia di remunerazione: la spinta globale verso una maggiore trasparenza e un ampliamento dei poteri dei soci – 9.1. Gli Stati Uniti e le novità introdotte dal *Dodd-Frank Act* – 9.2. Le riforme promosse dalle istituzioni europee: dal *Final Report* dell'*High Level Group* alle recenti Raccomandazioni – 10. Il *Say on Pay*. Il rafforzamento dell'assemblea nella società quotata e la evoluzione della rispettiva compagine azionaria – 11. Uno sguardo comparatistico in materia di *Say on Pay*: un voto, diversi regimi – 11.1. Il *Say on Pay* nel Regno Unito: duplice oggetto, duplice efficacia – 11.2. La prospettiva temporale del *Say on Pay* con efficacia vincolante: la soluzione della Svizzera – 11.3. Il *Say on Pay* consultivo: la versione degli Stati Uniti – 11.4. La soluzione di “compromesso” adottata dall'Australia: la “*two strike rule*” – 11.5. Il *Say on Pay* di natura facoltativa : la Germania – 12. Il dibattito sul *Say on Pay*: le indicazioni provenienti dalle esperienze straniere – 12.1. Della “capacità” dell'azionista di contribuire utilmente alla fissazione dei compensi – 12.2. Della “volontà” dell'azionista di contribuire utilmente alla fissazione dei compensi: il ruolo dei *proxy advisor*

9. Gli interventi normativi in materia di remunerazione: la spinta globale verso una maggiore trasparenza e un ampliamento dei poteri dei soci

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 quanto della letteratura giuridica ed economica.

Invero, una considerevole mole⁷¹ di studi empirici ha evidenziato l'inarrestabile aumento dei livelli retributivi, in termini sia assoluti che relativi⁷².

⁷¹ Un Autore ha mostrato come, a cavallo tra gli anni '80 e gli anni '90, l'incremento dei contributi accademici dedicati allo studio della remunerazione degli amministratori esecutivi sia stato addirittura superiore al tasso di crescita della remunerazione medesima; cfr. K. J. MURPHY, *Executive Compensation*, cit., p. 2487.

⁷² Negli Stati Uniti, dove storicamente la retribuzione dei *CEO* è superiore, il compenso medio di un amministratore esecutivo è incrementato del 136% nel periodo compreso tra il 1980 e il 1994 (B. J. HALL – J.B. LIEBMAN, *Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?*, in *Q. J. Econ.*, 113, 1998, p. 655). Ulteriori studi hanno

Non può dubitarsi che le ragioni di una simile attenzione al tema siano 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 dei *manager* sono stati correlati al capitale, anziché agli utili⁷³. Si è così accertato 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

rilevato come, dal 1992 al 2000, l'amministratore delegato di una delle società dell'indice S&P500 abbia visto accrescere la propria remunerazione totale, in media, da \$3.5 milioni a \$14.7 milioni: la componente fondamentale di un simile incremento è stata ravvisata nel valore delle *stock option*, aumentato di ben nove volte (da una media di \$800mila nel 1992 a circa \$7.2 milioni nel 2000); in tal senso v. B.J. HALL – K.J. MURPHY, *The Trouble with Stock Options*, in *J. Econ. Perspect.*, 17, 2003, p. 51. Con riguardo al Regno Unito, se nella prima metà degli anni Ottanta la retribuzione media del *CEO* di una società quotata era di £77.000, nel 1998 la media della remunerazione totale dell'amministratore esecutivo di una delle società dell'indice FTSE100 è lievitata fino a £1 milione, per arrivare ai £4.2 milioni del 2009. In tal senso, cfr. DEPARTMENT FOR BUSINESS, INNOVATION & SKILLS, *Discussion Paper: Executive Remuneration*, p. 8; THE HIGH PAY COMMISSION, *More for Less: what has happened to pay at the top and does it matter?*, p. 27. Per ulteriori evidenze empiriche circa i livelli e la struttura della retribuzione degli amministratori esecutivi, specialmente con riguardo al mercato continentale europeo, v. BARONTINI – S. BOZZI – G. FERRARINI – M. C. UNGUREANU, *Directors' Remuneration Before and After the Crisis: Measuring the Impact of Reforms in Europe*, in M. BELCREDI – G. FERRARINI (a cura di), *Boards and Shareholders in European Listed Companies*, Cambridge, 2013, pp. 251 e ss. e i riferimenti *ivi* contenuti a p. 254.

⁷³ Così, J. COFFEE, *Il cedimento degli "intermediari reputazionali" e la riforma del Sarbanes-Oxley Act*, in C. AMATUCCI, *I controlli esterni nelle società quotate*, Milano, 2005, p.23.

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 aziendale⁷⁴.

Benché la materia si presti agevolmente a considerazioni “populistiche” (o, più semplicemente, di carattere etico-sociale)⁷⁵, 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

⁷⁴ Sul rapporto tra sistemi di incentivazione dei *manager* e crisi finanziaria, si veda C. AMATUCCI, *I riflessi delle stock options sulle cause determinanti della crisi finanziaria*, in *Riv. dir. civ.*, 5, 2009, p. 559; C. CONFORTINI, *Stock option e bonus tra rischio d’impresa e rischio sistemico*, cit., p. 988; V. CALANDRA-BUONAUURA, *Crisi finanziaria, governo delle banche e sistemi di amministrazione e controllo*, in P. BENAZZO – M. CERA – S. PATRIARCA (a cura di), *Il diritto delle società oggi: innovazioni e persistenze: studi in onore di Giuseppe Zanarone*, Torino, 2011, pp. 651 ss.; J. GORDON, *Executive Compensation and Corporate Governance in Financial Firms: The Case for Convertible Equity-Based Pay*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 1, 2012, p. 838.

⁷⁵ Cfr. G. TABELLINI, *Il facile populismo contro superbonus e speculazione*, in *Il Sole 24 ore*, 22 settembre 2009; S. BAINBRIDGE, *Executive compensation*, in S. BAINBRIDGE, *Corporate Governance after the Financial Crisis*, Oxford, 2012, p. 109, ove l’Autore si domanda se le previsioni introdotte in *subiecta materia* dal *Sarbanes-Oxley Act* e dal *Dodd-Frank Act* affrontino effettive distorsioni nel governo societario o siano da considerarsi un mero “premio di consolazione” (letteralmente “*a sop*”) offerto al senso di indignazione dilagante nell’opinione pubblica. Quanto alle considerazioni di carattere “etico-sociale”, v. C. ANGELICI, *La società per azioni. I principi e i problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, 2012, p. 394, nt. 108, ove si richiama il differente approccio (culturale) adottato nei due casi giurisprudenziali *Mannesmann* (in Germania) e *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation* (negli Stati Uniti). Nel primo caso, il *Bundesgerichtshof* (la Corte Federale di Giustizia) ha ravvisato una infedeltà nella corresponsione di compensi al momento della cessazione del rapporto di amministrazione, ritenuti non giustificati da utilità a favore della società; diversamente, nel secondo caso, la Corte del Delaware ha ricondotto nell’alveo della *business judgement rule* un elevatissimo compenso corrisposto al CEO, pur in una situazione di scarso andamento degli affari sociali.

contenimento degli *agency cost* e in generale per la crescita e la stabilità aziendale, anche laddove risulti quantitativamente elevato⁷⁶.

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 “irragionevoli” in quanto non giustificate dai risultati conseguiti né tantomeno dal tasso d’inflazione o dai livelli di capitalizzazione azionaria⁷⁷. In sostanza, si è diffusa la convinzione che la corrente fisionomia dei pacchetti retributivi produca un trasferimento di ricchezza a favore degli amministratori e a danno dei

⁷⁶ Il punto, come si è visto (vedi *supra* §6), è sostanzialmente pacifico in dottrina: v. *ex multis*, si veda L. BEBCHUK – J. FRIED, *Pay without Performance*, cit., p. 8 («*We would accept compensation at current or even higher level as long as such compensation, through its incentive effects, actually serve shareholders*»). Lo stesso dicasi per i documenti di carattere istituzionale: a livello europeo, v. HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERT, *Final Report*, 4 novembre 2002, p. 65 («*Within an appropriate regime, remuneration in shares and rights to acquire share can still make a useful contribution to the alignment of interests of executive directors with the interests of the shareholders*»); quanto al Regno Unito, v. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS, *Executive Remuneration. Discussion Paper*, settembre 2011, p. 6 («*The Government is very clear that generous rewards for leading executives are not an issue. Executive remuneration that is well structured, clearly linked to objectives of a company, and which rewards executive that contribute to the long-term success of that company, is an important way of promoting business stability and growth*»).

⁷⁷ In questo senso si esprime la Raccomandazione 2009/385/CE (sulla quale vedi *infra* §9.2), nonché il DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS, *Discussion paper*, cit., p. 10, ove si osserva (relativamente alla retribuzione dei CEO delle società dell’indice FTSE100) che l’incremento dei compensi non mostra alcuna connessione con le fluttuazioni dei corsi azionari, con il tasso d’inflazione, con il livello di utili per azione (e quindi con i profitti ottenuti dagli investitori), concludendo quindi che «[...] *the structure of remuneration does not incentivise directors to act in the long term interests of a company [...]*» e che «[...] *the level of remuneration may represent excessive reward for the performance observed*». Per simili osservazioni si veda anche HIGH PAY COMMISSION, *Cheques With Balances: why tackling high pay is in the national interest*, novembre 2011, p. 44 («*Salary growth over the last ten years bears no relation to market capitalisation, earnings per share or pre-tax profit. There is no, or little, relation between the total earnings trend and market capitalisation*»).

soci, in quanto frutto di un processo di autodeterminazione all'interno dell'organo amministrativo⁷⁸.

Così individuata nei comportamenti opportunistici degli amministratori la ragione della “eccessività” - nel significato anzidetto - dei compensi, gli ordinamenti nazionali, piuttosto che intervenire direttamente sui parametri destinati a determinare la grandezza del compenso⁷⁹, si sono concentrati sul modo in cui all'interno della

⁷⁸ In dottrina non è mancato il tentativo di fornire una spiegazione alternativa ad una simile crescita della remunerazione degli amministratori esecutivi, argomentando alla luce del normale incontro tra domanda e offerta nel mercato dei servizi manageriali (v. R. THOMAS, *Explaining the International CEO Pay-Gap: Board capture or Market Driven*, in *Vanderbilt Law Rev.*, 57, 2004, pp. 1171 e ss.). Tuttavia, appare evidente come la tesi del potere manageriale (v. *supra* §8) costituisca oramai il sostrato teorico dei recenti interventi legislativi nazionali (e europei) in materia di remunerazione: così anche D. KERSHAW, *Company Law in Context*, Oxford, 2009, p. 271 («UK regulators have in recent years viewed these increases primarily through the lens of managerial abuse of power»); M. BELCREDI – S. BOZZI – A. CIAVARELLA – V. NOVEMBRE, *Say on pay in a context of concentrated ownership. Evidence from Italy*, Quaderni di finanza CONSOB n. 76, febbraio 2014, p. 9 («Actually, the competing rent extraction view seems to show a stronger explanatory power by hypothesizing that managers are able to influence the pay process to their own benefit»); H. WELLS, *U.S. executive compensation in historical perspective*, in R.S. THOMAS – J.G. HILL (a cura di), *Research Handbook on Executive Pay*, Cheltenham, 2012, p. 52 («Whatever the merits of these academic camps, the managerial power view more closely fitted public perceptions of executive pay»).

⁷⁹ Unica eccezione è rappresentata dalla Germania, ove la recente riforma del 2009 (su cui v. *infra* §11.5) ha individuato il parametro che l'*Aufsichtsrat* (il consiglio di sorveglianza) deve tenere presente nel determinare i compensi complessivi di ciascun componente del *Vorstand* (il consiglio di gestione). Il consiglio di sorveglianza, in particolare, deve fare in modo che la remunerazione complessiva abbia un rapporto adeguato con i compiti e le prestazioni degli amministratori e con la situazione della società. Con riferimento alle sole società quotate, inoltre, vige l'obbligo di correlare la struttura del compenso allo “sviluppo sostenibile dell'impresa”, con tutti i dubbi interpretativi che tale espressione è suscettibile di ingenerare. A tal proposito, cfr. G. B. PORTALE, *Un nuovo capitolo del governo societario tedesco: l'adeguatezza del compenso dei Vorstandsmitglieder*, in *Riv. soc.*, 2010, pp. 1 ss.; V. SANGIOVANNI, *Il compenso dei consiglieri di gestione nella società per azioni tedesca*, in *Società*, n. 9, 2009, pp. 1173 ss. Disposizioni simili sono invece previste per gli istituti di credito. La Direttiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 (c.d. “C.R.D. IV”), ha previsto che la componente variabile non deve superare il 100% della componente fissa della remunerazione complessiva per ciascun individuo, rimettendo agli Stati Membri la scelta di consentire agli azionisti di approvare un livello più elevato del suddetto rapporto (in ogni caso non superiore al 200%). Per alcune notazioni sulla disciplina v. A. NIGRO, *La remunerazione degli*

società è distribuita la competenza per le decisioni in merito. L'obiettivo che si è inteso perseguire è stato 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 tal senso, sono state introdotte regole volte ad arricchire e a qualificare il processo negoziale di passaggi procedurali, così da dare agli azionisti ed agli amministratori indipendenti un maggior peso in ragione dei rilevanti effetti che gli accordi retributivi possono avere sugli assetti societari e sulla redditività e sul valore delle azioni, e comunque in funzione della riduzione o dell'azzeramento delle rendite extraprofitto.

In questo ambito devono essere inquadrare le norme tese a rafforzare l'indipendenza del *board* e ad imporre la presenza al suo interno di un comitato per la remunerazione, con poteri di raccomandazione, proposta e consulenza in materia, nonché, per quel che rileva maggiormente in questa sede, la previsione di un voto assembleare sulla remunerazione degli amministratori esecutivi: il c.d. *Say on Pay*.

Parallelamente a tali norme, volte ad incidere sul riparto di competenze, si è inteso altresì garantire la piena trasparenza su ogni elemento utile a comprendere come si concepisce e si disegna la remunerazione. I due momenti, informativo da un lato, deliberativo dall'altro, seppur distinti, sono difatti tra loro funzionalmente collegati, posto che proprio grazie all'anticipata informazione il socio è posto in condizione di partecipare consapevolmente alla votazione

amministratori e degli alti dirigenti delle banche, in *Dir. banca mercato fin.*, 2013, I, pp. 11. ss.

assembleare ed esprimere, così, il proprio giudizio (negativo o positivo) sull'oggetto della delibera.

Ciò premesso, dopo aver indagato – nel capitolo che precede - la funzione economica e gli effetti distorsivi della remunerazione degli amministratori esecutivi, si intende ora dar conto del movimento riformatore suesposto, concentrando l'attenzione sul rafforzamento del potere di *voice* degli azionisti. Pertanto, nei paragrafi che seguono (§9.1 e §9.2) sarà anzitutto delineato l'ambito normativo all'interno del quale collocare il riconoscimento ai soci di un voto sulla remunerazione degli amministratori esecutivi: in particolare, saranno brevemente esposti i principali interventi normativi adottati in materia nell'ordinamento statunitense e in quello europeo.

L'oggetto d'indagine viene poi circoscritto all'istituto che rappresenta il tema della presente trattazione, nonché il principale elemento di novità nella legislazione europea e statunitense in materia, ovvero il *Say on Pay*. Dapprima, questa strategia regolatoria sarà contestualizzata all'interno del più ampio obiettivo dei legislatori nazionali di rafforzare il ruolo dell'assemblea nella società quotata, in ragione della trasformazione avvenuta nella rispettiva compagine azionaria e della affermazione degli investitori istituzionali (§10). In seguito, sarà offerto uno spunto comparatistico, stante la netta diffusione di cui il *Say on Pay* ha goduto negli ordinamenti occidentali e, al contempo, le peculiari e differenti versioni di tale istituto che i legislatori hanno adottato (§11). Il capitolo si conclude ripercorrendo il dibattito che, nonostante la varietà dei modelli di regolazione, ha fatto seguito all'introduzione del voto assembleare in materia (§12).

9.1. Gli Stati Uniti e le novità introdotte dal *Dodd-Frank Act*

Lo sdegno dell'opinione pubblica per i livelli retributivi degli amministratori delle *public company* non rappresenta affatto una novità per gli Stati Uniti⁸⁰. Ben prima che la crisi economica del 2008 suscitasse accese polemiche, il legislatore federale e l'autorità di regolazione avevano adottato specifici provvedimenti nel tentativo di frenare gli eccessi nei compensi dei *manager*⁸¹.

Cionondimeno, il culmine di questo movimento di protesta si è registrato in occasione del recente crollo dei mercati finanziari, allorquando gli azionisti hanno subito ingenti perdite (in termini di svalutazione del valore di mercato dei titoli detenuti) e, al contempo, hanno assistito a generose retribuzioni dei propri amministratori esecutivi, responsabili delle scelte gestionali che avevano condotto al dissesto economico-finanziario.

Alle critiche dei soci, ben presto, hanno fatto seguito quelle dei contribuenti, non appena si è appreso che i fondi pubblici provenienti

⁸⁰ V. H. WELLS, *No Man Can Be Worth \$1,000,000 a Year: The Fight Over Executive Compensation in 1930s America*, in *U. Rich. L. Rev.*, 44, 2010, pp. 689 e ss. ove si ripercorre in chiave storica la legislazione statunitense in materia di *executive compensation*, a partire dagli interventi normativi seguiti alla crisi del 1929. V. anche S. L. MARTIN, *Executive Compensation: Reining in Runaway Abuses – Again*, in *U.S.F.L. Rev.*, 41, 2006, pp. 147 e ss. («Every ten years or so, the problem of excessive executive compensation draws public attention, leading to some political action»); K. J. MURPHY, *The Politics of Pay: a Legislative History of Executive Compensation*, in R. S. THOMAS – J. G. HILL (a cura di), *Research Handbook on Executive Pay*, Cheltenham, 2012, pp. 11 e ss., ove si dà conto di come la reputazione della remunerazione degli *executive* sia condizionata principalmente dall'andamento dell'economia, registrandosi le maggiori critiche specialmente in concomitanza con cicli economici sfavorevoli.

⁸¹ Già a seguito dello scandalo *Enron*, in particolare, nel 2006 la SEC ha adottato una regolamentazione volta a migliorare la trasparenza della remunerazione degli *executive*, introducendo all'interno dei *proxy statements* delle società un'apposita sezione denominata “*Compensation Discussion and Analysis*” (CD&A): oggetto di tale sezione devono essere la filosofia e i criteri adottati per la concreta determinazione della remunerazione. Cfr. Press Release, *SEC Votes to Adopt Changes to Disclosure Requirements Concerning Executive Compensation and Related Matters*, 26 luglio 2006.

dal programma di salvataggio TARP⁸² (e destinati al risanamento delle condizioni patrimoniali delle società finanziarie) venivano in realtà impiegati da queste ultime per erogare lauti compensi agli amministratori esecutivi⁸³. Conseguentemente, l'*American Recovery and Reinvestment Act* del 2009 ha imposto che tutte le società finanziarie aderenti al programma TARP sottoponessero le politiche di remunerazione dei propri amministratori ad un voto consultivo degli azionisti in occasione dell'assemblea annuale.

Solo nel 2010 si addivene ad una più completa e strutturale regolazione della finanza statunitense con l'emanazione del *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (appresso, semplicemente, "*Dodd-Frank Act*"). La novella legislativa, diretta a rafforzare la tutela degli investitori ed il sistema economico in generale, si caratterizza per l'ampio raggio di intervento (nonché per la prolissità, articolandosi in più di duemila pagine); ai fini della presente trattazione, particolare rilievo assumono le norme in essa contenute concernenti la remunerazione degli amministratori esecutivi e la *corporate governance*.

La *Section 951* del *Dodd-Frank Act* estende a tutte le società quotate l'obbligo di riconoscere ai propri azionisti un *Say on Pay*: la disposizione, che sarà oggetto di maggiore trattazione nei prossimi paragrafi, prescrive che siano sottoposti ad un voto assembleare consultivo sia la remunerazione complessiva corrisposta agli *executive* nell'ultimo esercizio sociale sia eventuali *golden parachute*.

⁸² Nell'ottobre del 2008, il Congresso degli Stati Uniti d'America ha approvato la *Emergency Economic Stabilization Act* che ha conferito al Segretario del Tesoro il potere, tra gli altri, di acquistare dalle banche e dagli intermediari finanziari con sede negli USA i titoli cc.dd. tossici collegati alla concessione di mutui *subprime* nonché di acquistare partecipazioni azionarie nelle società bancarie in crisi. Con l'espressione *Troubled Asset Relief Program* (TARP) ci si riferisce appunto a tale programma di intervento pubblico nell'economia statunitense.

⁸³ J. WEISMAN . J. LUBLINO, *Obama Lays Out Limits on Executive Pay*, in *Wall Street Journal*, 5 febbraio 2009.

La *Section 952* mira invece a rafforzare l'indipendenza del *board*, così da garantire che questi possa effettivamente assurgere a «guardiano dell'interesse dei soci»⁸⁴.

In particolare, la presenza all'interno del consiglio di amministrazione di un comitato per la remunerazione (“*compensation committee*”) è espressamente indicato dalla legge come requisito che la società è tenuta a rispettare per quotare i propri strumenti finanziari su un mercato regolamentato nazionale: a tal fine è prescritto che il comitato sia composto esclusivamente da amministratori indipendenti⁸⁵. Apposite disposizioni sono inoltre dettate per garantire l'indipendenza dei collaboratori esterni di cui la società dovesse avvalersi in materia di remunerazione (“*compensation consultant*”): onde scongiurare ogni rischio di conflitto d'interessi, è previsto che la nomina dei *consultant* provenga direttamente dal comitato per la remunerazione e non già dal *board*⁸⁶.

Infine, il rapporto tra remunerazione degli amministratori e risultati aziendali (il più volte citato tema della *pay for performance*) è affrontato direttamente dalla *Section 953*. La norma citata, infatti, delega l'autorità di regolazione (la *Securities and Exchange Commission*, di seguito semplicemente “SEC”) ad indicare dettagliatamente quali siano le informazioni che ciascuna società è tenuta a fornire nel *proxy statement* così da dimostrare (anche attraverso rappresentazioni grafiche) quale sia il rapporto tra *pay* e

⁸⁴ L'espressione (“*the board as guardian of shareholder interests*”) è tratta da L. BEBCHUK – J. FRIED, *Pay without Performance*, cit., p. 17.

⁸⁵ Il requisito in parola non ha rappresentato di certo una novità nel panorama giuridico statunitense, atteso che la esistenza di un *compensation committee* composto esclusivamente da amministratori indipendenti era già prevista dai principali codici di autodisciplina: cfr. la *Rule 303A.05* del *New York Stock Exchange Listed Company Manual*, la *Rule 5605(d)(2)(A)* del *NASDAQ Listing Rules*, entrambe approvate dalla SEC nel 2003.

⁸⁶ Sui rischi di conflitti di interesse concernenti la figura dei *remuneration consultant*, v. *supra* nota 70 e testo corrispondente.

performance. È altresì richiesto che la società pubblichi quale sia la proporzione intercorrente tra i) la remunerazione totale del *Chief Executive Officer* e ii) la retribuzione media di tutti gli altri lavoratori dell'impresa⁸⁷.

9.2. Le riforme promosse dalle istituzioni europee: dal *Final Report dell'High Level Group* alle recenti Raccomandazioni

L'Europa non è stata affatto immune da scandali finanziari analoghi a quelli che negli Stati Uniti hanno visto protagoniste società come *Enron* e *WorldCom*⁸⁸. I casi più noti sono quello della olandese *Royal Ahold*, operante nel settore della distribuzione, che nel 2003 annunciò di aver sovrastimato gli utili operativi degli esercizi del 2001 e del 2002 per circa €500 milioni⁸⁹; il caso della francese *Vivendi Universal*, attiva nel capo dei media e della comunicazione, che nel 2002 riconobbe un trattamento di fine mandato al suo CEO Jean-

⁸⁷ La “*pay ratio rule*” rappresenta senz'altro, tra le norme introdotte dal *Dodd-Frank Act* in materia, quella che ha suscitato un maggiore dibattito, tanto da costringere la SEC (a fronte di più di 287,000 lettere di commento al documento di pubblica consultazione) ad impiegare tre anni per l'adozione della normativa di rango regolamentare, intervenuta solo il 5 agosto 2015. Prescindendo dalle critiche di chi ha ritenuto una simile norma ispirata più da considerazioni di carattere etico-sociale che da argomentazioni di stampo giuridico, le principali preoccupazioni hanno riguardato le modalità di calcolo della retribuzione media di tutti gli “altri” lavoratori, specialmente ove si tratti di imprese di grandi dimensioni con migliaia di dipendenti. Non è un caso che la SEC, nel formulare il regolamento finale, abbia concesso alle imprese una discreta flessibilità nei criteri di calcolo della proporzione nonché la possibilità di escludere dal computo alcune categorie di lavoratori. Questo correttivo, benché accolto con favore dal mondo manageriale, rende tuttavia arduo la confrontabilità dei dati provenienti da diverse imprese, così forse tradendo lo spirito della norma. In senso critico, v. anche S. A. BANK – G. S. GEORGIEV, *Paying High for Low Performance*, di prossima pubblicazione in *Minn. Law Rev.*, copia digitale disponibile sul sito <http://ssrn.com>.

⁸⁸ Per un confronto tra Stati Uniti ed Europa sul tema delle riforme intervenute a seguito degli scandali societari citati, v. L. ENRIQUES, *Bad Apples, Bad Oranges: a Comment from Old Europe on Post-Enron Corporate Governance Reforms*, in *Wake Forest L. Rev.*, 38, 2003, pp. 912 e ss.

⁸⁹ V. S. TAUB, *Royal Ahold in Dutch*, in *Cfo.com*, 25 febbraio 2003; per la stampa italiana, v. *Royal Ahold: bilanci truccati come la Enron*, su *La Repubblica*, 25 febbraio 2003.

Marie Messier di circa €21 milioni, benché di lì a poco sarebbe emersa una manipolazione contabile, con conseguente frode in danno degli investitori, di circa €59 milioni⁹⁰; il caso della italiana *Parmalat*, che nel 2003 si rese responsabile di «una delle più grandi e vergognose frodi finanziarie della storia»⁹¹, perpetrata attraverso la pubblicazione di informazioni contabili non veritiere, la creazione di conti correnti fittizi, la distrazione di risorse aziendali per i fini personali di Callisto Tanzi (fondatore della società) e della sua famiglia⁹².

Nelle prime due vicende citate (*Royal Ahold* e *Vivendi Universal*), secondo l'opinione prevalente gli incentivi perversi forniti agli amministratori dai pacchetti retributivi loro corrisposti hanno giocato un ruolo cruciale nella commissione delle frodi⁹³.

Conseguentemente, l'Unione Europea ha intrapreso un percorso legislativo teso a riformare in generale la *corporate governance* delle società quotate, così da scongiurare il rischio di nuovi scandali finanziari e garantire il perseguimento dell'obiettivo di creazione di valore nel medio-lungo periodo. Come per l'omologo statunitense, anche il legislatore europeo è quindi intervenuto, tra l'altro, sul tema della remunerazione degli amministratori esecutivi.

⁹⁰ V. J. BAYOT, *Vivendi Pays \$50 milion in Settlement with S.E.C.*, *New York Times*, 24 dicembre 2003.

⁹¹ Queste le parole impiegate dalla SEC («[...] *Parmalat engaged in one of the largest and most brazen corporate financial frauds in history*»), cfr. *Securities and Exchange Commission v. Parmalat Finanziaria S.p.A.*, Case no. 03 CV 10266 (PKC) (S.D.N.Y.), Accounting and Auditing Enforcement Release n. 1936 del 30 dicembre 2003.

⁹² Per una analitica ricostruzione delle vicende che condussero al dissesto di *Parmalat* e per le connesse riflessioni in materia di *corporate governance*, v. G. FERRARINI – P. GIUDICI, *Scandali finanziari e ruolo dell'azione privata: il caso Parmalat*, in F. GALGANO – G. VISINTINI (a cura di), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. 43, Padova, 2006, pp. 197 e ss.

⁹³ Con riferimento al caso *Royal Ahold*, il portavoce della *Dutch Foundation for the Investigation of Corporate Information* dichiarò «*Ahold is also one of the first big Dutch Companies with big option schemes for managers... They have an incentive to make nice figures*», così S. TAUB, *Royal Ahold in Dutch*, cit.

I primi interventi sul tema sono stati promossi dalla Commissione Europea con l'emanazione della Comunicazione al Consiglio e al Parlamento Europeo intitolata “*Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione Europea – Un piano per progredire*”, adottata il 21 maggio 2003 e frutto delle conclusioni del *Final Report* dell'*High Level Group of Company Law Expert*, in cui si raccomandava l'adozione di una disciplina che assicurasse, *inter alia*, un'adeguata informazione nei conti annuali in merito alla politica delle remunerazioni e alla struttura dei compensi percepiti dai singoli amministratori, nonché l'approvazione preventiva da parte degli azionisti dei piani di compensi basati su azioni o opzioni su azioni⁹⁴. È interessante notare come nel *Final Report* erano già espresse autorevoli riserve circa l'opportunità di imporre a livello paneuropeo un voto assembleare sulle politiche di remunerazione, atteso che gli effetti di un simile voto sarebbero mutati a seconda del singolo ordinamento (e del relativo modello di *corporate governance*)⁹⁵.

Successivamente, sempre sulla base di tali studi, la Commissione Europea ha adottato alcune Raccomandazioni: è bene notare che l'approccio adottato dalle istituzioni europee si fonda sull'assunto che, mentre il disegno dei compensi è rimesso all'autonomia imprenditoriale della singola società, l'accordo sul compenso dovrebbe fornire incentivi sufficienti per l'allineamento

⁹⁴ Il *Final report* dell'*High Level Group of Company Law Expert* è stato pubblicato il 4 novembre 2002 ed è consultabile in versione digitale all'indirizzo http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf.

⁹⁵ *Final report*, cit., p. 65 («*We do not believe a shareholder vote on the remuneration policy generally should be an EU requirement, as the effects of such a vote can be different from Member State to Member State*»).

degli interessi, con un ruolo rafforzato per gli amministratori indipendenti e gli azionisti⁹⁶.

Per prima viene in considerazione la Raccomandazione 2004/913/CE relativa alla promozione di un regime adeguato di remunerazione e che, sulla scorta dell'esempio statunitense, invita le società a rendere pubbliche, mediante una dichiarazione contenuta nella relazione annuale o in un'apposita relazione, informazioni generali relative alla politica delle remunerazioni degli amministratori. Le informazioni richieste promuovono implicitamente la remunerazione incentivante, in particolare enfatizzando la trasparenza su: i parametri di *performance*, il collegamento tra remunerazione e *performance*, le ragioni dei *bonus*, la proporzione tra componente variabile e fissa del compenso, l'*iter* seguito per la determinazione della remunerazione. Allo stesso modo, dovrebbero formare oggetto di informazione la remunerazione totale nonché le altre prestazioni accordate ai singoli amministratori.

Infine, si invita a richiedere un voto (vincolante o consultivo) dell'assemblea sulla dichiarazione contenente le informazioni suindicate; si raccomanda invece un'approvazione assembleare (con effetto giuridico vincolante, quindi) per la corresponsione agli amministratori di remunerazioni basate su azioni, opzioni su azioni o variazioni di prezzo su azioni.

Con la parallela Raccomandazione 2005/162/CE, la Commissione ha invece affrontato il tema del ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi, dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e dei comitati del consiglio di

⁹⁶ Per un breve commento sul contenuto di tali raccomandazioni si veda: N. BRUTTI, *Remunerazione degli amministratori di società quotate e trasparenza*, in *Società*, 10, 2005, pp. 1315 e ss.; G. FERRARINI – N. MOLONEY, *Remunerazione*, cit., p. 618; A. ZANARDO, *I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione dell'ordinamento italiano*, cit., p. 748.

amministrazione o di sorveglianza. Al centro della Raccomandazione si delinea nitidamente l'idea, di matrice anglosassone, che la vigilanza da parte di un consiglio indipendente, effettivamente dotato di risorse e capace di opporsi alle decisioni degli amministratori, sia in grado di proteggere gli interessi degli azionisti e di ridurre i costi di agenzia provocati dai compensi⁹⁷.

In tal senso, si raccomanda che nell'organo amministrativo siano presenti in giusto equilibrio gli amministratori con incarichi esecutivi e amministratori senza incarichi esecutivi, affinché nessuno di essi possa dominare l'adozione di decisioni da parte dell'organo cui appartengono. Si invita altresì le società alla creazione, all'interno del consiglio di amministrazione (o di sorveglianza), di comitati operanti in tre aree suscettibili di conflitti di interesse: nomina, retribuzione degli amministratori e revisione dei conti; tali comitati dovrebbero essere composti esclusivamente da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti.

In particolare, per quanto attiene al comitato per la remunerazione, questo dovrebbe quantomeno formulare proposte al consiglio di amministrazione sulla politica di remunerazione degli amministratori con incarichi esecutivi, sulle remunerazioni individuali sulle forme di controllo da predisporre.

Infine, con la Raccomandazione 2009/385/CE, la Commissione ha apportato integrazioni alle due Raccomandazioni sopra citate e, nel tentativo di allineare gli amministratori agli interessi a lungo termine

⁹⁷ V. Considerando n. 7, ove si mette anche in luce il diverso ruolo che gli amministratori privi di incarichi esecutivi sono chiamati a svolgere a seconda del grado di concentrazione proprietaria caratterizzante la singola società. Così, nelle società ad azionariato diffuso, lo strumento dell'amministratore non esecutivo è impiegato per far sì che gli amministratori siano responsabili nei confronti di azionisti deboli. Viceversa, nelle società ad azionariato concentrato, assume maggiore importanza la maniera in cui assicurare che nella gestione della società si tenga sufficientemente conto degli interessi degli azionisti di minoranza. Sul punto, v. anche G. FERRARINI – N. MOLONEY, *Remunerazione*, cit., p. 620.

della società, ha dettato alcuni criteri di massima per la pianificazione della struttura del compenso.

10. **Il *Say on Pay*. Il rafforzamento dell'assemblea nella società quotata e la evoluzione della rispettiva compagine azionaria**

Come è emerso dalla breve disamina condotta nei paragrafi che precedono, la voce degli azionisti è un elemento chiave della strategia globale di riforma delle remunerazioni degli amministratori esecutivi. D'altro canto, i controllori per eccellenza degli amministratori, in linea di principio, sono proprio i soci.

La *raison d'être* del voto assembleare sulle politiche di remunerazione è quindi di rendere gli amministratori maggiormente responsabili nei confronti dei soci, ossia di incrementarne l'*accountability*: in presenza di un simile potere di *voice*, è prevedibile che il consiglio di amministrazione, ogniqualvolta si accinga a fissare gli incentivi degli amministratori esecutivi, abbia nella dovuta considerazione gli interessi dei soci, atteso che sarà poi tenuto a rendere conto delle proprie scelte in sede assembleare.

Cionondimeno, la strategia regolatoria ora descritta sembra *prima facie* urtare con uno dei passaggi inferenziali da cui ha preso le mosse la presente trattazione.

Si è detto, infatti, che la compagine azionaria della *public company*, nel suo archetipo anglosassone, è rappresentata da investitori individuali, detentori di una ridotta partecipazione sociale e quindi privi di incentivi e/o di risorse per esercitare un'attività di monitoraggio sull'operato dell'organo di gestione. Il problema di "azione collettiva", il conseguente paradigma comportamentale di "apatia razionale" assunto dal singolo socio, per il quale la partecipazione assume un significato prettamente finanziario, sono

tutti fattori che escludono che questi divenga parte attiva nei confronti della società (per modificarne le regole organizzative interne) o degli amministratori (per modificarne le politiche di gestione)⁹⁸: l'azionista insoddisfatto, piuttosto che esercitare i propri diritti di *voice*, preferirà votare “con le sue gambe” attraverso il disinvestimento della propria partecipazione sociale⁹⁹.

È proprio in ragione del fenomeno di “separazione tra proprietà e controllo” (e dello strutturale conflitto d'interessi tra soci e amministratori) che si pone l'esigenza di ricorrere alla funzione incentivante della remunerazione e, conseguentemente, di evitare abusi degli amministratori nella relativa fissazione. In ultima analisi, l'intervento del legislatore si giustifica proprio perché gli azionisti non sono sufficientemente incentivati a vigilare sul *management* e a scongiurare il rischio di comportamenti opportunistici.

Rebus sic stantibus, la previsione di un voto assembleare in materia di remunerazione parrebbe difficilmente funzionale al superamento del problema suesposto. Identificata la causa del “fallimento del mercato” nel disinteresse del socio-risparmiatore, una soluzione che miri a rafforzarne i poteri di *voice* è quantomeno contraddittoria, atteso che il singolo azionista permarrebbe nella sua “apatia razionale”, scarsamente incline all'esercizio dei propri diritti corporativi.

Invero, il rafforzamento del ruolo assembleare, in materia di compensi degli amministratori e non solo, tiene conto della trasformazione realizzatasi nella compagine azionaria delle società quotate sui mercati anglosassoni e, più di recente, anche europei. Il

⁹⁸ Questa la definizione di attivismo degli azionisti (o “*shareholder activism*”) fornita da B. BLACK, *Shareholder activism and corporate governance in the United States*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, vol. 3, New York, 1998, p. 459.

⁹⁹ V. *supra* nota 26 e testo corrispondente.

modello di società descritto da Adolf Berle e Gardiner Means nel 1932, infatti, non appare più corrispondente alla fisionomia delle grandi imprese moderne: la proprietà azionaria, prima diffusa tra il pubblico dei risparmiatori, è ora concentrata nelle mani degli investitori istituzionali¹⁰⁰.

In linea di principio, un simile mutamento nella distribuzione della proprietà azionaria avrebbe dovuto condurre (secondo le aspettative della dottrina)¹⁰¹ ad un nuovo tipo di capitalismo, intermediato da professionisti capaci di vigilare sul perseguimento dell'interesse sociale, inteso come massimizzazione del rendimento

¹⁰⁰ Con riferimento agli Stati Uniti, la quota del mercato azionario detenuta dagli investitori istituzionali (comprendente *pension funds* pubblici e privati, *mutual funds*, banche e assicurazioni, ecc.) si è incrementata dal 6.1% (nel 1950) al 50.6% (nel 2009). Il dato è ancor più rilevante se circoscritto alle mille principali (per capitalizzazione azionaria) società statunitensi, rispetto alle quali gli investitori hanno incrementato la loro partecipazione dal 46.6% (nel 1987) al 73% (nel 2009). Così THE CONFERENCE BOARD, *The Institutional Investment Report: Trends in Asset Allocation and Portfolio Composition*, 2010, p. 22 e p. 27. Identiche percentuali sono indicate da M. KAHAN – E. ROCK, *Embattled CEOs*, in *Tex. L. Rev.*, 88, 2010, p. 996, ove si osserva anche che la quota del mercato azionario detenuta dagli investitori *retail* è passata dal 90% (nel 1950) al 36% (nel 2009). Per una ricostruzione delle ragioni che hanno condotto a tale ri-concentrazione della proprietà azionaria nelle mani degli investitori istituzionali, v. R. J. GILSON – J. N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in *Col. L. Rev.*, 113, 2013, pp. 878 e ss. Con riferimento al Regno Unito, la riduzione della proprietà azionaria detenuta dagli investitori individuali (nazionali) è stata ancora più accentuata: dal 54% (nel 1963) al 12% (nel 2014), cfr. OFFICE FOR NATIONAL STATISTICS, *Ownership of quoted shares for UK domiciled companies*, 2014, 2 settembre 2015. Le azioni detenute dagli investitori stranieri ha inoltre registrato un incremento esponenziale, dal 7% (nel 1963) al 54% (nel 2014). Tuttavia, le evidenze fornite dall'ONS non operano alcuna distinzione in seno alla categoria degli "investitori stranieri" (tra investitori individuali, fondi pensione, ecc.), rendendo così estremamente difficile rilevare il peso assunto dalle diverse categorie di investitori a livello nazionale. Per un'analisi del mercato anglosassone, v. B. BLACK – J. COFFEE, *Hail Britannia? Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation*, in *Mich. L. Rev.*, 92, 1994, pp. 2007 ss.

¹⁰¹ V. A. CONARD, *Beyond Managerialism: Investor Capitalism*, in *U. Mich. J. L. Ref.*, 22, 1988, p. 117 ove si osserva «*The growing power of institutional investors and the shrinking power of individual investors suggest the possibility, and perhaps even the inevitability, of a system of corporate governance in which institutional investors would take a leading role in determining the purposes for which major corporations will be managed*»; B. BLACK, *Agents Watching Agents: the Promise of Institutional Investor Voice*, in *UCLA*, 39, 1991, p. 830.

azionario. Per gli investitori istituzionali, infatti, la professionalità e le dimensioni dell'attività d'investimento costituiscono infatti incentivi ad esercitare quell'attività di monitoraggio che per il piccolo risparmiatore è eccessivamente onerosa. Simili aspettative, tuttavia, sono rimaste sinora largamente disattese¹⁰².

Per un verso, non vi è dubbio che la titolarità di una partecipazione sociale mediamente maggiore contribuisca a ridurre i costi di coordinamento tra gli investitori e, al contempo, a rendere meno convenienti le opzioni alternative all'attivismo, vale a dire il disinvestimento o il disinteresse. Per altro verso, tuttavia, sussistono altri fattori in grado di esercitare sulla propensione all'attivismo degli investitori una forza uguale e contraria. Fattori, cioè, che concernono le modalità di svolgimento del rapporto tra intermediari e i loro clienti in relazione all'attività d'investimento svolta nell'interesse di questi ultimi, dove si verifica l'insorgere di nuovi e ulteriori problemi di *agency* in aggiunta a quelli già noti in seno alla *public company*¹⁰³.

¹⁰² Cfr. S. BAINBRIDGE, *Shareholder Empowerment*, in S. BAINBRIDGE (a cura di), *Corporate Governance after the Financial Crisis*, Oxford, 2012, p. 243; R. J. GILSON – J. N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism*, cit., p. 887, ove si osserva che nelle stagioni assembleari 2007-2008-2009 delle società dell'indice *Russel 3000*, solo ottantaquattro delibere (pari al 4.5% del totale delle delibere assunte su iniziativa dei soci) sono state proposte da investitori istituzionali: di queste, solo diciassette (pari allo 0.9%) concernevano questioni di governo societario.

¹⁰³ Il rischio, pertanto, è che gli investitori istituzionali e i *manager* che ne gestiscono gli investimenti (“*money manager*”) perseguano interessi divergenti da quelli dei propri clienti; interessi che quindi possono condurre ad omettere l'attività di vigilanza sulla società partecipata perché onerosa, poco profittevole o incompatibile con la strategia d'investimento seguita dall'intermediario. Per un'approfondita analisi dei problemi di *agency* peculiari del “capitalismo intermediato” dianzi descritto, v. R. J. GILSON – J. N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism*, cit., p. 889; S. BAINBRIDGE, *Shareholder Empowerment*, cit. p. 243 («*Cost-benefit analysis suggests that activism is not a game worth playing for most institutional investors*»); J. COFFEE, *Liquidity versus Control: the Institutional Investor as Corporate Monitor*, in *Colum. L. Rev.*, 91, 1991, pp. 1318 ss.; E. ROCK, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, in *Geo. L. J.*, 79, 1991, p. 452 («*While the increased role of institutional investors ameliorate the classic collective action problems, it does so by means of agents, in-*

Se per la maggior parte degli investitori istituzionali vi sono ragioni funzionali (prima ancora che regolatorie) che ostacolano il ricorso a forme non episodiche di attivismo, vi è una categoria di investitori per i quali vale il contrario: gli *hedge funds*. Gli *hedge funds* sono i fondi la cui strategia d'investimento consiste nell'acquisto di partecipazioni (relativamente) ridotte nel capitale di società giudicate sane ma male amministrate: l'obiettivo è di modificare la gestione attraverso l'esercizio di poteri di pressione sul *management* e così di aumentarne il valore di mercato, in modo da realizzare una plusvalenza con il disinvestimento immediatamente successivo della partecipazione¹⁰⁴.

Alla luce di quanto detto, si coglie una delle più profonde differenze che si possono rilevare nel confronto tra gli *hedge funds* e gli investitori istituzionali con riguardo all'attivismo societario. I primi compiono accurate scelte d'investimento con il deliberato scopo di esercitare le proprie iniziative verso gli amministratori della società partecipata (strategia *ex ante*), i secondi esercitano (se mai lo fanno) i diritti amministrativi inerenti ad una partecipazione già detenuta (all'interno di un paniere altamente diversificato) e solo nella misura

house and outside money managers. With agents come agency costs, and this new version of the agency problem – the potential divergence of interests between money managers and their principals – threatens the collective action gains from increased concentration of shareholding»).

¹⁰⁴ Lo scopo degli *hedge funds* è, come noto, quello di “battere il mercato”, ossia «di concentrare i propri investimenti su un numero selezionato di strumenti finanziari in modo da ottenere rendimenti superiori a quelli mediamente offerti dal mercato (c.d. *abnormal positive returns*), secondo una logica diametralmente opposta a quella seguita dall'investitore che, attraverso una piena diversificazione del proprio portafoglio fino a riprodurre la stessa composizione del mercato, privilegia l'obiettivo della minimizzazione del rischio», così M. EREDE – G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc.*, 5, 2013, p. 941.

in cui intendano reagire a scelte di gestione valutate discutibili (strategia *ex post*)¹⁰⁵.

In tal senso, gli investitori istituzionali sono stati definiti come “razionalmente reticenti”, piuttosto che “apatici”. Essi, per i motivi anzidetti, non esercitano attivamente una vigilanza sul *management* ma sono disponibili ad esaminare e supportare le proposte e le iniziative provenienti dagli *hedge funds*, gli unici a ricorrere a forme non episodiche di “attivismo assembleare”¹⁰⁶.

In conclusione, così mutato il quadro della compagine azionaria delle società quotate, l’obiettivo del legislatore statunitense e degli omologhi europei è divenuto appunto quello di incoraggiare queste categorie di azionisti ad assumere un ruolo maggiormente attivo in merito alle questioni relative al governo societario e ad interessarsi alla creazione di valore di lungo periodo per la società. In tale senso devono essere letti gli interventi volti a rendere doveroso da parte degli investitori istituzionali l’esercizio del diritto di voto nell’interesse dei propri clienti¹⁰⁷ nonché gli interventi volti a diminuire i costi connessi all’attivismo, favorendo maggiore trasparenza sul mercato, imponendo agli emittenti obblighi di *disclosure* più ampi ovvero estendendo i poteri di *voice* dei soci.

¹⁰⁵ V. M. KAHAN – E. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in *U. Pa. L. Rev.*, 155, 2007, p. 1069.

¹⁰⁶ Sul paradigma comportamentale adottato dagli investitori istituzionali (“*rationally reticent*”) e sul ruolo a tal fine svolto dagli *hedge funds* (quali “*governance arbitrageurs*”) v. R. J. GILSON – J. N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism*, cit., p. 867 e pp. 896-901.

¹⁰⁷ L’esempio più significativo resta senz’altro quello statunitense, dove nel 1988 il Dipartimento del Lavoro ha esteso i doveri fiduciari dei gestori di fondi pensione (come disciplinati dall’*Employee Retirement Income Security Act* del 1974) all’esercizio del voto relativo alle partecipazioni in gestione. Sia pur privi di efficacia vincolante, si vedano anche: con riferimento al Regno Unito, FIN. REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, 2012 («*An institutional investor’s duty is to act in the interests of its clients and/or beneficiaries*», *ivi*, *Principle n. 2*); con riferimento all’Unione europea, COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde: il quadro dell’Unione europea in materia di governo societario*, COM(2011) 164 def (ove si discute il tema della mancanza di impegno attivo da parte degli azionisti).

A tale ambito di riforma deve essere quindi ascritto il riconoscimento di un voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: esso, in definitiva, deve essere interpretato come un ulteriore strumento inteso ad incoraggiare un impegno attivo degli investitori istituzionali nelle questioni concernenti la *corporate governance*.

11. Uno sguardo comparatistico in materia di *Say on Pay*: un voto, diversi regimi

Il voto assembleare sulla remunerazione degli amministratori, introdotto per la prima volta nel Regno Unito nel 2002, ha goduto di un'ampia e rapida diffusione negli ordinamenti giuridici occidentali, tanto da essere ormai contemplato nella quasi totalità di essi.

Una trattazione approfondita dell'argomento non può allora esimersi da uno sguardo comparatistico alle discipline straniere, specialmente ove si consideri che ciascuno dei legislatori nazionali ha adottato una versione peculiare del *Say on Pay*.

L'indagine comparatistica, in questo caso, consente di isolare i molteplici profili che concorrono a comporre questo istituto, ciascuno dei quali è suscettibile di opzioni regolatorie alternative tra di loro¹⁰⁸. Più precisamente, una panoramica delle discipline nazionali permette di distinguere le diverse varianti del *Say on Pay* quanto a: *i*) natura

¹⁰⁸ Per un'approfondita analisi comparata del *Say on Pay*, cfr. R. S. THOMAS – C. VAN DER ELST, *Say on Pay Around the World*, in *Wash. U. L. Rev.*, 92, 2015, pp. 653 ss.; J. R. DELMAN, *Structuring Say on Pay: A Comparative Look at Global Variations in Shareholder Voting on Executive Compensation*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2010, pp. 583 ss.; v. T. TRÖGER – U. WALZ, *Does Say on Pay Matter? Evidence from the German Natural Experiment*, SAFE – Goethe University, 13 maggio 2014 (copia digitale disponibile all'indirizzo <https://test-intranet.law.ox.ac.uk/ckfinder/userfiles/files/Tobias%20Troger%20paper.pdf>), pp. 20 ss., ove è riportata una tabella riassuntiva dei diversi regimi adottati negli ordinamenti stranieri; nella letteratura italiana, cfr. F. MUCCIARELLI, *I compensi degli amministratori esecutivi nelle società quotate: uno sguardo comparatistico a Regno Unito, Germania e Stati Uniti d'America*, in *AGE*, 2, 2014, pp. 295 ss.

imperativa o dispositiva della disciplina; *ii*) oggetto della delibera, a seconda che il voto interessi la politica di remunerazione, la remunerazione complessiva corrisposta all'organo gestorio ovvero le retribuzioni attribuite ai singoli componenti; *iii*) la frequenza con cui i soci sono chiamati ad esprimersi; *iv*) l'effetto giuridico della deliberazione, vincolante o meramente consultivo.

Di seguito, pertanto, sono presi in considerazione gli ordinamenti che, in ordine a uno o più dei profili anzidetti, hanno compiuto scelte peculiari nella formulazione della propria versione di *Say on Pay*.

11.1. Il *Say on Pay* nel Regno Unito: duplice oggetto, duplice efficacia

Come anticipato, il Regno Unito è stato il primo Paese ad introdurre nel proprio ordinamento un voto assembleare sui compensi spettanti agli amministratori¹⁰⁹; di recente, peraltro, il legislatore britannico è nuovamente intervenuto in materia, rivoluzionando del tutto la fisionomia del proprio *Say on Pay*.

La prima versione della disciplina, entrata in vigore nell'agosto del 2002, contemplava l'obbligo per ciascuna società quotata di redigere una relazione ("*directors' remuneration report*", o "DRR") contenente dettagliate informazioni sulla retribuzione dei componenti

¹⁰⁹ Non a caso, la letteratura giuridica e gli studi empirici dedicati alle potenzialità del *Say on Pay* hanno concentrato la propria attenzione quasi esclusivamente sull'esperienza britannica. *Ex multis*, v. J. GORDON, "*Say on Pay*": *Cautionary Notes on the U.K. Experience and the Case for Shareholder Opt-in*, in *Harv. J. Legis.*, 46, 2009, pp. 323 ss.; S. DAVIS, *Does "Say on Pay" Work? Lessons on Making CEO Compensation Accountable*, Policy Briefing No. 1, The Millstein Center for corporate governance and performance, Yale School of Management, 2007; F. FERRI – D. A. MABER, *Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the U.K.*, in *Rev. Financ.*, 17, 2013, pp. 527 ss.

dell'organo gestorio¹¹⁰; la relazione doveva quindi essere sottoposta al vaglio dell'assemblea, con cadenza annuale, perché questa si esprimesse in merito con un voto avente natura meramente consultiva.

I risultati prodotti da questa nuova strategia di contrasto agli “eccessi” delle retribuzioni sono stati oggetto di vivace dibattito in letteratura, salvo che per un aspetto: fin dalla sua implementazione, questo modello non vincolante di *Say on Pay* ha fatto registrare una percentuale di approvazione assembleare estremamente elevata, con soli dodici casi (dal 2002 al 2009) in cui la maggioranza dei soci ha espresso un voto negativo¹¹¹. Il dissenso così manifestato, talvolta ha indotto il *board* a rivedere la propria politica di remunerazione¹¹², talaltra è rimasto del tutto inascoltato¹¹³.

¹¹⁰ Sullo specifico contenuto prescritto per la relazione nel regime previgente, v. P. DAVIES – S. WORTHINGTON, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, London, 2012, p. 406.

¹¹¹ Con riferimento alle stagioni assembleari dal 2002 al 2008, v. D. GILSHAN, *Say on Pay: Six Years on, Lessons from the UK Experience*, 2009, pp. 28-33, copia digitale disponibile all'indirizzo https://www.rpmi.co.uk/docs/default-source/sustainable-ownership-library/say_on_pay_six_years_on.pdf?sfvrsn=2; con riferimento alla stagione assembleare del 2009, v. SHAREHOLDER FORUM, *Say on Pay Facts and Background*, p. 6, copia digitale disponibile all'indirizzo http://www.shareholderforum.com/sop/Library/20100325_AFSCME.pdf.

¹¹² Il caso più celebre è senz'altro quello che ha visto protagonista, nel 2003, la società farmaceutica GlaxoSmithKline (“GSK”), la cui assemblea espresse (con il 50,7% dei voti) parere contrario al *remuneration report* ove, tra l'altro, era contemplato un “*golden parachute*” per l'amministratore delegato pari a £35 milioni. Nonostante la mera natura consultiva del voto, il consiglio di amministrazione apportò sostanziali modifiche alla politica di remunerazione, con una rilevante riduzione del “*golden parachute*” spettante al *CEO*. Sul punto, v. *Revolting Shareholders*, *Economist*, 22 maggio 2003; P. HODGSON, *A Brief History of Say on Pay*, in *Ivey Business Journal*, Settembre/Ottobre 2009, disponibile sul sito <http://iveybusinessjournal.com/publication/a-brief-history-of-say-on-pay/>.

¹¹³ Nel maggio del 2009, i soci rappresentanti il 59% del capitale sociale della Royal Dutch Shell votarono in senso contrario al *remuneration report* relativo al precedente esercizio sociale, come segno di protesta contro la corresponsione di *bonus* ai *manager* nonostante il mancato raggiungimento degli obiettivi di *performance* prefissati. La politica retributiva, infatti, prevedeva che l'assegnazione di azioni agli amministratori era subordinata all'evento che la società si classificasse almeno terza in un paniere di dieci imprese concorrenti. Nel 2009, benché la società si fosse collocata quarta, il comitato per la remunerazione decise egualmente di corrispondere il *bonus* agli amministratori. In questo caso, quindi, nonostante il livello di dissenso manifestato dai soci fosse il quinto più elevato nella storia del *Say*

Nel 2012, l'*Enterprise and Regulatory Reform Act* ha apportato rilevanti modifiche alla versione britanniche del *Say on Pay*. Entrata in vigore nell'ottobre del 2013, la riforma prevede ora che il *directors' remuneration report* di ciascuna società quotata debba suddividersi in due distinte sezioni: nella prima ("*remuneration policy*") è indicata la politica proposta dalla società per la retribuzione da corrispondere in futuro agli amministratori, siano essi con o senza incarichi esecutivi; nella seconda ("*implementation report*") l'organo di gestione deve rendere conto di come la vigente politica di remunerazione sia stata implementata nell'ultimo esercizio sociale, fornendo altresì informazioni ai soci circa la retribuzione effettivamente corrisposta ai singoli amministratori (esecutivi e non).

Entrambe le sezioni che concorrono a formare la DRR sono sottoposte alla valutazione assembleare, sia pur con votazioni aventi differente efficacia giuridica.

Quanto alla *remuneration policy*, ai soci è riconosciuto un voto vincolante, da esprimere una volta ogni tre anni (ovvero prima, laddove si intenda apportare modifiche alla politica di remunerazione già approvata)¹¹⁴. I compensi corrisposti agli amministratori dovranno essere quindi conformi alla politica che abbia ricevuto il *placet*

on Pay nel Regno Unito, il *board* non modificò la sua decisione. A tal proposito, cfr. J. HERRON, *Controversial Head of Shell Remuneration Committee to Retire*, Dow Jones Newswire, 11 settembre 2009; D. GILSHAN, *Say on Pay: Six Years on, Lessons from the UK Experience*, 2009, cit., pp. 28-33.

¹¹⁴ V. *Companies Act* 2006, Sec. 422A. In caso di mancata approvazione assembleare, la società dispone di tre alternative: *i*) può limitarsi a rispettare l'ultima politica retributiva adottata dall'assemblea e correntemente in vigore; *ii*) può rispettare la politica retributiva vigente e unitamente richiedere l'approvazione assembleare per specifici compensi che si intende corrispondere discostandosi dalla politica medesima; *iii*) può convocare una nuova assemblea per l'approvazione di una diversa proposta di politica retributiva. Così, DEPARTMENT FOR BUSINESS, INNOVATION & SKILLS, *Directors' Remuneration Reforms: Frequently Asked Questions*, Marzo 2013, p. 10, disponibile in versione digitale all'indirizzo www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/158048/13-727-directors-remuneration-reforms-faq.pdf.

assembleare; in caso di violazione, l'amministratore sarà tenuto a ripetere la remunerazione ricevuta e i componenti del *board* che abbiano concorso all'approvazione del pagamento saranno chiamati a rispondere dei danni così cagionati alla società.

L'*implementation report* è invece sottoposto ad un voto meramente consultivo dei soci, con cadenza annuale¹¹⁵: conseguentemente, l'efficacia della remunerazione corrisposta al singolo amministratore (purchè conforme alla politica retributiva vigente) non è subordinata al buon esito della deliberazione assembleare¹¹⁶.

In conclusione, la recente versione britannica del *Say on Pay* ha ridefinito il riparto di competenze all'interno della società per le decisioni concernenti la retribuzione degli amministratori: da un lato, l'assemblea assume un ruolo determinante nella definizione della politica remunerativa, dall'altro, il comitato per la remunerazione (e, con esso, il consiglio di amministrazione) conserva piena autonomia nel fissare i dettagli della singolo pacchetto retributivo, inclusi *bonus* e trattamento di fine mandato.

11.2. La prospettiva temporale del *Say on Pay* con efficacia vincolante: la soluzione della Svizzera

Nel marzo del 2013, il *referendum* federale di iniziativa popolare "*Initiative gegen die Abzockerei*" ("Contro i compensi-

¹¹⁵ V. *Companies Act* 2006, Sec. 422. Laddove l'*implementation report* non ottenga un voto favorevole nello stesso anno in cui la *remuneration policy* non è stata approvata, la società non potrà limitarsi a rispettare la preesistente politica di remunerazione ma quest'ultima (benchè già approvata) dovrà essere nuovamente sottoposta al vaglio assembleare l'anno successivo; così DEPARTMENT FOR BUSINESS, INNOVATION & SKILLS, *Directors' Remuneration Reforms*, cit., pp. 4 e 8.

¹¹⁶ Cfr. *Companies Act* 2006, Sec. 422, par. (5) («*No entitlement of a person to remuneration is made conditional on the resolution being passed by reason only of the provision made by this section*»).

truffa”) è stato approvato dai cittadini svizzeri con una ampia maggioranza (68% dei consensi). Il *referendum* aveva ad oggetto le pratiche remunerative degli amministratori con e senza incarichi esecutivi e, tra l’altro, mirava a trasferire le relative competenze in materia dal consiglio di amministrazione all’organo assembleare.

Benché la trasposizione dell’iniziativa referendaria in un testo di legge sia di competenza del Parlamento svizzero, una normativa di carattere transitorio (“Ordinanza contro le retribuzioni abusive nelle società anonime quotate in borsa”, appresso “Ordinanza”)¹¹⁷ è stata adottata dal Consiglio Federale il 20 novembre del 2013, con entrata in vigore a partire dal gennaio del 2014.

Ciò che rende l’Ordinanza meritevole di menzione in questa sede è proprio il modello di *Say on Pay* in essa contemplato. Nella versione britannica, si è visto, il voto assembleare gode di efficacia vincolante esclusivamente ove operi *ex ante*, vale a dire quando l’oggetto della delibera sia la politica di remunerazione, in cui sono definiti i criteri da adottare per le remunerazioni venture; diversamente, il voto ha natura solo consultiva ove operi *ex post*, ovverosia quando l’assemblea sia chiamata a esprimersi sui compensi già corrisposti agli amministratori. Del tutto differente è la scelta operata dal legislatore svizzero.

L’Ordinanza opera una netta distinzione tra retribuzione spettante ai membri del consiglio di amministrazione e retribuzione spettante agli amministratori esecutivi¹¹⁸. L’assemblea dei soci è chiamata a votare separatamente in ordine a ciascuna di tali voci; tuttavia è compito dello statuto disciplinare le modalità del voto,

¹¹⁷ Nella lingua originale, “*Verordnung gegen übermäßige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften*” o, più semplicemente, “*VegüV*”, disponibile in lingua italiana sul sito <https://www.admin.ch/opc/it/classified-compilation/20132519/index.html>.

¹¹⁸ V. Ordinanza, art. 14, co. 1.

segnatamente per precisare se le due voci sono approvate *ex post* o *ex ante*, ovvero con una combinazione di entrambi i modelli (ad es., può essere previsto un voto *ex ante* per la remunerazione spettante agli amministratori delegati ed un voto *ex post* per quella spettante ai membri del consiglio d'amministrazione). La legge tuttavia prescrive che il voto assembleare in ogni caso abbia efficacia vincolante e si tenga con cadenza annuale¹¹⁹.

Peraltro, nonostante l'ampio margine di autonomia statutaria concesso, sinora sembra che le società abbiano optato prevalentemente per un modello "prospettico", per tale intendendosi quello in cui l'assemblea approva in anticipo la retribuzione da corrispondere per l'anno successivo. Una sparuta minoranza ha modificato lo statuto introducendovi una combinazione del modello "prospettico" con quello "retrospettivo" (ad es., prevedendo che la componente fissa della remunerazione sia approvata *ex ante* e la componente variabile *ex post*). Ancora nessuna società ha invece optato per un modello puramente "retrospettivo"¹²⁰.

Le ragioni di una simile preferenza per un voto vincolante con efficacia *ex ante* devono probabilmente essere indagate in esigenze di certezza del diritto. Non vi è dubbio che un intervento *ex post* dell'assemblea sarebbe maggiormente rispondente all'interesse dei soci (che così si garantirebbero l'ultima parola sui pacchetti retributivi); senonché una simile soluzione si tradurrebbe in uno stato di assoluta incertezza, non potendosi prevedere se la remunerazione

¹¹⁹ V. Ordinanza, art. 18.

¹²⁰ B. BARTHOLD – M. RIZZI – M. MONTANARI, *Swiss Ordinance against Excessive Compensation in Listed Stock Companies – first experiences after the shareholder's meeting season 2014*, Lexology, 29 luglio 2014, disponibile in versione digitale sul sito <http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=c82d510c-cd4b-41aa-a941-8312628ee7bf>.

già corrisposta agli amministratori sia poi effettivamente confermata dall'assemblea¹²¹.

11.3. Il *Say on Pay* consultivo: la versione degli Stati Uniti

L'obbligo per le società quotate di riconoscere ai propri azionisti un voto sulla remunerazione degli amministratori esecutivi è stato introdotto nell'ordinamento statunitense con la *Section 951* del *Dodd-Frank Act*¹²².

Ai sensi della disposizione citata, il voto deve riguardare la remunerazione corrisposta nell'esercizio sociale precedente (opera quindi *ex post*) e deve intervenire con frequenza almeno triennale. La cadenza temporale del *Say on Pay*, peraltro, deve essere oggetto di separata valutazione assembleare: ogni sei anni, infatti, gli azionisti sono chiamati a decidere se il voto sulla *executive compensation* debba essere espresso ogni uno, due o tre anni¹²³.

Ambo i voti (il *Say on Pay* e il pronunciamento sulla relativa cadenza temporale) sono privi di qualsivoglia efficacia giuridica: la disposizione chiarisce, infatti, che in nessun caso il voto assembleare può inficiare una decisione già adottata in materia dal consiglio di amministrazione né tantomeno può costituire fonte di un dovere

¹²¹ Sugli effetti che un *Say on Pay* vincolante e operante *ex post* produrrebbe sugli incentivi di soci e amministratori si veda l'analisi svolta, proprio sullo spunto offerto dalla legislazione svizzera, da A. WAGNER – C. WENK, *Agency versus Hold-up: On the Impact of Binding Say-on-Pay on Shareholder Value*, Swiss Finance Research Paper No. 11-12, 2015.

¹²² La *Section 951* prevede altresì che gli azionisti, ogniqualvolta siano chiamati ad approvare un'acquisizione, una fusione o comunque un atto dispositivo degli *asset* aziendali, debbano altresì esprimersi (con voto consultivo) sui *golden parachute* da corrispondere agli amministratori. Per una panoramica sul più ampio contesto normativo statunitense in materia di *executive compensation*, v. *supra* §9.1.

¹²³ *Securities Exchange Act of 1934*, Sec. 14A(a)(2).

fiduciario in capo agli amministratori¹²⁴. In definitiva, l'organo gestorio resta l'unico competente in materia di remunerazione degli *executives*.

La SEC ha dato esecuzione alla delega contenuta nella normativa di rango primario con apposito regolamento¹²⁵, ove è stato definito l'ambito di operatività della disciplina. In particolare, l'Autorità di regolazione ha precisato che il *Say on Pay* concerne esclusivamente la posizione del *Chief Executive Officer*, del *Chief Financial Officer* e dei tre altri amministratori esecutivi che godono della maggiore retribuzione. Il voto così strutturato ha ad oggetto solo la remunerazione complessiva beneficiata da ciascuno di essi e non consente ai soci di esprimersi sulle singole componenti del pacchetto retributivo, ad es., *bonus*, *stock options* e altri incentivi¹²⁶.

11.4. La soluzione di “compromesso” adottata dall’Australia: la “two strike rule”

Similmente a quanto accaduto nel Regno Unito, la prima versione del *Say on Pay* adottata nell'ordinamento australiano contemplava un voto degli azionisti sulla remunerazione degli amministratori privo di efficacia vincolante. In risposta alla dilagante

¹²⁴ *Securities Exchange Act of 1934*, Sec. 14A(c) («*The shareholder vote referred to in subsections (a) and (b) shall not be binding on the issuer or the board of directors of an issuer, and may not be construed – (1) as overruling a decision by such issuer or board of directors; (2) to create or imply any change to the fiduciary duties of such issuer or board of directors; (3) to create or imply any additional fiduciary duties for such issuer or board of directors; or (4) to restrict or limit the ability of shareholders to make proposals for inclusion in proxy materials related to executive compensation*»).

¹²⁵ Cfr. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Shareholder Approval of Executive Compensation and Golden Parachute Compensation*, Release No. 33-9178, 25 gennaio 2011.

¹²⁶ Sul punto v. anche R. THOMAS – A. R. PALMITER – J. F. COTTER, *Dodd-Frank’s Say on Pay: Will it Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance?*, in *Cornell L. Rev.*, 97, 2012, pp. 1213 ss.; R. S. THOMAS – C. VAN DER ELST, *Say on Pay Around the World*, cit., pp. 652-653.

indignazione dell'opinione pubblica per i livelli raggiunti dai compensi dei *manager*¹²⁷, il legislatore australiano aveva infatti introdotto la *Section 250R* nel *Corporations Act* del 2001¹²⁸. Sul modello britannico, il *board* di ciascuna società quotata era obbligato a redigere una relazione annuale, contenente dettagliate informazioni sulla retribuzione spettante ai cinque amministratori beneficiari dei compensi più elevati; il *remuneration report* doveva poi essere sottoposto, con cadenza annuale, al voto consultivo dell'assemblea¹²⁹.

Nel 2011, a seguito della crisi finanziaria (e in ragione della pubblica percezione circa il ruolo in essa svolto dalle politiche retributive dei *manager*), il Parlamento australiano è nuovamente intervenuto in materia, approvando una riforma volta a mutare l'impianto vigente in materia di *Say on Pay*¹³⁰. In particolare, consapevole dei costi e dei benefici connessi sia ad un voto vincolante che ad un voto consultivo¹³¹, il legislatore nazionale ha inteso optare

¹²⁷ Cfr. PRODUCTIVITY COMMISSION, *Executive Remuneration in Australia*, 2009, pp. XV-XVI, ove si mostra che la remunerazione degli *executive* delle prime cento società australiane è incrementata del 300% dal 1993 al 2007 (documento disponibile sul sito <http://www.pc.gov.au/inquiries/completed/executive-remuneration/report/executive-remuneration-report.pdf>).

¹²⁸ Per un'analisi del regime di *Say on Pay* inizialmente adottato in Australia, v. L. CHAPPLE - B. CHRISTENSEN, *The Non-Binding Vote on Executive Pay: A Review of the CLERP 9 Reform*, in *Austl. J. Corp. L.*, 18, 2005, pp. 263 ss.

¹²⁹ Benché il voto dovesse operare esclusivamente *ex post*, alcune società avevano previsto un *Say on Pay* anche sulle future politiche di remunerazione; così S. DEANE, *Say on Pay: Results from Overseas*, in *Corporate Board*, 1 luglio 2007, p. 12. Similmente a quanto accaduto nell'esperienza del Regno Unito, inoltre, non sono mancati casi di dissenso assembleare rimasti inascoltati. Nel 2007, ad esempio, gli azionisti titolari dei due terzi del capitale sociale della società Telstra, la maggiore compagnia telefonica australiana, espressero un voto contrario al pagamento al CEO di una retribuzione pari a \$20 milioni. Il *board* ignorò il voto, giustificando la propria decisione con la mancanza di qualsivoglia "competenza tecnica" dei soci in materia. Così, E. ALBERICI, *Telstra Shareholders Reject Directors' Pay Rise*, ABC Transcripts, 7 novembre 2007.

¹³⁰ *Corporations Amendment (Improving Accountability on Director and Executive Remuneration) Act*, disponibile in versione digitale all'indirizzo <https://www.comlaw.gov.au/Details/C2011A00042>.

¹³¹ La valutazione in tal senso operata dal legislatore australiano è riportata nella relazione di accompagnamento della riforma; cfr. *Explanatory Memorandum*,

per una soluzione di compromesso, nota come la “*Two-Strike Rule*”: da un lato, si è ritenuto di non alterare il riparto di competenze in materia, confermando così la natura meramente consultiva della delibera assembleare; dall’altro, è stato comunque rafforzato il ruolo degli azionisti, specialmente ove la remunerazione degli amministratori diventi il segnale di una più generale frattura nel rapporto fiduciario tra assemblea e organo di gestione.

La “*Two-Strike Rule*” offre infatti ai soci la possibilità di ottenere la cessazione dalla carica del consiglio di amministrazione qualora il *remuneration report* abbia ricevuto un voto negativo per due assemblee consecutive.

Più precisamente, il primo “*strike*” ricorre allorché il *remuneration report*, sottoposto a delibera assembleare consultiva, abbia ottenuto meno del 75% dei voti favorevoli espressi in assemblea. In tal caso, il successivo *report* redatto dal consiglio di amministrazione deve indicare quali siano state le iniziative adottate dall’organo di gestione per far fronte al dissenso manifestato dai soci¹³². Qualora, in occasione dell’assemblea immediatamente successiva, il *remuneration report* ivi presentato riceva nuovamente meno del 75% dei voti favorevoli espressi in assemblea, si attiva il secondo “*strike*” e, quale diretta conseguenza, nella medesima sede assembleare, ai soci è richiesto di votare una ulteriore delibera (“*spill resolution*”) relativa alla permanenza in carica dell’organo amministrativo¹³³. Qualora la *spill resolution* sia approvata dalla maggioranza assoluta degli azionisti, un’apposita assemblea (“*spill meeting*”) dovrà essere convocata entro novanta giorni ed è solo in

Corporations Amendment (Improving Accountability on Director and Executive Remuneration) Act, pp. 5-6.

¹³² *Corporations Act 2001*, Sec. 300A(1)(g); *Explanatory Memorandum*, cit., p. 6.

¹³³ *Corporations Act 2001*, Sec. 250U – 250V.

questa sede¹³⁴ che i soci saranno chiamati a deliberare per confermare o sostituire gli amministratori in carica¹³⁵.

11.5. Il *Say on Pay* di natura facoltativa: la Germania

In Germania la disciplina sui compensi è stata innovata nel 2009, con l'entrata in vigore della “*Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung*” (“Legge sulla adeguatezza del compenso del consiglio di gestione”): una riforma che ha imposto limiti imperativi alle remunerazioni¹³⁶ e che ha comportato un ampliamento dei poteri di *voice* dei soci¹³⁷.

A tale ultimo proposito, la novella legislativa non ha alterato il fondamentale riparto di poteri fra organi sociali, atteso che la competenza a determinare la remunerazione degli amministratori permane in capo al consiglio di sorveglianza¹³⁸. L'organo assembleare

¹³⁴ Vi è quindi una netta separazione tra il “*second strike*” e la “*spill resolution*”, proprio al fine di evitare che i soci, consapevoli del fatto che il proprio voto possa comportare la revoca di alcuni amministratori, siano scoraggiati dall'esprimere la propria opinione sul *remuneration report*; così, *Explanatory memorandum*, cit., p. 7.

¹³⁵ Con l'unica eccezione dell'amministratore delegato, al quale invece è concesso di permanere nel suo incarico fino alla naturale scadenza, v. *Corporations Act 2001*, Sec. 250V(1)(b)(ii); *Explanatory memorandum*, cit., pp. 7-8.

¹³⁶ A tal proposito v. *supra* nota 79.

¹³⁷ Per una trattazione della disciplina tedesca e relative evidenze empiriche v. R. S. THOMAS – C. VAN DER ELST, *Say on Pay Around the World*, cit., pp. 688 ss.; R. DELMAN, *Structuring Say on Pay*, cit., p. 597; M. VESPER-GRÄSKE, “*Say on Pay*” in *Germany: the Regulatory Framework and Empirical Evidence*, in *Ger. Law J.*, 14, 2013, pp. 749 ss.; D. POWELL – M. S. RAPP, *Non-Mandatory Say on Pay Votes and AGM Participation: Evidence from Germany*, SAFE Working Paper No. 107, 1 giugno 2015; T. TRÖGER – U. WALZ, *Does Say on Pay Matter? Evidence from the German Natural Experiment*, SAFE – Goethe University, 13 maggio 2014 (copia digitale disponibile all'indirizzo <https://test-intranet.law.ox.ac.uk/ckfinder/userfiles/files/Tobias%20Troger%20paper.pdf>); nella letteratura italiana, v. G. B. PORTALE, *Un nuovo capitolo del governo societario tedesco: l'adeguatezza del compenso dei Vorstandsmitglieder*, in *Riv. soc.*, 2010, pp. 1 ss.

¹³⁸ Nell'ordinamento tedesco, caratterizzato dal sistema di *governance* dualistico, l'assemblea è l'unica competente a determinare la remunerazione dei componenti del consiglio di sorveglianza (cfr. *AktG*, par. 113); diversamente, quanto

delle società quotate, tuttavia, ha ora il potere di esprimersi sul sistema complessivo delle remunerazioni degli amministratori, sia pure con una delibera non vincolante e non impugnabile¹³⁹.

Ciò che rende del tutto peculiare il modello tedesco è senz'altro il carattere non cogente ma dispositivo della disciplina del *Say on Pay*. L'assemblea, infatti, può deliberare in materia soltanto ove sia stata convocata a tal fine dal consiglio di gestione ovvero su richiesta di integrazione dell'ordine del giorno presentata da una minoranza qualificata, titolare di azioni pari ad un ventesimo del capitale sociale (o a 500.000 euro)¹⁴⁰.

Il raggiungimento di tale soglia minima costituisce senz'altro un agevole compito per gli investitori istituzionali; altrettanto non può dirsi per i c.d. "soci-risparmiatori", titolari di una ridotta partecipazione sociale e generalmente privi di un reciproco coordinamento. Per tale ragione, parte della dottrina tedesca ha suggerito di risolvere questa difficoltà inserendo un'apposita voce (dedicata alla remunerazione) all'interno della delibera, annuale ed obbligatoria, sull'operato del consiglio di sorveglianza e del consiglio di gestione¹⁴¹.

ai membri del consiglio di gestione, nel regime previgente il consiglio di sorveglianza era l'unico organo chiamato ad intervenire nell'*iter* di fissazione dei relativi compensi.

¹³⁹ Cfr. *AktG*, par. 120, co. 4. Benché il dettato normativo faccia riferimento soltanto al "sistema di remunerazione", non fornendo quindi alcuna indicazione circa la prospettiva *ex post* o *ex ante* del voto, si ritiene unanimemente che il termine di riferimento della delibera assembleare sia "l'esistente" sistema di remunerazione, vale a dire che gli azionisti possono esprimersi soltanto su una politica remunerativa che sia già stata approvata dal consiglio di sorveglianza, restando così del tutto inalterato il tradizionale riparto di competenze. In tal senso, v. anche M. VESPER-GRÄSKE, "Say on Pay" in *Germany: the Regulatory Framework and Empirical Evidence*, cit., pp. 770-771.

¹⁴⁰ Cfr. *AktG*, par. 122. Sul punto v. M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive" nelle società per azioni*, in AA. VV. (a cura di), *Società, banche e crisi d'impresa: liber amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014, vol. I, p. 826, n. 21, ove ulteriori riferimenti alla dottrina tedesca.

¹⁴¹ M. VESPER-GRÄSKE, "Say on Pay" in *Germany*, cit., p. 769.

Benché tale ultima soluzione continui a rimanere pressoché minoritaria in dottrina, occorre sottolineare come, ad oggi, il problema esposto si sia rivelato sovrastimato: nei primi anni di applicazione della normativa, infatti, tutte le società quotate (sia pur con differente frequenza) hanno riconosciuto ai propri soci un voto sull'esistente sistema di remunerazione e ciò sempre su iniziativa del consiglio di gestione¹⁴².

12. Il dibattito sul *Say on Pay*: le indicazioni provenienti dalle esperienze straniere

Dalla (sia pur parziale) panoramica internazionale ora tratteggiata può inferirsi come ciascun ordinamento giuridico abbia adottato un peculiare modello di *Say on Pay*. A seguito delle recenti modifiche, il diritto societario britannico contempla un'approvazione assembleare della politica di remunerazione ed un voto solo consultivo sui compensi corrisposti agli amministratori nell'esercizio sociale precedente¹⁴³; una strategia regolatoria identica è stata adottata in Spagna¹⁴⁴; un voto esclusivamente vincolante, sia pur a

¹⁴² *Ibidem*.

¹⁴³ V. *supra* §11.1.

¹⁴⁴ Con specifico riferimento alle società quotate, la recente *Ley* 3 dicembre 2014, n.31, ha introdotto una serie di previsioni che, per quanto qui in interesse, vanno dall'art. 529-*sexdecies* all'art. 529-*novodecies* della *Ley de Sociedades de Capital (LSC)*. In particolare, l'*artículo* 529-*novodecies* prevede che, per un verso, la politica di remunerazione (adottata dal consiglio di amministrazione su proposta di un apposito comitato interno) sia approvata dall'assemblea ogni tre anni, per altro verso, un documento annuale informativo sulla remunerazione dei consiglieri (*Informe de Remuneraciones de los Consejeros*) sia sottoposto al voto consultivo dell'assemblea. Per un'approfondita trattazione della riforma e un inquadramento della stessa nell'ambito della disciplina generale della remunerazione degli amministratori nelle società di capitali spagnole, v. P. MATERA, *La nuova disciplina dei compensi degli amministratori delle società di capitali nel diritto societario spagnolo: prime note e cenni comparatistici*, in *Europa e diritto privato*, 4, 2015, p. 899 ss.

“prospettiva variabile”, è stato introdotto in Svizzera¹⁴⁵; diversamente, un voto meramente consultivo (e avente ad oggetto la remunerazione corrisposta ai cinque *top manager*) è stato riconosciuto agli azionisti delle società quotate statunitensi¹⁴⁶; in Australia, la delibera assembleare avente ad oggetto il *remuneration report*, benché meramente consultiva, è in grado di determinare la cessazione dalla carica di molti dei componenti dell’organo di gestione¹⁴⁷; in Germania, la legge non impone il riconoscimento di tale voto ma si limita ad indicare in quali società esso si possa tenere e con quali effetti¹⁴⁸; al contrario, in Francia, la materia non è oggetto di alcuna disciplina a livello legislativo ma è affrontata esclusivamente in sede autodisciplinare¹⁴⁹.

Nonostante la grande varietà di regimi, il dibattito scientifico che è seguito all’introduzione del *Say on Pay* in ciascuno degli ordinamenti suindicati si è principalmente concentrato su due critiche di fondo. In primo luogo si è dubitato che gli azionisti siano effettivamente in grado di fornire un utile contributo nell’*iter* di fissazione dei compensi. In secondo luogo, si è paventato che, complice la anti-economicità di ogni raccolta di informazioni

¹⁴⁵ V. *supra* §11.2.

¹⁴⁶ V. *supra* §11.3.

¹⁴⁷ V. *supra* §11.4.

¹⁴⁸ V. *supra* §11.5.

¹⁴⁹ Il codice di autodisciplina AFEP-MEDEF, come modificato nel giugno del 2013, raccomanda che ogni anno l’assemblea generale dei soci sia chiamata ad esprimersi, con un voto non vincolante, sui compensi corrisposti agli amministratori esecutivi nel corso dell’ultimo esercizio sociale. In caso di voto negativo, si raccomanda altresì che l’organo di gestione renda immediatamente noto (attraverso una comunicazione ufficiale sul proprio sito *internet*) quali provvedimenti intenda adottare per tenere conto dell’opinione espressa dai soci (AFEP-MEDEF Code, §24.3). Mancano invece raccomandazioni di tale contenuto nel MiddleNext Code, ossia nel codice di autodisciplina dedicato alle società quotate di piccole e medie dimensioni. A tal proposito, v. R. S. THOMAS – C. VAN DER ELST, *Say on Pay Around the World*, cit., pp. 680 ss.; e INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES, *ISS FAQ: Say-on-Pay Remuneration Changes France 2014*, disponibile in versione digitale sul sito www.issgovernance.com.

prodromica ad una manifestazione di volontà consapevole, i soci (specialmente gli investitori istituzionali) avrebbero esternalizzato il proprio voto a consulenti esterni (ossia, i *proxy advisor*). Tali critiche, riassumibili nella mancanza di *capacità* e di *volontà* dei soci di partecipare al processo di determinazione della remunerazione, saranno affrontate separatamente nei paragrafi che seguono, grazie agli spunti offerti dalle più recenti evidenze empiriche.

12.1. Della “capacità” dell’azionista di contribuire utilmente alla fissazione dei compensi

Stabilire quale sia la giusta misura e struttura della remunerazione è un compito di estrema complessità, nel cui svolgimento l’organo gestorio è chiamato a premiare gli amministratori esecutivi per le passate *performance* di successo, a fornire incentivi per il raggiungimento di future *performance*, ad attrarre e mantenere talenti e ad allineare i rispettivi interessi con quelli dei soci¹⁵⁰. La remunerazione degli amministratori esecutivi dovrebbe essere altresì compatibile con una strategia di lungo periodo della società, includere appropriati criteri di misurazione delle *performance* ed essere efficiente dal punto di vista fiscale¹⁵¹. Ancora, la recente crisi finanziaria ha posto in primo piano l’esigenza di bilanciare gli incentivi di breve periodo, in grado di stimolare una immediata crescita, con quelli di lungo periodo, volti a incoraggiare la

¹⁵⁰ Cfr. J. GORDON, “*Say on Pay*”: *Cautionary Notes on the U.K. Experience and the Case for Shareholder Opt-In*, cit., p. 329, ove sono forniti anche alcuni esempi in grado di mostrare come non sempre sia agevole il contestuale raggiungimento di questi obiettivi.

¹⁵¹ Per una ricostruzione, in chiave storica, della influenza esercitata dalla legislazione fiscale statunitense sui livelli e sulle strutture retributive, v. K. J. MURPHY, *The Politics of Pay: a Legislative History of Executive Compensation*, cit., pp. 18 ss.

creazione di valore duraturo nel tempo¹⁵². Al contempo, le istituzioni nazionali (e sovranazionali) hanno sottolineato la necessità che i consigli di amministrazione degli enti finanziari modellino le politiche di remunerazione in modo tale che siano allineate ad una sana gestione dei rischi¹⁵³.

La complessità della materia suscita il legittimo dubbio che gli azionisti non dispongano delle necessarie competenze per sindacare le scelte effettuate dal consiglio di amministrazione.

In realtà, quello dell' "azionista incapace" è uno degli argomenti che ha da sempre permeato la lunga storia dei rapporti tra assemblea ed amministratori nella società capitalistica. Nella dottrina italiana, autorevole dottrina ha correttamente osservato come la «piena consapevolezza delle decisioni che i soci sono chiamati a prendere è [...] sufficientemente garantita dall'obbligo fatto agli amministratori di comunicare preventivamente all'assemblea tutte le notizie influenti, nonché, più in generale, di cooperare con essa al fine di ottimizzare lo *standard* qualitativo del processo decisorio»¹⁵⁴. Sostenere che

¹⁵² Cfr. J. F. REDA, *Executive Compensation: Balancing Risk, Performance and Pay*, in *Fin. Executive Mag.*, Novembre 2009, p. 3, disponibile sul sito www.ssrn.com.

¹⁵³ V. art. 93, direttiva 2013/36/UE (c.d. "CRD IV"), ove si prescrive che «le autorità competenti esigano che gli enti ristrutturino le remunerazioni in modo da allinearle a una sana gestione dei rischi e alla crescita a lungo termine [...]»; per l'Italia, v. Disposizioni di vigilanza per le banche, Circolare n. 285, 17 dicembre 2013, ove al Titolo IV, Capitolo 2°, (rubricato "Politiche e prassi di remunerazione e incentivazione"), Sezione I, par. 5, si legge «In particolare, le forme di retribuzione incentivante basate su strumenti finanziari (es. *stock option*) o collegate alle *performance* aziendali, devono essere coerenti [...] con le politiche di governo e di gestione dei rischi»; per gli Stati Uniti, dalla fine del 2009 tale profilo della remunerazione è oggetto di apposito monitoraggio ad opera della Federal Reserve, v. FEDERAL RESERVE, *Press Release*, 22 ottobre 2009, disponibile sul sito dell'Autorità <http://www.federalreserve.gov>.

¹⁵⁴ Così, P. ABBADESSA, *L'assemblea: competenza*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, tomo III, Torino, 1994, p. 41, ove (con specifico riferimento al diritto societario italiano) si desume l'obbligo di cooperazione dai principi generali di buona fede e di correttezza cui gli amministratori sono tenuti ad informare il loro operato e sottolineando altresì come una eventuale delibera assembleare assunta in mancanza dell'adeguata informazione

l'azionista non vanta le opportune competenze per fornire utili spunti nel processo di definizione dei compensi equivale a trascurare la funzione svolta dalla *disclosure*: le informazioni che gli amministratori sono ormai obbligati a fornire in fase pre-assembleare svolgono un ruolo cruciale nel garantire l'esercizio di un voto consapevole da parte dei soci.

In verità, come evidenziato dagli studi in materia di finanza comportamentale, benché la disponibilità di adeguate informazioni rappresenti una condizione *necessaria* perché i soci esprimano una volontà funzionale alla massimizzazione dell'interesse sociale, essa non può dirsi anche condizione *sufficiente*, dovendosi considerare anche ulteriori variabili quali, ad esempio, la capacità dei soci di elaborare razionalmente le informazioni loro trasmesse in una materia così complessa qual è quella della remunerazione degli amministratori¹⁵⁵.

Se quindi è necessaria una maggiore attenzione degli organi di gestione nella esplicazione delle politiche proposte all'assemblea,

non possa mettere al riparo i gestori dalla revoca per giusta causa (art. 2383, 3° co, c.c.) né dall'azione sociale di responsabilità (art. 2392 c.c.). *Ivi*, pp. 31 ss., ove sono altresì affrontati, in chiave critica, gli argomenti dell'azionista distratto (ossia l'azionista privo di interesse a partecipare alla vita della società); *ii*) dell'azionista egoista (ossia del socio che, nel decidere, si lascia guidare dal proprio interesse particolare); *iii*) dell'azionista irresponsabile (secondo cui, se le decisioni promanano dall'assemblea, restano privi di tutela quegli interessi che il legislatore ha cura di garantire imponendo agli amministratori particolari forme di responsabilità).

¹⁵⁵ Sul punto si veda M.C. SCHOUTEN, *The Mechanisms of Voting Efficiency*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2010, pp. 763 ss., ove sono enucleati quattro distinti meccanismi in grado di incidere sulla capacità del socio di esprimere un voto "efficiente", ossia funzionale alla massimizzazione dell'interesse sociale: *i*) "*informed voting*", ossia la disponibilità di adeguate informazioni per l'espressione di un voto consapevole; *ii*) "*rational voting*", vale a dire l'elaborazione di tali informazioni in modo razionale e scevro da pregiudizi cognitivi; *iii*) "*independent voting*", che implica che ciascun azionista addivenga ad una decisione finale che sia frutto esclusivo delle proprie valutazioni; *iv*) "*sincere voting*", vale a dire l'espressione di un voto che miri alla massimizzazione dell'interesse sociale anziché di un interesse personale.

altrettanto cruciale è che gli azionisti devolvano maggiori risorse per acquisire una più accurata conoscenza della materia. In effetti, si vedrà a breve, nei sistemi in cui è stato introdotto il *Say on Pay*, gli investitori istituzionali hanno intrapreso una intensa attività di specializzazione nelle questioni concernenti la retribuzione degli amministratori.

A quanto detto può aggiungersi che gli azionisti, benché siano chiamati ad esprimersi in sede assembleare sulla (proposta di) retribuzione (o di politica di retribuzione, a seconda del modello prescelto dal singolo ordinamento), non per questo sono chiamati a sviluppare una competenza pari a quella dell'organo di gestione, giacché è presumibile che essi si concentrino esclusivamente sugli aspetti del pacchetto retributivo che suscitano una maggiore controversia.

A riprova di ciò è sufficiente richiamare le evidenze empiriche degli ultimi anni, ove si è costantemente rilevato come i soci abbiano fatto un impiego molto cauto del *Say on Pay*, smentendo quanti temevano che esso divenisse uno strumento attraverso cui veicolare ogni sorta di malcontento assembleare, anche non correlato al tema della remunerazione¹⁵⁶.

Nel Regno Unito, nei primi otto anni di applicazione della normativa, si è visto, solo dodici società hanno assistito ad un pronunciamento di segno negativo dell'assemblea¹⁵⁷, registrandosi generalmente un'approvazione della politica remunerativa con un

¹⁵⁶ S. DAVIS, *Does "Say on Pay" Work? Lessons on Making CEO Compensation Accountable*, cit., p. 10 («[...] corporate fears that shareowners would resort too readily to voting against board pay policies [...]»).

¹⁵⁷ V. *supra* nota 111. Oltre ai celebri casi di GSK e Royal Dutch Shell (su cui vedi *supra* note 112-113), ampia copertura mediatica è stata dedicata anche al voto negativo espresso dai soci della Royal Bank of Scotland nell'aprile del 2009; a tal proposito, v. J. CROFT – A. BOLGER, *Thumbs down for RBS pay report*, *Financial Times*, 4 aprile 2009, disponibile sul sito del quotidiano all'indirizzo www.ft.com.

ampio margine¹⁵⁸. Nello stesso arco temporale, i *proxy advisor* hanno esercitato una notevole prudenza nel formulare raccomandazioni di segno negativo¹⁵⁹. Similmente, il livello di dissenso assembleare è stato estremamente basso negli Stati Uniti¹⁶⁰ e in molti altri Paesi che hanno riconosciuto agli azionisti un diritto di voto sulla retribuzione (o sulla politica remunerativa) degli amministratori¹⁶¹.

Nel complesso, le evidenze empiriche più recenti hanno mostrato che la retribuzione degli amministratori è sì cresciuta ma ad un ritmo meno sostenuto e che, soprattutto, la relativa struttura si

¹⁵⁸ Dal 2002 al 2007 solo in 64 società su 596 hanno registrato un dissenso da parte di più del 20% della compagine sociale, cfr. S. DAVIS, *Does "Say on Pay" Work? Lessons on Making CEO Compensation Accountable*, cit., p. 10; J. GORDON, *"Say on Pay": Cautionary Notes on the U.K. Experience and the Case for Shareholder Opt-In*, cit., p. 343. Basse percentuali di dissenso sono altresì rilevate (per il medesimo periodo di riferimento) da M. CONYON – G. SADLER, *Shareholder voting and Directors' Remuneration Report Legislation: Say on Pay in the UK*, in *Corp. Gov.*, 18, 2010, pp. 296 ss.

¹⁵⁹ S. DAVIS, *Does "Say on Pay" Work? Lessons on Making CEO Compensation Accountable*, cit., p. 10, ove riporta che, nel 2006, Glass Lewis ha formulato raccomandazioni negative solo per il 10% delle società per cui ha prestato attività di consulenza mentre ISS ha espresso una raccomandazione di segno negativo solo per il 13.4% dei casi (pari a 158 su un totale di 1183 società per cui è stato consultato).

¹⁶⁰ Cfr. J. BACHELDER, *A Say on "Say on Pay": Assessing Impact After Four Years*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation* (<http://corpgov.law.harvard.edu>), 3 aprile 2015, ove si rileva che nelle stagioni assembleari 2011-2014 delle società dell'indice Russell 3000: *i*) nel 75% dei casi, un voto favorevole è stato espresso da una maggioranza superiore al 90%; *ii*) solo sessanta società hanno registrato un voto negativo. Con esclusivo riferimento alla stagione assembleare del 2011 (la prima a seguito dell'entrata in vigore del Dodd-Frank Act), v. R. THOMAS – A. R. PALMITER – J. F. COTTER, *Dodd-Frank's Say on Pay: Will it Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance?*, cit., pp. 1248 ss., ove si registra un livello di consenso medio del 91.2%, con sole 37 società incluse nell'indice Russell 3000 (pari all' 1.6% del totale) che hanno assistito ad un voto contrario.

¹⁶¹ In tal senso v. R. S. THOMAS – C. VAN DER ELST, *Say on Pay Around the World*, cit., ove sono indicate i livelli di dissenso registrati (oltre che negli Stati Uniti e nel Regno Unito) in Australia (pp. 673 ss.), in Belgio (pp. 678 ss.); in Francia (pp. 684 ss.); in Germania (pp. 690 ss.), in Svezia (pp. 697 ss.) e in Olanda (pp. 703 ss.), giungendo alla conclusione che «*when Say on Pay votes are held, shareholders vote to approve the pay levels, pay composition and pay policies at almost all companies by very wide margins*», p. 657. Simili indicazioni si ritrovano in S. DEANE, *Say on Pay: Results from Overseas*, in *Corporate Board*, 28, 2007, pp. 11 ss.

connota per un più stretto legame con i risultati effettivamente conseguiti¹⁶²: in definitiva, il riconoscimento di un voto assembleare agli azionisti si sta rivelando uno strumento idoneo al perseguimento del fine assegnatogli, vale a dire garantire un più stretto legame tra *pay* e *performance*.

Ancora, i principali oppositori del *Say on Pay* hanno obiettato che quand'anche gli azionisti fossero in grado di influenzare in modo positivo la retribuzione degli amministratori, il trasferimento di competenze in questa materia dagli amministratori ai soci consentirebbe a quest'ultimi di "micro-gestire" l'impresa, alterando il tradizionale riparto di competenze tra organi sociali¹⁶³. Una simile critica tuttavia può forse giudicarsi troppo ingenerosa per tre motivi. In primo luogo, il riconoscimento di un *Say on Pay* non svuota di poteri il consiglio di amministrazione il quale continua, nel dialogo con il comitato per la remunerazione, ad essere l'unico responsabile nel formulare la proposta di remunerazione; piuttosto, l'organo di gestione si trova ora a confrontarsi con un "voto di fiducia" da parte dell'assemblea¹⁶⁴. In secondo luogo, si è osservato che il *Say on Pay*

¹⁶² Per ragioni di economia della trattazione, non è qui possibile richiamare tutti gli studi incentrati sugli effetti del *Say on Pay* nei singoli ordinamenti; *ex multis*, v. R. CORREA – U. LEL, *Say on Pay Laws, Executive Compensation, Pay Slice and Firm Valuation Around the World*, 20 gennaio 2016, di prossima pubblicazione su *J. Fin. Econ.*, copia digitale disponibile sul sito www.ssrn.com, ove viene condotta un'analisi su 38 diversi Paesi nel periodo dal 2001-2012, giungendo alla conclusione che a seguito dell'introduzione del *Say on Pay*, «*CEO pay growth rates decline and the sensitivity of CEO pay to firm performance improves*».

¹⁶³ Cfr. S. BAINBRIDGE, *Remarks on Say on Pay: An Unjustified Incursion on Director Authority*, UCLA School of Law, Law and Economics Research Paper No. 08-06, 4 marzo 2008, p.8, disponibile sul sito internet www.ssrn.com («*The trouble is that shareholder involvement in corporate decision making seems likely to disrupt the very mechanism that makes the public corporation practicable; namely, the vesting of "authoritative control" in the board of directors*»); ID., *Shareholder Empowerment*, pp. 203 ss.

¹⁶⁴ Così K. JOHNSON, *Shareholder Say on Pay: Ten points of Confusion*, cit., p. 3. Nello stesso senso, il *Say on Pay* è stato definito come un «*referendum sulle decisioni del comitato per la remunerazione*», v. A. YARGER, *Protecting*

non sarebbe mai stato introdotto se non ci fosse stata la pubblica percezione che gli organi di gestione avevano fallito nello svolgimento delle loro prerogative. I casi eclatanti di compensi “*pay for failure*” più volte richiamati sembrano aver giustificato una maggiore responsabilizzazione dei comitati per la remunerazione¹⁶⁵. Infine, il *Say on Pay* dovrebbe semplicemente essere valutato come uno strumento volto a rafforzare l’indipendenza degli amministratori, sinora giudicati eccessivamente deferenti nella fissazione della retribuzione dei *CEO*: in tal senso, la minaccia di un voto negativo, fornisce agli amministratori il giusto stimolo per attivare costanti linee di comunicazione con gli azionisti principali¹⁶⁶ oltre che per contrapporsi con forza agli amministratori esecutivi¹⁶⁷.

In sintesi, si conviene con quanti hanno sostenuto che gli azionisti tendono a superare la loro mancanza di esperienza nel settore della retribuzione concentrando le proprie risorse sui casi principali di

Shareholders and Enhancing Public Confidence by Improving Corporate Governance. Hearing on Examining the Improvement of Corporate Governance for the Protection of Shareholders and the Enhancement of Public Confidence before the Subcommittee on Securities, Insurance and Investment of the U.S. Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 111th Cong., 29 luglio 2009, disponibile in versione digitale all’indirizzo <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-111shrg55479/pdf/CHRG-111shrg55479.pdf>.

¹⁶⁵ V. F. FERRI – D. A. MABER, *Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the U.K.*, cit., pp. 527-528, ove l’introduzione del *Say on Pay* nel Regno Unito viene ricollegata ai casi di “*reward for failure*”; J.R. DELMAN, *Structuring Say-on-Pay: a Comparative Look at Global Variations in Shareholder Voting on Executive Compensation*, cit., p. 613.

¹⁶⁶ V. P. ILIEV – S. VITANOVA, *The Effect of the Say-on-Pay in the U.S.*, 1 febbraio 2015, disponibile in versione digitale sul sito www.ssrn.com, p. 25, ove si nota che «[...] *the Say-on-Pay voting mandate opened an important new communication channel between shareholders and firms [...]*»; S. DAVIS, *Does “Say on Pay” Work? Lessons on Making CEO Compensation Accountable*, cit., p. 10 («*The introduction of “say on pay” [...] produced a virtual overnight increase in the level of dialogue between companies and funds*»).

¹⁶⁷ V., in generale, L. BEBCHUK – J. FRIED, *Pay without Performance*, pp. 195-198 («*The most natural way to limit director discretion without preventing the board from adopting good arrangements is to require shareholder approval of certain board decisions*»); K. JOHNSON, *Shareholder Say on Pay: Ten points of Confusion*, cit., p. 3.

paga ingiustificata. Se gli altri mercati forniscono una indicazione in tal senso, una maggiore attenzione al tema da parte dei soci imporrà agli amministratori di definire un maggiore allineamento tra compensi e *performance* aziendali, in termini di contenimento del tasso di crescita della retribuzione e di incremento della relativa componente incentivante¹⁶⁸.

12.2. Della “volontà” dell’azionista di contribuire utilmente alla fissazione dei compensi: il ruolo dei *proxy advisor*

Un ulteriore timore manifestato dalla dottrina giuridica a seguito della introduzione del *Say on Pay* è identificabile nel rafforzamento del potere dei *proxy advisor* (o “consulenti in materia di voto”). Difatti, gli investitori istituzionali titolari di portafogli estremamente diversificati si trovano in difficoltà nel valutare con adeguata cognizione di causa gli ordini del giorno delle assemblee delle molteplici società quotate da essi partecipate. Conseguentemente, benché essi siano in grado di acquisire le conoscenze necessarie per un consapevole esercizio del diritto di voto, potrebbero cionondimeno valutarlo anti-economico¹⁶⁹, preferendo piuttosto fare ricorso ai

¹⁶⁸ In aggiunta alle evidenze empiriche già segnalate, si veda da ultimo, con riferimento agli Stati Uniti, THE WALL STREET JOURNAL - HAY GROUP, *Cooking Up A Better Pay Mix: Active Shareholders Emerge As A New Ingredient*, 24 giugno 2015, ove si è rilevato che nel 2014: *i*) i compensi manageriali sono cresciuti ad un tasso inferiore rispetto a quello del valore azionario (per un *total shareholder return* cresciuto del 16,6% a fronte di un incremento del *CEO pay* del 4,6%), *ii*) si è registrato un ulteriore rafforzamento della *pay for performance sensitivity*, atteso che per il quinto anno di fila gli incentivi azionari hanno rappresentato la quota principale della remunerazione degli *executive*. A tal proposito, v. anche P. HODGSON, *Surprise surprise: Say on Pay appears to be working*, *Fortune*, 8 luglio 2015, disponibile sul sito della rivista www.fortune.com.

¹⁶⁹ Il tema è affrontato in H. FLEISCHER, *Proxy Advisors in Europe: Reform Proposals and Regulatory Strategies*, in *European Company Law*, 9, 2012, p. 12, ove si nota che «*there are simply too many votes to be cast in too concentrated a time period*».

servizi forniti dai *proxy advisor*, quali raccomandazioni di voto, deleghe di voto e valutazione del sistema di *corporate governance*.

In particolare, l'effetto collaterale temuto da alcuni è lo sviluppo ad opera di tali consulenti di un approccio “*one size fits all*”, vale a dire la formulazione di raccomandazioni di voto sulla base di linee guida predeterminate anziché in ragione delle specifiche caratteristiche della società per cui è richiesta la loro consulenza¹⁷⁰. Atteso che la maggioranza degli investitori istituzionali si rivolgono ai pochi *proxy advisor* presenti sul mercato¹⁷¹, il rischio è che le società, al fine di ottenere una raccomandazione positiva, siano indotte a formulare le proprie politiche retributive badando più alla loro rispondenza alle linee guida anzidette piuttosto che ad obiettivi strategici di lungo periodo¹⁷².

Le ragioni che risiedono alle origini di un approccio “*one size fits all*” dei *proxy advisor* sono sostanzialmente due. In primo luogo, esso rappresenta una scelta economicamente efficiente per il *proxy advisor*, che così potrà evitare i costi connessi alla raccolta di informazioni relative alla singola società per cui è richiesta l'attività di

¹⁷⁰ V. S. BAINBRIDGE, *Shareholder Empowerment*, cit., pp. 255 ss.; S. DAVIS, *Does “Say on Pay” Work? Lessons on Making CEO Compensation Accountable*, cit., p. 13.

¹⁷¹ La *proxy industry* si caratterizza per un elevato livello di concentrazione, atteso che poche imprese (su tutte, ISS e Glass Lewis) offrono le proprie prestazioni all'intero mercato. A tal proposito, v. P. ROSE, *The Corporate Governance Industry*, in *J. Corp. L.*, 32, 2007, pp. 898 ss.; H. FLEISCHER, *Proxy Advisors in Europe: Reform Proposals and Regulatory Strategies*, cit., pp. 13-14.

¹⁷² L'influenza esercitata dai *proxy advisor* è segnalata con forza da L. STRINE, *The Delaware Way: How We Do Corporate Law and Some of the New Challenges We (and Europe) Face*, in *Del. J. Corp. L.*, 30, 2005, p. 688, ove si legge «[...] [P]owerful CEOs come on bended knee to Rockville, Maryland, where ISS resides, to persuade the managers of ISS of the merits of their views about issues like proposed mergers, executive compensation and poison pills. They do so because the CEOs recognize that some institutional investors will simply follow ISS's advice rather than do any thinking of their own».

consulenza¹⁷³. in secondo luogo, una simile scelta potrebbe consentire ai *proxy advisor* di ostentare imparzialità nel processo di elaborazione della raccomandazione. Non di rado, infatti, i *proxy advisor*, per un verso, forniscono agli azionisti raccomandazioni di voto ed in generale sulla *corporate governance* della rispettiva società, per altro verso, offrono ai consigli di amministrazione servizi di consulenza su come incrementare le possibilità di ricevere raccomandazioni positive¹⁷⁴: un approccio “*one size fits all*” neutralizzerebbe così ogni rischio di conflitto d’interessi¹⁷⁵.

¹⁷³ V. C. M. NATHAN, *Proxy Advisory Business: Apotheosis or Apogee?*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation* (<http://corpgov.law.harvard.edu>), 23 marzo 2011, ove sono evidenziati con tono critico gli automatismi con cui i *proxy advisor* formulano le proprie raccomandazioni. Al contempo, l’Autore segnala come (solo nel 2009) ISS abbia formulato raccomandazioni di voto per più di 37,000 società in tutto il mondo, Glass Lewis per 16,000: lo svolgimento delle rispettive prerogative nel rispetto delle peculiarità delle singole imprese, si sottolinea, assumerebbe quindi i connotati di una impresa «erculea».

¹⁷⁴ Il rischio di conflitto d’interessi è approfonditamente trattato in P. ROSE, *The Corporate Governance Industry*, cit., pp. 906 ss.; ; H. FLEISCHER, *Proxy Advisors in Europe: Reform Proposals and Regulatory Strategies*, cit., p. 14; C. DIAMOND-I. YEVMENENKO, *Who is Overseeing the Proxy Advisors?*, in *Bloomberg Corp. L. J.*, 3, 2008, pp. 606 ss.; T. BELINFANTI, *The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control*, in *Stan. J. L. Bus. & Fin.*, 14, 2009, pp. 384 ss. Peraltro, occorre rilevare come alla data odierna sia ancora in esame l’opportunità di intervenire a livello regolatorio per il contenimento di simili conflitti d’interessi. In particolare, il tema è affrontato nella recente “Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l’impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda taluni elementi della relazione sul governo societario” (il cui testo è reperibile sul sito <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014PC0213&from=IT>), il cui articolo 3-*decies* impone adeguati obblighi informativi in capo ai consulenti in materia di voto.

¹⁷⁵ Così anche J. GORDON, “*Say on Pay*”: *Cautionary Notes on the U.K. Experience and the Case for Shareholder Opt-In*, cit., p. 353 («*The very effort to avoid criticism over its multiple roles may lead a multi-service proxy advisor towards “one size fits all” rather than firm-specific compensation tailoring*»). L’Autore peraltro osserva come il rischio di conflitto d’interessi che si pone con riguardo a tali soggetti non è affatto dissimile da quello che ha quali protagonisti altri *gatekeeper* e precisamente le società di revisione, la cui indipendenza è stata pregiudicata in passato dalla prestazione ai propri clienti di servizi ancillari a quello di revisione contabile e maggiormente remunerativi rispetto ad esso. Sul punto, si veda S. CHOI, *A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries*,

Ancora una volta, utili indicazioni provengono dalle esperienze di voto nel Regno Unito e negli Stati Uniti, ove si è riscontrato un incremento nel ricorso ai *proxy advisor* all'indomani dell'entrata in vigore delle rispettive normative in materia di *Say on Pay*¹⁷⁶. La quasi totalità delle evidenze empiriche dedicate al tema, inoltre, hanno confermato come i *proxy advisor* esercitino un'influenza talvolta determinante sugli esiti finali delle votazioni assembleari¹⁷⁷.

Cionondimeno, pare potersi convenire con quanti in dottrina non giudicano negativamente il rafforzamento del ruolo dei *proxy advisor*.

Come si è visto, la funzione di queste società di consulenza è infatti quella di fornire un utile supporto agli investitori istituzionali,

in BERKELEY BUS. L. J., 1, 2004, p. 51; J. COFFEE, *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, cit., pp. 322 – 325.

¹⁷⁶ V. S. DAVIS, *Does “Say on Pay” Work? Lessons on Making CEO Compensation Accountable*, cit., p.13, ove si evidenzia come le due società di consulenza più influenti nel Regno Unito abbiano dichiarato un aumento esponenziale di richieste di incontri da parte degli organi di gestione delle singole società.

¹⁷⁷ Con riferimento agli Stati Uniti, v. D. KATZ, “*Say-on-pay*” in the 2012 *Proxy Season*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation* (<http://corpgov.law.harvard.edu>), 21 agosto 2012, ove (relativamente alla stagione assembleare del 2012) si mostra che nel 21% dei casi in cui le società hanno ricevuto una raccomandazione negativa di ISS si è poi addivenuti ad un voto finale di eguale segno: dato che acquista rilevanza ove si consideri che nel medesimo anno l'espressione di un voto negativo è intervenuto solo nel 2.7% delle società. Inoltre, sempre con riferimento al 2012, anche ove le società avevano ricevuto un voto favorevole pur in presenza di una raccomandazione negativa di ISS, la percentuale di approvazione assembleare diminuiva sensibilmente: uno studio ha infatti rilevato come in presenza di una raccomandazione di segno negativo di ISS non si superi (in media) il 65% dei voti favorevoli, a fronte di una media di approvazione pari al 95% della compagine sociale in presenza di una raccomandazione positiva; v. J.D. ENGLAND, *Say-on-pay Soul Searching Required at Proxy Advisory Firms*, 20 giugno 2012, disponibile all'indirizzo http://paygovernance.com/Includes/pdf/SOP_Soul_Searching.pdf. Risultati simili sono rinvenibili in Y. ERTIMUR – F. FERRI – D. OESCH, *Shareholder Votes and Proxy Advisors: Evidence from Say on Pay*, in *J. Account. Res.*, 51, 2013, pp. 951 ss.; D. LARCKER – A. MCCALL – G. ORMAZABAL, *Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms*, in *J. Law Econ.*, 58, 2015, pp. 173 ss. *Contra*, v. S. CHOI – J. FISCH – M. KAHAN, *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*, in *Emory Law J.*, 59, 2010, pp. 869 ss., ove si forniscono dati che inducono gli Autori a dichiarare «sopravalutato» il ruolo dei *proxy advisor*, stante che essi sarebbero in grado di muovere solo il 6-10% dei voti complessivi.

affinché vi sia un adeguato coordinamento tra di essi nell'esercizio dei rispettivi diritti di voto nella singola società. Attraverso la formulazione e la costante rielaborazione delle proprie *best practices*, i *proxy advisor* incentivano l'attivismo assembleare (riducendo i costi di acquisizione delle informazioni connessi all'esercizio del voto) e consentono agli investitori di adempiere i doveri fiduciari cui essi sono tenuti nei confronti dei propri clienti. In mancanza di una simile funzione di coordinamento, ciascuno degli investitori istituzionali dovrebbe sostenere per intero il costo di raccolta delle informazioni necessario per l'esercizio di un voto consapevole, conducendo così al più volte citato problema di "azione collettiva" e alla "separazione tra proprietà e controllo"¹⁷⁸.

Peraltro, non è detto che il rafforzamento dei *proxy advisor* sia inconciliabile con gli obiettivi perseguiti dalla legislazione in materia di *Say on Pay*. Considerato che l'idea di una "voce degli azionisti" nella sua pura forma può rivelarsi forse illusoria, lo scopo di un voto sulla (politica di) remunerazione degli amministratori, si è detto più volte, è di allineare la retribuzione dei *manager* con le *performance* della società: se tale risultato è raggiunto per mezzo dei soci o per mezzo dei *proxy advisor* è una questione che può reputarsi irrilevante¹⁷⁹.

In tal senso, si consideri che, per un verso, uno dei principali fattori che orienta i consulenti nella formulazione delle raccomandazioni è proprio rappresentato dalla "sensibilità" alla *performance* dei compensi; per altro verso, recenti studi hanno rivelato come, generalmente, il timore di un voto negativo causato

¹⁷⁸ Cfr. R. C. CLARK, *Corporate Law*, cit., pp. 390-400, e, più in generale, v. *supra* §4.

¹⁷⁹ Le recenti evidenze empiriche dimostrano che tale risultato è stato concretamente raggiunto negli ordinamenti in cui è stato introdotto il *Say on Pay*, v. *supra* nota 162 e testo corrispondente.

da(la minaccia di) una raccomandazione dei *proxy advisor* di eguale segno (e giustificata dai criteri anzidetti) hanno indotto gli organi di gestione ad interagire con i principali investitori (c.d. “*shareholder engagement*”) e ad apportare le dovute modifiche alle politiche di remunerazione *prima* della data dell’assemblea¹⁸⁰.

Il problema, semmai, non è il maggior potere dei consulenti in materia di voto ma l’approccio “*one size fits all*” che essi tendono a sviluppare. Tuttavia, la prassi ha dimostrato come i *proxy advisor*, privi di competenza in materia di retribuzione prima che la relativa legislazione entrasse in vigore, hanno oramai sviluppato le conoscenze necessarie per elaborare sofisticate analisi¹⁸¹; tutto ciò anche in risposta alle sollecitazioni degli investitori che si aspettavano una più rigorosa indagine su come una politica retributiva potesse essere correlata alla *performance* aziendale¹⁸².

¹⁸⁰ In tal senso, v. Y. ERTIMUR – F. FERRI – D. OESCH, *Shareholder Votes and Proxy Advisors: Evidence from Say on Pay*, cit., p. 951 («*More than half of the firms respond to the adverse shareholder vote triggered by a negative recommendation by engaging with investors and making changes to their compensation plans*»); D. LARCKER – A. MCCALL – G. ORMAZABAL, *Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms*, cit., p. 173 («*a substantial number of firms change their compensation programs in the time period before the formal shareholder vote in a manner consistent with the features known to be favoured by proxy advisory firms in an effort to avoid a negative voting recommendation*»).

¹⁸¹ S. DAVIS, *Does “Say on Pay” Work? Lessons on Making CEO Compensation Accountable*, cit., pp. 25-26.

¹⁸² *Ibidem*. V. anche Y. ERTIMUR – F. FERRI – D. OESCH, *Shareholder Votes and Proxy Advisors: Evidence from Say on Pay*, cit., p. 951 («*Proxy advisors [...] do not appear to follow a “one size fits all” approach*»).

CAPITOLO III

Il Say on Pay nell'ordinamento italiano

SOMMARIO: 13. Introduzione – 14. Il quadro normativo di riferimento prima del d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259 – 14.1. Il riparto di competenze nell'ordinamento italiano: l'art. 2389 c.c. – 14.2. I piani di compensi basati su strumenti finanziari e la relativa approvazione assembleare: l'art. 114 *bis* T.U.F. – 14.3. Le istanze di tutela degli azionisti nelle raccomandazioni del Codice di Autodisciplina – 14.4. Il Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate e la retribuzione degli amministratori – 14.5. Gli interventi normativi in materia di *disclosure* – 15. Il *Say on Pay* nell'ordinamento italiano – 16. Le basi giuridiche di un processo decisionale informato: la relazione sulla remunerazione – 17. L'ambito soggettivo di operatività e il carattere imperativo della disciplina – 18. La frequenza del voto – 19. L'oggetto della valutazione assembleare: la politica di remunerazione e la procedura per la relativa adozione ed attuazione – 19.1. La definizione della politica di remunerazione: l'art. 6 del Codice di Autodisciplina – 19.2. La procedura interna di adozione della politica tra fonte legislativa e autoregolamentazione – 20. L'efficacia giuridica della delibera assembleare consultiva – 21. Tutela risarcitoria e tutela reale. – 21.1. I rimedi esperibili in caso di mancato adeguamento dell'organo amministrativo agli esiti del voto assembleare – 21.2 I rimedi esperibili in caso di adeguamento dell'organo amministrativo agli esiti del voto assembleare – 21.3 I rimedi esperibili in caso di omissione della relazione sulla remunerazione o di una (valida) delibera assembleare – 22. Le peculiari versioni del *Say on Pay* negli istituti finanziari e nelle società controllate dalle pubbliche amministrazioni. Cenni

13. **Premessa**

La remunerazione degli amministratori, si è visto, si pone come soluzione al problema di “agenzia” e, al contempo, come fonte di ulteriori abusi: per un verso, gli incentivi prodotti da un compenso adeguatamente strutturato operano quale rimedio allo strutturale conflitto d'interessi tra soci e amministratori; per altro verso, ove l'organo deputato a stabilire i compensi sia individuato dalla legge nel consiglio di amministrazione, vi è il rischio di un ulteriore conflitto d'interessi, ben potendo tale organo decidere la corresponsione della (propria) remunerazione in misura “irragionevole”.

Nei capitoli che precedono è emerso come i legislatori nazionali e sovranazionali siano intervenuti al fine di garantire che le retribuzioni degli amministratori siano frutto di una negoziazione bilanciata ed equilibrata tra organi sociali e non già di una contrattazione celebrata in piena autoreferenzialità in seno al consiglio: a tal fine, si è spinto per il rafforzamento del ruolo assembleare nell'*iter* di fissazione dei compensi, nel senso di riconoscere ai soci un voto sulla (politica di) remunerazione degli amministratori.

Dopo aver quindi delineato una panoramica delle legislazioni straniere in materia, l'oggetto d'indagine viene ora circoscritto al regime di *Say on Pay* introdotto nell'ordinamento italiano a mezzo del d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 249, analizzandone il concreto funzionamento e inquadrandolo nella tradizionale ripartizione dei poteri tra organi sociali per le decisioni in merito.

Più precisamente, il presente capitolo si propone di ricostruire l'evoluzione storica dell'ordinamento italiano in materia di remunerazione degli amministratori, così da chiarire il contesto legislativo, regolamentare e autodisciplinare all'interno del quale è stato poi introdotto il voto assembleare *ex art. 123 ter* T.U.F. (§14 - §14.5). Una volta chiarito il quadro normativo di riferimento, si procederà ad esaminare nel dettaglio il regime di *Say on Pay* vigente nell'ordinamento interno (§15 - §22).

14. Il quadro normativo di riferimento prima del d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259

L'approvazione del d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259, rappresenta solo l'ultimo di una serie di provvedimenti che hanno interessato la

remunerazione degli amministratori (specialmente esecutivi) di società quotate nel recente passato.

Come esposto nel capitolo che precede, il crescente rilievo assunto dall'argomento negli ultimi anni, anche a causa della crisi finanziaria internazionale, ha indotto le istituzioni dell'Unione Europea a intervenire sul tema delle remunerazioni. Dagli studi dell'*High Level Group of Company Law Expert* hanno così visto la luce la Raccomandazione 2004/913/CE (volta a promuovere un regime adeguato di remunerazione, sollecitando il riconoscimento all'assemblea di un voto vincolante o consultivo in merito), la Raccomandazione 2005/162/CE (focalizzata sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi e contenente indicazioni su composizione, ruolo e funzionamento del comitato per la remunerazione) e la Raccomandazione 2009/385/CE (di integrazione delle Raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE e con la quale sono stati dettati alcuni specifici criteri per la pianificazione della struttura del compenso).

Si tratta di interventi che, mediante il loro (sia pure facoltativo) recepimento, hanno inciso sul diritto societario nazionale con provvedimenti con diverso grado di cogenza, in tema sia di *governance* che di trasparenza: di questi, appunto, il d.lgs. 30 novembre 2010, n. 259, costituisce solo l'ultimo tassello del mosaico.

Preliminarmente ad un'analitica disamina della disciplina nazionale del *Say on Pay*, pertanto, occorre dar conto della evoluzione vissuta dal nostro ordinamento sulla spinta della *soft law* dell'Unione Europea, così da fornire il quadro normativo, regolamentare e autodisciplinare al cui interno si inserisce il voto assembleare *ex art. 123-ter* T.U.F.

14.1. Il riparto di competenze nell'ordinamento italiano: l'art. 2389 c.c.

Ciascun intervento normativo che abbia interessato la remunerazione degli amministratori, compreso il d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259, si è innestato nel quadro sistematico previsto dagli artt. 2364, n. 3, e 2389 c.c., ove viene delineato il modo in cui è distribuita la competenza tra organi sociali per le decisioni in merito.

Stabilire quale organo sociale sia competente per la fissazione dei compensi degli amministratori pone il legislatore dinanzi ad un dilemma di non facile soluzione.

Per un verso, la retribuzione è parte integrante del sistema di organizzazione della società nonché elemento cruciale per il conseguimento degli obiettivi di gestione: la remunerazione rappresenta lo strumento attraverso cui gli amministratori sono premiati per le passate *performance* di successo e sono al contempo incentivati per le *performance* future; essa deve risultare compatibile con le strategie di lungo periodo della società ma anche efficiente sotto il profilo fiscale. Conseguentemente, l'organo d'elezione per la determinazione dei compensi sembrerebbe dover essere proprio il consiglio di amministrazione, ossia l'organo deputato ad approvare i piani industriali e valutare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo della società¹⁸³.

¹⁸³ Una autorevole difesa delle ragioni che militano a favore di una competenza consiliare nella determinazione del compenso degli amministratori è rinvenibile in J. GORDON, "Say on Pay": *Cautionary Notes on the U.K. Experience and the Case for Shareholder Opt-In*, in *Harv. J. on Legis.*, 46, 2009, pp. 329 ss., ove l'Autore si propone appunto di rispondere al quesito "why leave it to the board?". Nella letteratura italiana, v. A. MIGNOLI, *Le "partecipazioni agli utili" nelle società di capitali*, Milano, 1966, p. 118, ove l'Autore, con riferimento agli amministratori esecutivi, sottolinea come l'organo delegante (il consiglio di amministrazione) sia il più adatto a valutare l'ampiezza e la difficoltà del compito inerente alla delega e la responsabilità conseguente e, in ultima analisi, a determinare il livello di retribuzione adatto.

Per altro verso, una competenza esclusiva del *plenum* consiliare esporrebbe al rischio di un'autoliquidazione del compenso da parte degli amministratori in condizioni di palese conflitto: giudici in causa propria, essi potrebbero corrisponderci una retribuzione "eccessiva" in quanto non giustificata dai risultati concretamente conseguiti. La risposta regolatoria più efficace a fronte di un simile pericolo parrebbe allora l'attribuzione della competenza in capo all'organo assembleare¹⁸⁴.

In ragione della tensione tra questi due poli estremi, il legislatore italiano ha optato per una soluzione di compromesso: l'art. 2389 c.c., applicabile a qualsiasi società per azioni, ripartisce la competenza a deliberare sui compensi tra assemblea e consiglio di amministrazione in relazione ai destinatari della remunerazione, ossia, rispettivamente, a seconda che si tratti di compensi spettanti ad amministratori privi o muniti di "cariche particolari in conformità dello statuto"¹⁸⁵.

L'assemblea ordinaria è titolare di una competenza generale, atteso che essa delibera sulla retribuzione spettante a tutti i membri del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo¹⁸⁶. Tale

¹⁸⁴ In tal senso v. M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 2011, p. 708 e, più in generale, quanto esposto *supra* §12.1.

¹⁸⁵ Per un ampio commento di tale articolo si v. M. FRANZONI, *Della società per azioni. Disposizioni generali degli amministratori. Artt. 2380-2396*, in *Comm. Scialoja-Branca*, tomo III, vol. I, Bologna-Roma, 2008, pp. 331 ss.; A. L. BONAFINI, *Articolo 2389*, in P. MARCHETTI – L. BIANCHI – F. GHEZZI – M. NOTARI (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, 2005, Milano, pp. 343 ss.; P. RAINELLI, *Articolo 2389*, in G. COTTINO – O. CAGNASSO (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, pp. 736 ss.; G. D. MOSCO, *Articolo 2389*, in G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, pp. 634 ss.. Per una trattazione dell'argomento antecedentemente alla riforma del diritto societario, cfr. V. CASELLI, *La determinazione del compenso*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 2004, pp. 49 ss.

¹⁸⁶ Legittimato al voto deve ritenersi anche il socio – amministratore. In questa ipotesi, la giurisprudenza ravvisa il presupposto del danno *ex art.* 2373 c.c.

prescrizione deve essere correlata con l'art. 2364, n. 3), c.c., il cui disposto prevede che, nelle società prive del consiglio di sorveglianza, l'assemblea ordinaria determina la remunerazione degli amministratori «se non è stabilita nell'atto costitutivo»; si prefigura così una netta alternatività tra statuto ed assemblea come sede in cui i soci possono esercitare il proprio potere¹⁸⁷.

Alla competenza generale di cui al 1° comma si affianca una competenza speciale, stabilita dal 3° comma, per la determinazione della remunerazione degli “amministratori investiti di particolari cariche in conformità dello statuto”: questa parte della disposizione afferma infatti la potestà decisionale del consiglio di amministrazione, sentito il parere del collegio sindacale.

nei soli casi di delibera assembleare che abbia fissato una remunerazione “irragionevole”, ossia sproporzionata rispetto all'attività effettivamente prestata dagli amministratori (ma, sul concetto di “irragionevolezza”, v. *infra* note 306-314 e testo corrispondente): Cass. 21 marzo 2000, n. 3312, in *Nuova giur. civ. commentata*, 2001, I, 428 con nota di E. PROSPERETTI, *Sulla nomina a tempo indeterminato di amministratori nel tipo s.r.l.*; App. Milano 8 novembre 1996, in *Società*, 1997, 547, con nota di B. IANNIELLO, *Competenza in ordine alle controversie sui compensi dell'amministratore unico*; App. Milano 12 aprile 1994, in *Società*, 1994, 1209; App. Milano 29 marzo 1991, in *Giur. it.*, 1991, I, 2, 793; Trib. Milano 6 febbraio 1992, in *Giur. comm.*, 1993, II, 416; *contra*, isolato, Trib. Milano, 20 marzo 1980, in *Giur. comm.*, 1980, II, 396 con nota di P.G. JAEGER, *Determinazione del compenso degli amministratori e conflitto d'interessi*. In dottrina, v. *ex multis* M. FRANZONI, *Della società per azioni. Disposizioni generali degli amministratori*, cit., p. 341; D.U. SANTOSUOSSO, *Il principio di ragionevolezza nella disciplina della remunerazione degli amministratori*, in *Liber Amicorum G. F. Campobasso*, II, Torino, 2006, pp. 361 e ss.

¹⁸⁷ In particolare, è stato precisato dalla Suprema Corte che «se il compenso degli amministratori di una società per azioni è stabilito dallo statuto, l'assemblea ordinaria non ha la competenza per modificarlo o integrarlo, quand'anche esso consista in una partecipazione agli utili ed abbia quindi natura aleatoria»; v. Cass. 7 aprile 2006, n. 8230, in *Foro it.*, 2007, I, 204 e in *Società*, 2007, 698, con nota di M. CUPIDO, *Determinazione del compenso degli amministratori: prevalenza delle disposizioni statutarie sulle delibere dell'assemblea ordinaria* (nel caso di specie la Corte ha espresso la seguente massima: «è invalida la deliberazione con la quale l'assemblea ordinaria di una società di capitali, il cui statuto stabilisca il compenso dell'amministratore unico in una determinata percentuale degli utili, gli attribuisca un ulteriore compenso»; v. anche Trib. Roma, 11 marzo 2005, in *Foro it.*, 2006, I, 293.

La corretta identificazione degli amministratori “investiti particolari cariche” diviene allora determinante per tracciare la linea di demarcazione tra competenza assembleare e competenza consiliare. Come tradizionalmente osservato dalla dottrina, devono senz’altro escludersi dall’ambito di applicazione del comma terzo e, conseguentemente, dalla competenza consiliare: i componenti del comitato esecutivo in quanto tali (giacché costoro sono già espressamente menzionati nel 1° co. fra gli amministratori il cui compenso è fissato dall’assemblea)¹⁸⁸, l’amministratore unico (atteso che la norma presuppone l’esistenza di un organo collegiale)¹⁸⁹, gli amministratori che abbiano avuto dalla società incarichi professionali paralleli al rapporto di gestione ma diversi da quest’ultimo¹⁹⁰, gli amministratori cui siano stati attribuiti sì “particolari incarichi” ma in virtù di una “delega atipica”, ossia di una ripartizione interna di competenze in seno al consiglio non prevista dallo statuto o autorizzata dall’assemblea¹⁹¹.

¹⁸⁸ Si tratta dell’opinione ormai prevalente in dottrina: v. *ex multis* M. FRANZONI, *Della società per azioni. Disposizioni generali degli amministratori*, cit., 345. *Contra*, v. G. D. MOSCO, *Articolo 2389*, cit., p. 637, il quale chiarisce che il significato dell’art. 2389, 1° co., c.c., rispetto alla previgente formulazione, è da intendersi nel senso che ove i componenti del comitato esecutivi sono nominati con deliberazione del consiglio di amministrazione, a quest’organo spetta pure la competenza a determinare il compenso «all’atto stesso della nomina».

¹⁸⁹ V. M. FRANZONI, *Della società per azioni. Disposizioni generali degli amministratori*, cit., 345.

¹⁹⁰ In giurisprudenza si vedano, pur con posizioni difformi, Cass. 23 agosto 2000, n. 11023, in *Soc.*, 2001, 423; Trib. Milano 5 novembre 2001, in *Giur. it.*, 2002, 1443.

¹⁹¹ L’articolo è infatti chiaro nel limitare il proprio ambito di applicazione alle particolari cariche previste nello statuto sociale. Così V. CASELLI, *op. cit.*, p. 51; F. BONELLI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1985, p. 140; G. POSITANO, *op. cit.*, p. 454.

Viceversa, rientra nella competenza del consiglio di amministrazione la fissazione del compenso del presidente¹⁹² e degli amministratori che siano stati delegati in forza di clausola statutaria¹⁹³.

La netta divisione di competenze tra assemblea e consiglio di amministrazione ora riportata è stata oggetto di critica, financo definita “ingiustificata e pericolosa”, stante che, in virtù di essa, la determinazione delle retribuzioni spettanti a quegli amministratori che di norma percepiscono i compensi più elevati, viene del tutto sottratta all’assemblea, demandando il controllo al solo collegio sindacale¹⁹⁴. Le ragioni che militano per l’una o l’altra opzione regolatoria sono state già illustrate: in questa sede, si può aggiungere che la *ratio* di tale norma è ragionevolmente da ravvisare nella volontà del legislatore di ricondurre all’organo incaricato di attribuire la delega, di scegliere il delegato e di identificare i compiti che dovrà svolgere,

¹⁹² Così in giurisprudenza Trib. Torino 3 marzo 1987, in *Soc.*, 1987, p. 726, con nota di A. SALA, *Compensi degli amministratori con particolari cariche*; Trib. Modena 21 maggio 1957, in *Banca borsa tit. cred.*, 1957, II, 302; in dottrina *ex multis* G. FRÈ, *Società per azioni*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1982, p. 487, che estende la stessa soluzione al vicepresidente del consiglio.

¹⁹³ Così V. CASELLI, *op. cit.*, p. 51; G. POSITANO, *op. cit.*, p. 454. Si ritiene che sia fuori dalla competenza del consiglio la determinazione del compenso degli amministratori cui la delega risulti attribuita direttamente dall’assemblea, al di fuori di ogni previsione statutaria; si ritiene infatti, sulla base dei principi generali ricavabili dalla disciplina del mandato, che il potere di determinare il compenso sia in questi casi riservato all’organo che ha conferito l’incarico. In tal senso A. MIGNOLI, *op. cit.*, p. 115; G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, cit., pp. 445 ss.; in giurisprudenza Trib. Milano 17 settembre 1987, in *Giur. comm.*, 1987, II, 797. *Contra* F. FERRARA JR. – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2011, p. 554.

¹⁹⁴ Così, A. BARTALENA, *Note in tema di compenso degli amministratori delegati*, in *Giur. comm.*, 1988, I, p. 213; nello stesso senso cfr. G. MINERVINI, *op. cit.*, p. 447; V. F. FERRARA JR. – F. CORSI, *op. cit.*, p. 553; P. RAINELLI, *Articolo 2389*, cit., p. 742; A. L. BONAFINI, *Articolo 2389*, cit., p. 354. Peraltro, è pacifico in dottrina che il parere del collegio sindacale, benché obbligatorio, non possa essere in alcun caso ritenuto vincolante, in tal senso G. MINERVINI, *Le funzioni del collegio sindacale. Questioni vecchie, questioni nuove*, in *Soc.*, 2000, p. 650.

anche il potere di stabilire il compenso per lo svolgimento dell'attività delegata¹⁹⁵.

Peraltro, la riforma del 2003 è intervenuta al fine di temperare e rendere maggiormente adattabile il modello legale: recependo una diffusa prassi del passato¹⁹⁶, l'art. 2389, 3° co., seconda parte, c.c. oggi prevede che un'apposita clausola statutaria possa legittimare l'assemblea ordinaria a indicare un importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori, inclusi quelli investiti di particolari cariche, limitando così il potere del consiglio di amministrazione il quale, nell'esercizio della competenza speciale ad esso attribuito dalla legge, dovrà necessariamente rispettare il tetto massimo fissato dall'assemblea¹⁹⁷.

Da una lettura coordinata delle disposizioni citate emerge come il legislatore abbia preferito non disciplinare in via imperativa la competenza della remunerazione ma, nell'ottica di lasciare spazio all'autonomia privata, abbia demandato la scelta ai soci in sede statutaria. Lo spettro di opzioni rimesse all'autonomia statutaria in

¹⁹⁵ Per l'indicazione di varie ragioni che giustificano l'attribuzione al *plenum* consiliare della competenza in parola v. A. MIGNOLI, *op. cit.*, pp. 118 ss. e in particolare p. 119 ove si osserva «[...] il nostro ordinamento parte evidentemente dal presupposto che quando l'atto costitutivo prevede delle cariche, queste corrispondano ad esigenze costituzionali dell'impresa, cosicché la fissazione del compenso deve avvenire non già mediante una valutazione *lato sensu* "politica", quale quella che può esprimere l'assemblea, bensì mediante una valutazione eminentemente "tecnica", quale solo il consiglio è in grado di formulare [...]»; L. SALVATO, in *Società*, 2002, p. 734, nonché *supra*, nota 184 e testo corrispondente.

¹⁹⁶ In tal senso, cfr. App. Milano, 5 gennaio 1996, in *Giur. it.*, 1996, I, 2, 739, che ha reputato legittima una «delibera assembleare che stabilisca un compenso cumulativo per gli amministratori, rimettendo a questi ultimi la ripartizione di quel totale importo».

¹⁹⁷ Si ritiene che non sia necessario il preventivo parere del collegio sindacale allorché il consiglio di amministrazione fissi i compensi all'interno del limite massimo indicato dall'assemblea. Ciò sia in ragione dell'autonomia tra le due parti del 3° comma, sia per motivi di cautela legati alla misura dei compensi in concreto stabili. Così cfr. G. D. MOSCO, *Articolo 2389*, cit., p. 639; *contra*, G. POSITANO, *op.cit.*, p. 454.

tema di compensi appare infatti decisamente ampio: l'art. 2389 c.c. è suscettibile di condurre in due direzioni tra loro antitetiche.

Si può ipotizzare un primo scenario in cui lo statuto non legittimi l'indicazione di un *plafond* globale da parte dell'assemblea ovvero in cui l'assemblea, pur godendo di una simile facoltà, non la eserciti: in questo caso il consiglio di amministrazione resta il solo a decidere il compenso degli amministratori "investiti di particolari cariche", sia pure previo parere del collegio sindacale.

Può parimenti ipotizzarsi un secondo scenario, in cui l'assemblea si avvalga della facoltà prevista dallo statuto e fissi un importo complessivo dei compensi: in questo caso l'assemblea acquista una posizione di "forza", potendo essa divenire l'unico soggetto di fatto competente a deliberare in materia di compensi. Come attentamente osservato in dottrina, infatti, l'art. 2389 c.c. consente di addivenire ad un assetto organizzativo in cui l'assemblea non solo ha il potere di fissare un *plafond* globale ma può di fatto inibire ogni determinazione del consiglio di amministrazione: ciò si verifica ogniquale volta l'organo assembleare contestualmente fissi un tetto massimo per i compensi dell'intero consiglio (ai sensi del terzo comma) e determini la remunerazione degli amministratori "non delegati" (ai sensi del primo comma) in modo tale da spogliare il consiglio di amministrazione della residua competenza di attribuire ulteriori compensi¹⁹⁸.

¹⁹⁸ Ad esempio, se in presenza di un consiglio di amministrazione di dieci componenti (inclusi un presidente e un amministratore delegato), l'assemblea ordinaria stabilisse un tetto massimo di 1000 (ai sensi del 3° co.) ed al contempo il compenso di 100 per ciascuno degli otto amministratori "non delegati" (ai sensi del 1° co.), in sostanza si sortirebbe l'effetto di limitare ogni decisione del consiglio che, nel determinare il compenso del presidente e dell'amministratore delegato godrà di un *budget* di massimo 200. Così S. CAPPIELLO – U. MORERA, *Del merito e delle ricompense dei vertici dell'impresa bancaria*, in *AGE*, 2, 2007, p. 412; S. BRUNO – F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 1271, ove si

Ciò detto sul sistema di *governance* tradizionale, l'art. 2389 c.c. trova applicazione diretta per i componenti del consiglio di amministrazione nell'ipotesi in cui sia adottato il sistema monistico, stante il rinvio operato dall'art. 2409-*noviesdecies* c.c.

Laddove invece sia accordata preferenza al modello dualistico, l'art. 2409-*terdecies*, lett. *a*), c.c. non richiama l'art. 2389 c.c. ma attribuisce al consiglio di sorveglianza il potere di fissare il compenso dei membri del consiglio di gestione, «salvo che la relativa competenza sia attribuita dallo statuto all'assemblea». Ne discende che anche in presenza del sistema dualistico può delinarsi un duplice scenario, declinabile nell'alternatività tra competenza del consiglio di sorveglianza (regola residuale) e dell'assemblea; la differenza cruciale rispetto a quanto sopra prospettato per il sistema tradizionale (e monistico), tuttavia, risiede nella circostanza che le alternative organizzative (competenza del consiglio di sorveglianza o dell'assemblea) soddisfano entrambe a pieno l'istanza di tutela degli azionisti, estromettendo in ogni caso l'organo gestorio da qualunque decisione concernente i compensi dei suoi membri e scongiurando così ogni autoreferenzialità nel relativo *iter* di determinazione¹⁹⁹.

14.2. I piani di compensi basati su strumenti finanziari e la relativa approvazione assembleare: l'art. 114-*bis* T.U.F.

In Italia il fenomeno di piani di incentivazione azionaria si è inizialmente diffuso nella pratica delle società (soprattutto quotate) in assenza di una specifica disciplina normativa. Con la riforma del

sottolinea la natura sostanzialmente dispositiva della norma che prevede la competenza consiliare.

¹⁹⁹ Sulla competenza alla determinazione della retribuzione degli amministratori nel sistema monistico e dualistico, v. S. CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori*, cit., pp. 180 ss.

diritto societario, il legislatore ha però preso atto di questa prassi, confermandone la legittimità attraverso l'introduzione di una disposizione di carattere generale (art. 2389, 2° co., c.c.), ove si prevede che i compensi degli amministratori possono essere costituiti, anziché da un emolumento in denaro di importo fisso, dall'attribuzione del diritto di sottoscrivere ad un prezzo predeterminato azioni di futura emissione²⁰⁰. La disposizione, peraltro, si presenta alquanto scarna, limitandosi essa a riconoscere la liceità dell'attribuzione di *stock options* a titolo di compenso, senza dettare una specifica disciplina del procedimento di realizzazione del piano e del relativo regime informativo.

La dottrina aveva segnalato la necessità di disposizioni precise e dettagliate in relazione alle informazioni da dare al pubblico in materia di piani di compenso basati su strumenti finanziari²⁰¹. Dal canto suo, la Commissione Europea (recependo le conclusioni dell'*High Level Group of Company Law Expert*) aveva sollecitato una maggiore trasparenza dei piani di incentivazione basati su azioni,

²⁰⁰ Si ritiene che la norma abbia carattere meramente esemplificativo, nel senso che la società ben potrebbe attuare un piano di *stock option* attraverso modalità diverse dalla sottoscrizione di azioni ad un prezzo predeterminato e potrebbe altresì fare ricorso ad altre forme di remunerazione variabile non espressamente contemplate, consistenti ad esempio nella concessione di opzioni per il futuro acquisto di azioni proprie della società o di sue controllate; cfr. A. ZANARDO, *I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione dell'ordinamento italiano*, cit., p. 750.

²⁰¹ Si è sottolineato, infatti, che pur costituendo i piani un efficace strumento per l'allineamento degli interessi degli amministratori e dei soci, i meccanismi di realizzazione degli stessi possono configurare «potenziali mezzi con cui i *top manager* assumono comportamenti non appropriati» e «possono costituire incentivo per gli stessi *manager* a effettuare politiche gestionali non favorevoli alla generalità degli azionisti ovvero, addirittura, abusi di tipo contabile e di mercato», così CONSOB, *Documento di consultazione sulla disciplina attuativa dell'articolo 114-bis del TUF introdotta dalla legge n. 262/2005 su informazione al mercato in materia di attribuzione ai piani di compensi basati su strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori*, 23 febbraio 2007, p. 6, disponibile sul sito *internet* della Commissione (www.consob.it). Per un'analisi dei costi e dei benefici connessi ai piani di incentivazione azionaria e, in generale, alla retribuzione v. *supra* §6-§7.

proponendo che essi fossero sottoposti ad approvazione vincolante e preliminare dei soci e successivamente resi pubblici mediante una dettagliata relazione (art. 6, Raccomandazione 2004/913/CE)²⁰².

Sulla spinta della *soft law* dell'Unione Europea, l'art. 16 della legge 28 dicembre 2005, n. 262 (recante "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari"), così come successivamente modificata dal d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303, ha introdotto *ex novo* l'art. 114-*bis* del T.U.F.

Il dettato normativo, relativamente alle sole società quotate e a quelle emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico, prescrive che «i piani di compensi basati su strumenti finanziari a favore di componenti del consiglio di amministrazione [...] sono approvati dall'assemblea ordinaria dei soci», e ciò quand'anche essi siano destinati ai consiglieri di amministrazione di altre società controllanti e controllate. Oggetto della disposizione sono i piani di compensi, ossia i documenti normalmente elaborati dal consiglio di amministrazione nel quale vengono indicate, usualmente su base pluriennale, le diverse componenti della remunerazione degli amministratori e in particolare dei delegati²⁰³.

Invero, prima che intervenisse la legge sulla tutela del risparmio, il diritto comune riconosceva (e riconosce tuttora) all'assemblea talune limitate prerogative nel procedimento di attribuzione di *stock option* e *restricted stock*. Le modalità tecniche attraverso le quali si possono realizzare i piani di compensi sono infatti quelle dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione e quella dell'acquisto

²⁰² *Amplius supra* §9.2, ove anche una trattazione del quadro normativo dell'Unione in materia di remunerazione degli amministratori.

²⁰³ Così, P. MONTALENTI – S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, Torino, 2010, p. 116.

di azioni proprie finalizzato all'attribuzione delle stesse ai beneficiari del piano²⁰⁴.

L'assemblea, pertanto, era (ed è) già chiamata ad intervenire per esprimersi sull'aumento di capitale strumentale al piano di compenso (art. 2441, 5° e 6° co., c.c.), per autorizzare gli amministratori a disporre delle azioni proprie detenute nel portafoglio della società (art. 2357-ter c.c.) e in generale per determinare il compenso degli amministratori "non delegati" e dei membri del comitato esecutivo (art. 2389, 1° co, c.c.). Inoltre, laddove l'amministratore beneficiario della remunerazione sia legato alla società anche da un rapporto di lavoro dipendente, l'assemblea era (ed è) altresì competente a deliberare l'aumento di capitale *ex art.* 2441, 8° co., c.c. nonché a deliberare l'assegnazione gratuita di azioni a favore dei dipendenti (art. 2349 c.c.)²⁰⁵.

Come si evince, quindi, già prima del 2005 si rendeva sovente necessario il ricorso ad una delibera assembleare per l'attuazione di un piano di incentivazione azionario. Cionondimeno, autorizzare singoli momenti di attuazione di un piano di compensi basato su strumenti

²⁰⁴ Così anche V. SANTORO, *Articolo 16*, in A. NIGRO – V. SANTORO (a cura di), *La tutela del risparmio: commentario della legge 28 dicembre 2005, n. 262 e del d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303*, Torino, 2007, p. 299, ove peraltro si aggiunge che l'aumento di capitale (con esclusione del diritto di opzione) resta senz'altro la tecnica più diffusa in ragione del fatto che l'alternativa, rappresentata dal *buy-back*, richiede la disponibilità di fondi adeguati all'acquisto dei titoli necessari ed è in ogni caso limitata alla durata (non superiore ai diciotto mesi) per cui è concessa l'autorizzazione assembleare.

²⁰⁵ Sulla disciplina di diritto comune in materia di adozione di piani di *stock option*, v. C. ALVISI, *Informazioni al mercato in materia di attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti e collaboratori*, in F. GALGANO – F. ROVERSI MONACO (a cura di), *Le nuove regole del mercato finanziario*, Padova, 2009, pp. 296 ss; M. PRESTIPINO, *Articolo 114-bis*, in F. VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F.*, Torino, 2012, p. 1171; R. BENASSI, *Art. 2389*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, p. 751; S. CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori*, cit., pp. 158 ss.

finanziari non garantiva che gli azionisti avessero il disegno complessivo del piano stesso²⁰⁶.

L'art. 114-*bis* T.U.F., invece, ha avuto il merito di offrire all'assemblea un'informazione preventiva e completa sui contenuti di un piano di incentivazione azionaria stabilito dal consiglio di amministrazione.

La peculiarità della norma rispetto a quanto prescritto dall'art. 2389 c.c. risiede nella circostanza che, limitatamente alla forma di remunerazione costituita dai piani di compenso basati su strumenti finanziari, essa attribuisce all'assemblea la competenza a deliberare per tutti gli amministratori, inclusi quelli aventi "particolari cariche", introducendo così una deroga all'art. 2389, 3° co., prima parte, c.c.²⁰⁷.

Conseguentemente, con l'attuale disciplina l'assemblea è chiamata ad esprimersi anche nelle ipotesi che fino all'entrata in vigore della l. n. 262 del 2005, non richiedevano un intervento dei soci dell'emittente (quali l'attribuzione agli amministratori, da parte del consiglio di amministrazione, di *stock option* al cui servizio sono

²⁰⁶ Precedentemente all'introduzione dell'art. 114-*bis* T.U.F., l'informazione preventiva sui piani di compensi basati su strumenti finanziari si limitava all'informazione pre-assembleare raccomandata dalla Consob alle società quotate (Comunicazione Consob 15 febbraio 2000, n. 1508) in occasione delle deliberazioni riguardanti l'esclusione del diritto di opzione o sull'impiego di azioni proprie; in proposito v. F. ANNUNZIATA, *Art. 114-bis*, in M. FRATINI – G. GASPARRI (a cura di), *Il Testo Unico della finanza*, Torino, 2012, p. 1521.

²⁰⁷ CONSOB, *Informazione al mercato in materia di attribuzione di piani di compensi basati su strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori (art. 114-bis), esito delle consultazioni*, 4 maggio 2007, disponibile sul sito *internet* della Commissione (www.consob.it), p. 6, ove si sottolinea che l'art. 114-*bis* ha introdotto «una disciplina speciale», atteso che in virtù di essa «le determinazioni in ordine ai piani, anche ove destinati ad amministratori investiti di particolare cariche [...] sono attratte alla sovranità dell'assemblea, con norma speciale dell'art. 2389, 3° co., c.c. Tale soluzione, in linea con il principio di ordine generale *ex combinato* disposto degli articoli 2364, 1° co., n. 3, c.c. e 2389, 1° co., c.c., riconduce quindi all'organo ove si esprime la volontà dei soci la remunerazione [...] degli amministratori che, per la particolare carica rivestita (per esempio, amministratori delegati), percepiscono compensi più elevati, in società dall'azionariato particolarmente frammentato».

poste azioni di società controllate o controllanti) o che presupponevano un intervento limitato alla manifestazione dell'assenso all'aumento di capitale strumentale all'operazione (anche ove questo avvenisse mediante delega agli amministratori ex art. 2443 c.c.)²⁰⁸ o all'acquisto e alla successiva disposizione di azioni proprie²⁰⁹.

In altre parole, mentre in base alle disposizioni codicistiche sopra citate l'intervento dell'assemblea è solo "a valle", ossia nella fase di esecuzione di ogni singola operazione prevista dal piano, in base alla disposizione del T.U.F. l'intervento dell'assemblea si colloca *anche* "a monte", tramite l'approvazione preventiva delle operazioni costituenti il piano²¹⁰.

Attraverso la previsione in esame, inoltre, risultano ora sottoposti alla valutazione assembleare anche i piani di compensi che non prevedono la consegna di strumenti finanziari (e che quindi non potevano in passato giustificare l'applicazione delle disposizioni codicistiche sopra indicate) ma che si risolvono nel pagamento di un

²⁰⁸ Cfr. R. RORDORF, «*Stock options*» ed informazione del mercato, in *Società*, 2, 2001, p. 149; G.D. MOSCO, *Articolo 2389*, cit., p. 640 che, prima dell'introduzione dell'art. 114-bis T.U.F., rilevava come l'art. 2443 c.c. consentisse di delegare agli amministratori anche l'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, delega che poteva essere utilizzata dal consiglio per emettere *stock option* a favore degli amministratori investiti di particolari cariche divenendo così competente nella materia anche senza che i soci ne fossero consapevoli all'atto della delega. Così anche P. MONTALENTI, *L'amministrazione sociale dal Testo Unico alla riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, 4, 439, ove si rileva come «sarebbe stato necessario introdurre regole di trasparenza più rigorose in caso di emissione di *stock option* deliberate dal consiglio di amministrazione».

²⁰⁹ Così anche N. POLLIO, *La remunerazione degli amministratori di società quotate*, cit., p. 133.

²¹⁰ In tal senso, P. MONTALENTI – S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, Torino, 2010, p. 116. In senso parzialmente diverso, C. ALVISI, *Informazioni al mercato in materia di attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti e collaboratori*, cit., pp. 307 – 309, secondo la quale la delibera di approvazione del piano non renderebbe più necessarie le delibere di attuazione di competenza dell'assemblea ordinaria, quale, ad esempio, la delibera di acquisto di azioni proprie.

differenziale basato sulla variazione delle quotazioni dello strumento finanziario in questione (c.d. *phantom stock*). Il primo comma dell'art. 114-*bis* T.U.F. disciplina infatti la materia riferendosi ai “piani di compensi *basati su* strumenti finanziari”: espressione, questa, sufficientemente ampia da potervi ricomprendere tutte le forme di piani di remunerazione basati su strumenti finanziari che hanno in comune il riconoscimento di un compenso variabile la cui oscillazione, collegata al valore dell'azione, può dipendere dall'assegnazione in natura della stessa azione ovvero di un importo differenziale, collegato alla modifica del prezzo di mercato della medesima azione²¹¹.

La competenza assembleare, inoltre, a differenza di quanto previsto dall'art. 2389 c.c., non è subordinata ad una preventiva previsione statutaria, né potrebbe lo statuto disporre altrimenti, trattandosi di norma imperativa; essa, pur rappresentando, come detto, una deroga alla disciplina delle società chiuse, appare in linea con il principio generale di sovranità dell'organo rappresentativo dei soci in ambito di remunerazione, quale si deduce dall'art. 2364, 1° co., n. 3, c.c..

La *ratio* sottesa a tale recupero della sovranità assembleare in materia di remunerazione è rinvenibile nella volontà di evitare che gli amministratori abbiano potere decisionale in un ambito che li coinvolge direttamente e che «può determinare sviamenti rispetto al genuino interesse della società e degli azionisti, sia comportando

²¹¹ In tal senso, v. CONSOB, *Informazione al mercato in materia di attribuzione di piani di compensi basati su strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori (art. 114-bis)*, esito delle consultazioni, cit., p. 5, ove si sottolinea che «l'esclusione di tali strumenti dall'applicazione della disciplina in argomento non sembrerebbe in linea con lo spirito della disciplina atteso che, in tale ipotesi, si potrebbero generare comportamenti volti a eludere la nuova previsione per effetto dell'agevole utilizzo di strumenti nella sostanza analoghi».

l'alterazione dei rapporti di partecipazione esistenti, in conseguenza dell'emissione di nuovi titoli, sia inducendo i destinatari del piano ad anteporre il conseguimento di obiettivi immediati così da accrescere il prezzo dei titoli sui mercati e quindi il valore delle quote»²¹².

Oltre ad imporre questo adempimento procedurale, l'art. 114-*bis* T.U.F. individua in modo puntuale gli elementi informativi da porre a disposizione del pubblico, demandando poi alla Consob il potere di definire con regolamento tali informazioni e di prevedere informazioni più dettagliate nei casi dei c.d. "piani di particolare rilevanza". Sul punto, si tornerà tra breve, quando tali norme saranno analizzate congiuntamente agli altri interventi normativi volti a rafforzare la *disclosure* in materia (v. *infra* §14.5).

14.3. Le istanze di tutela degli azionisti nelle raccomandazioni del Codice di Autodisciplina

Un maggiore coinvolgimento degli azionisti nella fase di determinazione dei compensi dei amministratori e dei dirigenti con responsabilità strategiche veniva auspicato, oltre che a livello europeo, anche dal Codice di Autodisciplina delle società quotate, promosso da Borsa Italiana s.p.a., alle cui disposizioni le società possono decidere di adeguarsi secondo la regola *comply or explain*²¹³.

²¹² Così la Relazione delle Commissioni Riunite della Camera, p. 17, citata da ASSONIME, *Le nuove disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari. Il commento dell'Assonime*, in *Riv. soc.*, 2006, 4, p. 509.

²¹³ La regola era prevista dal previgente art. 124-*bis* T.U.F. poi abrogato e sostituito dall'art. 123-*bis* con l'entrata in vigore del d.lgs. 3 novembre 2008, n. 173. Tale ultimo articolo richiede che le società esplicitamente dichiarino all'interno della relazione sul governo societario e gli assetti proprietari se intendono aderire ad un codice di comportamento in materia di governo societario promosso da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, motivando le ragioni dell'eventuale mancata adesione ad una o più disposizioni. La principale novità della norma risiede nell'obbligo di divulgazione al mercato delle scelte di *governance* adottate da ciascuna società quotata a prescindere dall'adesione a un codice di governo societario, garantendo al mercato la diffusione di una descrizione

Sotto l'impulso degli interventi della Commissione Europea, il Comitato per la Corporate Governance ha adottato nel 2010 un nuovo art. 7 del Codice (art. 6, nella versione vigente), dedicato alla remunerazione degli amministratori e dei dirigenti con responsabilità strategiche.

In particolare, nella versione del 2010, è stata recepita la quasi totalità dei principi sanciti nelle tre citate Raccomandazioni della Commissione. Il rapporto pubblicato dalla Commissione medesima il 2 giugno 2010, finalizzato a fornire una visione d'insieme in ordine al grado e alle modalità di implementazione delle Raccomandazioni in materia di remunerazione da parte degli Stati Membri, annoverava infatti l'Italia fra i pochi Stati che avevano accolto, nella legislazione primaria o secondaria ovvero nei codici di autodisciplina, almeno la metà dei principi e dei criteri in esse contenuti²¹⁴.

L'art. 7 (attuale art. 6) interviene su più profili. Anzitutto, sul piano delle finalità e della struttura delle remunerazioni: il consiglio di amministrazione è investito del compito di definire una politica generale per le remunerazioni (c.d. *remuneration policy*), la cui architettura doveva essere uniformata a una serie di criteri, sostanzialmente allineati a quelli raccomandati dalla Commissione europea e alle *best practice* prevalenti. La disposizione in questione detta altresì criteri che modulano il processo decisionale, prevedendo la costituzione all'interno del consiglio di amministrazione di un comitato con il compito di presentare proposte o esprimere pareri sulla

completa della *governance* di tutte le società. Cfr. N. BRUTTI, *Rilevanza giuridica dell'autoregolamentazione: osservazioni sui «codici di comportamento» di società quotate*, in *Società*, 10, 2007, pp. 1215 ss.

²¹⁴ Relazione sull'applicazione da parte degli Stati membri della raccomandazione 2009/385/CE della Commissione (raccomandazione del 2009 sulla remunerazione degli amministratori) che integra le raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE per quanto riguarda il regime concernente la remunerazione degli amministratori delle società quotate, disponibile all'indirizzo eur-lex.europa.eu.

remunerazione e sulla fissazione degli obiettivi di *performance* correlati alla sua componente variabile verificandone *a posteriori* l'effettivo raggiungimento²¹⁵. L'intervento nell'ambito del processo così delineato si innesta nel sistema delle competenze dettato dal codice civile all'art. 2389 c.c..

Quel che più rileva in questa sede, peraltro, è che la disposizione citata, nella versione del 2010, interveniva sul profilo della trasparenza e, a tal scopo, richiedeva la predisposizione su base annuale di una relazione che illustrasse la politica per le remunerazioni e l'entità dei singoli compensi corrisposti (c.d. *remuneration report*), sulla quale l'assemblea sarebbe stata chiamata ad esprimersi. Il Codice non ha volutamente esplicitato quale forma dovesse assumere il coinvolgimento dell'assemblea nell'approvazione della politica in materia di remunerazioni, ossia se, utilizzando la terminologia adottata nell'ambito della Raccomandazione 2004/913/CE, essa dovesse essere «chiamata ad esprimersi mediante voto vincolante o consultivo»²¹⁶.

²¹⁵ Entrambi i profili (ossia i criteri per la redazione della politica di remunerazione e la istituzione di un apposito comitato endo-consiliare) saranno trattati nel prosieguo dell'analisi, allorquando sarà approfondita la procedura di elaborazione della politica di remunerazione nell'ordinamento italiano (vedi *infra* §19).

²¹⁶ Cfr. V. LANFRANCHI – S. SAINO – C. DI NOIA, *La remunerazione degli amministratori nell'autodisciplina delle società quotate*, in *Rivista bancaria*, 2011, p. 82, ove questa scelta viene definita come «omissione consapevole» che, tuttavia, «non si traduce in un vuoto di disciplina e non genera incertezza». A tal proposito gli autori sottolineano come ambo le alternative (voto vincolante e voto consultivo) sono idonee ad offrire sufficienti garanzie. In caso di delibera vincolante, infatti, un eventuale voto contrario dell'assemblea dei soci avrebbe l'effetto immediato di pregiudicare la validità stessa della politica di remunerazione rappresentata nella relazione, che dovrà essere modificata e soggetta ad un nuovo intervento deliberativo dei soci. Nel caso di voto consultivo, invece, l'intervento dei soci e la relativa attività di controllo si manifesterebbe sul solo piano reputazionale: considerato che, sotto il profilo giuridico, il voto contrario non produrrebbe effetti vincolanti sulla politica di remunerazione adottata, l'incentivo a modificarla verrebbe offerto dal giudizio negativo che ne deriverebbe dal mercato nel caso in cui la politica non venisse modificata.

Peraltro, nell'attuale versione del Codice di Autodisciplina (da ultimo modificato nel luglio 2015), le previsioni concernenti la predisposizione di un *remuneration report* e il coinvolgimento assembleare nel processo di approvazione di tale relazione sono state espunte, probabilmente al fine di evitare inutili sovrapposizioni con le disposizioni oggi contenute nell'art. 123-ter T.U.F.

14.4. Il Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate e la retribuzione degli amministratori

Per quanto concerne l'*iter* di fissazione dei compensi occorre, infine, prendere in esame quanto disposto dalla regolamentazione delle operazioni con parti correlate, contenuta nella delibera Consob del 12 marzo 2010, n. 17221 (di seguito, "Regolamento OPC"), e applicabile alle società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea nonché alle società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante²¹⁷. Essa prevede che i consigli di amministrazione o i consigli di gestione delle suddette società adottino procedure che assicurino la trasparenza e la correttezza formale e sostanziale delle operazioni con parti

²¹⁷ Per un esaustivo commento alla disciplina si vedano: P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: il nuovo regolamento Consob*, in *Il Nuovo Diritto delle società*, 12, 2010, pp. 8 ss.; P. RAINELLI, *Il regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate: le linee fondamentali*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 12, 2010, pp. 12 ss.; M. IRRERA, *Le procedure e il comitato di amministratori indipendenti nel regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate: un nuovo organo a geometria variabile*, *Il Nuovo Diritto delle Società*, 12, 2010, pp. 22 ss. Per una rilevazione empirica delle scelte adottate dalle società quotate italiane nella implementazione del Regolamento Consob, v. M. BIANCHI – A. CIAVARELLA – L. ENRIQUES – V. NOVEMBRE – R. SIGNORETTI, *Regolamentazione e auto-regolamentazione delle operazioni con parti correlate. Un'analisi empirica*, Quaderni di finanza CONSOB n. 75, gennaio 2014, disponibile sul sito *internet* della Commissione (www.consob.it).

correlate²¹⁸, così come definite dall'all. 1 dello stesso regolamento, facendo rientrare tra queste, in linea di principio, le decisioni relative all'assegnazione di remunerazioni e benefici economici, sotto qualsiasi forma, ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti con responsabilità strategiche.

Al contempo, la Consob ha ritenuto di escludere la necessità di fare ricorso alla relativa procedura in alcune fattispecie sulla base della considerazione che, in presenza di una deliberazione assembleare, il rischio di conflitto d'interessi degli amministratori si riduce notevolmente.

In particolare, per quel che qui interessa, le ipotesi espressamente escluse dall'ambito applicativo del Regolamento sono: *a)* le deliberazioni assembleari ai sensi dell'art. 2389 cc., 1° co., c.c. relative ai compensi spettanti ai membri del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo; *b)* le deliberazioni in materia di remunerazione degli amministratori "investiti di particolari cariche" rientranti nell'importo complessivo preventivamente determinato dall'assemblea ai sensi dell'art. 2389, 3° co., c.c.; *c)* le deliberazioni assembleari ai sensi dell'art. 2402 c.c., relative ai compensi spettanti ai membri del collegio sindacale e (per effetto del rinvio dell'art. 2409-*quaterdecies* c.c.) del consiglio di sorveglianza;

²¹⁸ L'all. 1 del regolamento OPC definisce parte correlata di una società chi: *a)* direttamente, o indirettamente, anche attraverso controllate, fiduciari o interposte persone: *i)* controlla la società, ne è controllato, o è sottoposto a comune controllo; *ii)* detiene una partecipazione nella società tale da poter esercitare un'influenza notevole su quest'ultima; *iii)* esercita il controllo sulla società congiuntamente con altri soggetti; *b)* è una società collegata della società; *c)* è una *joint venture* in cui la società è una partecipante; *d)* è uno dei dirigenti con responsabilità strategiche della società o della sua controllante; *e)* è uno stretto familiare di uno dei soggetti indicati alle lett. *a)* o *d)*; *f)* è un'entità nella quale uno dei soggetti indicati alle lettere *d)* o *e)* esercita il controllo, il controllo congiunto o l'influenza notevole o detiene, direttamente o indirettamente, una quota significativa, comunque non inferiore al 20% dei diritti di voto; *g)* è un fondo pensionistico complementare, collettivo od individuale, italiano o estero, costituito a favore dei dipendenti della società, o di una qualsiasi altra entità ad essa correlata.

d) le deliberazioni assembleari relative ai compensi spettanti ai membri del consiglio di gestione eventualmente assunte ai sensi dell'art. 2409-*terdecies* c.c., co. 1, lett. a), c.c. (art. 13, 1° co., Regolamento OPC).

Residuano quindi nel campo di applicazione del Regolamento OPC i soli piani di compensi basati su strumenti finanziari approvati dall'assemblea ai sensi dell'art. 114-*bis* T.U.F. e le relative operazioni esecutive, nonché i compensi attribuiti dal consiglio di amministrazione agli amministratori "investiti di particolari cariche" (ai sensi dell'art. 2389, 3° co., c.c.) in assenza di predeterminazione da parte dell'assemblea di un ammontare retributivo complessivo massimo.

Invero, l'art. 13, 3° co., Regolamento OPC consente che le procedure possano escludere in tutto o in parte dall'ambito applicativo del medesimo Regolamento anche le fattispecie da ultimo menzionate, salvi solo gli obblighi di informazione periodica previsti per le società italiane dall'art. 5, 8° co., Regolamento OPC.

In particolare, la *ratio* dell'esclusione (facoltativa) dei piani di *stock option* risiede nella circostanza che la procedura di approvazione è già soggetta alla disciplina prevista dall'art. 114-*bis* T.U.F. in tema di trasparenza e coinvolgimento dei soci²¹⁹.

Quanto all'esclusione delle deliberazioni consiliari *ex art.* 2389, 3° co., c.c., l'esclusione si applica a condizione che: *i)* la società abbia adottato una politica di remunerazione; *ii)* nella definizione della politica di remunerazione sia stato coinvolto un comitato costituito esclusivamente da amministratori o consiglieri non esecutivi in maggioranza indipendenti; *iii)* sia stata sottoposta all'approvazione o

²¹⁹ Così CONSOB, *Documento di consultazione sulla disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-bis del codice civile in materia di operazioni con parti correlate*, cit., p. 77.

al voto consultivo dell'assemblea una relazione che illustri la politica di remunerazione; iv) la remunerazione assegnata sia coerente con tale politica. Dall'elencazione appare evidente come l'entrata in vigore dei doveri previsti dall'art. 123-ter T.U.F. (il quale, come avremo modo di vedere tra breve, impone a tutte le società con azioni quotate di adempiere alle condizioni testé citate, con la sola eccezione dell'obbligo di coinvolgere uno specifico comitato nella definizione della politica di remunerazione) limita fortemente le ipotesi di applicazione del regolamento OPC alla remunerazione degli amministratori²²⁰.

14.5. **Gli interventi normativi in materia di *disclosure***

Agli interventi legislativi sin qui descritti, volti a rafforzare le tutele degli azionisti nelle procedure di determinazione dei compensi degli amministratori, ne sono stati affiancati altri, similmente incisivi, in materia di trasparenza. La normativa speciale applicabile alla società quotata si è infatti da tempo concentrata sulla necessità di un'adeguata informazione agli azionisti ed al mercato sui compensi degli amministratori e dei soggetti che rivestano posizioni strategiche, apportando obblighi informativi più penetranti di quelli previsti per altre categoria di informazioni, al fine di favorire il controllo esterno del mercato che (anche) su tali informazioni basa le proprie scelte di investimento.

²²⁰ Sul punto, v. I. DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance della società per azioni*, cit., pp. 255 ss.; P. ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in V. CARIELLO (a cura di), *Le operazioni con parti correlate*, Milano, 2011, p. 20, ove l'Autore dà conto del fatto che la Commissione, con questa disposizione, abbia voluto deliberatamente allinearsi ai principi nel frattempo indicati dall'art. 24 della legge delega 4 giugno 2010, n. 96, in attuazione dei quali sarebbe stato di lì a poco introdotto l'art. 123-ter T.U.F.

Precedentemente all'intervento legislativo del 2010, l'informativa era anzitutto presente, a livello consuntivo, nella nota di bilancio, ove l'art. 78 del Regolamento Emittenti della Consob (di seguito R.E.), ora abrogato²²¹, prevedeva l'indicazione nominativa dei compensi corrisposti ai componenti degli organi di amministrazione e di controllo e ai direttori generali, a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma. La regolamentazione secondaria della Consob apportava già dunque un maggior grado di dettaglio rispetto a quanto richiesto, per la generalità delle società per azioni, dall'art. 2427, n. 16), c.c., che si limita (per gli amministratori ed i sindaci) ad una indicazione cumulativa²²².

Per la specifica categoria dei piani di compensi basati su azioni, le società quotate sono tenute, oltre che al rispetto di quanto previsto dai principi contabili internazionali²²³, anche a quanto stabilito dall'art. 114-*bis* T.U.F. Tale articolo non si limita a disciplinare le regole di approvazione dei suddetti piani, ma si occupa altresì della loro pubblicità²²⁴, imponendo una dettagliata trasparenza pre-

²²¹ Il contenuto dell'articolo è stato riformulato e trasposto nel nuovo art. 84-*quater* R.E. a seguito dell'entrata in vigore della disciplina attuativa del d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259, adottata con delibera Consob n. 18049 del 23 dicembre 2011.

²²² Norma che non trova applicazione, tra l'altro, nelle società che, rispettando i limiti imposti dall'art. 2435-*bis* c.c., redigono il bilancio in forma abbreviata.

²²³ Il riferimento è al principio IFRS2 (applicabile in virtù del reg. CE n. 1606/2002 e del d.lgs. n. 38 del 2005), in virtù del quale le società quotate sono obbligate a riportare in bilancio notizie sulle caratteristiche dei piani e sulla loro evoluzione nel tempo. In proposito, v. I. DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance della società per azioni*, cit., pp. 257 ss.

²²⁴ Prima della novella contenuta nell'art. 114-*bis* T.U.F., il nostro ordinamento, come delineato sia dal codice civile sia dal T.U.F., non prevedeva specifiche e puntuali forme di disciplina in materia di trasparenza per il profilo dell'attribuzione dei piani in esame né in generale né con riferimento alle società quotate. Le informazioni in questione si ricavano in base all'applicazione di norme generali preesistenti e segnatamente: ai sensi dell'art. 114 T.U.F. (informazioni preventive *price sensitive*), per il quale il mercato deve essere informato qualora l'approvazione dei piani da parte del consiglio di amministrazione integri la fattispecie di eventi rilevanti per l'andamento delle quotazioni; ai sensi

assembleare attraverso l'obbligo della predisposizione da parte degli amministratori di un documento informativo da mettere a disposizione del pubblico nei termini e con le modalità previsti dall'art. 125-ter, 1° co., T.U.F., vale a dire entro il trentesimo giorno precedente la data dell'assemblea convocata per l'approvazione del piano.

Lo stesso art. 114-bis T.U.F. delega la Consob a definire con proprio regolamento il contenuto del documento informativo che forma oggetto di relazione dell'organo amministrativo. La Commissione, in sede di attuazione della delega²²⁵, ha introdotto l'art. 84-bis R.E. e lo schema 7 dell'Allegato 3A, il quale ultimo prevede l'indicazione di informazioni (più o meno penetranti, a seconda che coinvolgano piani rilevanti) circa i soggetti destinatari dei piani di *stock option*, le ragioni che motivano l'adozione di tali piani, il loro *iter* di approvazione, la tempistica di assegnazione e le caratteristiche degli strumenti attribuibili.

Completano il quadro gli obblighi di informazione successiva, fissati dalla Consob in considerazione della possibilità che alcuni

degli artt. 72 e 73 R.E. (informazione preventiva pre-assembleare) in occasione di aumenti di capitale o acquisti o alienazioni di azioni proprie; ai sensi dell'art. 14, 7° co., T.U.F. e dell'art. 152-octies R.E. (informazione successiva) relativa agli adempimenti di comunicazione di *internal dealing* inerenti la vendita da parte dei *manager* delle azioni assegnate sulla base dei piani in esame; nonché ai sensi del citato art. 78 RE (informazione ricorrente) inerente i dati e le notizie da riportare periodicamente nell'ambito delle note al bilancio, nominativamente per i compensi corrisposti ai componenti degli organi di amministrazione, direttori generali e, per categoria, ai dirigenti con responsabilità strategiche, attinenti il numero di opzioni detenute, esercitate e scadute nell'anno. Ulteriori chiarimenti erano stati forniti dalla Consob con la comunicazione n. 11508 del 15 febbraio 2000 in materia di informativa pre-assembleare e ricorrente sui piani di azionariato; tale comunicazione è stata esplicitamente abrogata con l'entrata in vigore dell'art. 84-bis R.E. V. CONSOB, , *Documento di consultazione*, cit., p. 2; F. ANNUNZIATA, *Art. 114-bis*, cit., pp. 1521-1522; M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, cit., p. 720, n. 36.

²²⁵ Delibera Consob 3 maggio 2007, n. 15915.

dettagli dei piani siano stabiliti in un secondo momento rispetto all'approvazione assembleare (art. 84-*bis*, 5° co., R.E.)²²⁶.

Se alle suddette informazioni si affiancano quelle rese disponibili al mercato in virtù della disciplina, di cui all'art. 114, 7° co., T.U.F., sul c.d. *internal dealing*²²⁷, ne consegue che il mercato potrà «monitorare in modo agevole l'intero ciclo di sviluppo del beneficio economico connesso con i compensi in esame, fino all'eventuale vendita delle azioni assegnate sulla base dei piani»²²⁸, con la possibilità di confrontare il prezzo di esercizio delle *stock option* e quello di vendita delle azioni e la conseguente plusvalenza.

Da un'informazione di tipo prevalentemente “statico”, quale l'informativa di bilancio e pre-assembleare, si passa così ad una informazione “dinamica” e ricorrente, che prescinde dal carattere privilegiato dell'evento relativo all'approvazione o esecuzione del piano²²⁹.

²²⁶ Ci si riferisce all'ipotesi in cui la proposta del consiglio di amministrazione all'assemblea riguardi solo l'approvazione di un piano la cui attuazione debba essere delegata ad una successiva deliberazione del consiglio di amministrazione; ipotesi che sembra autorizzata dall'art. 114-*bis*, 1° co, laddove si ritiene sufficiente anche la sola indicazione di “criteri determinativi”). V. C. ALVISI, *Informazioni al mercato in materia di attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti e collaboratori*, p. 311. A tal proposito, l'art. 84-*bis*, 5° co., pone in capo agli emittenti il dovere di informare il pubblico delle decisioni dell'organo competente inerenti all'attuazione dei piani già approvati dall'assemblea, nonché degli adeguamenti intervenuti a seguito di operazioni straordinarie nel capitale e di altre operazioni che comportano la variazione del numero degli strumenti finanziari sottostanti le opzioni. Lo Schema 7 dell'Allegato 3°, che stabilisce il contenuto del documento informativo pre-assembleare, nella parte introduttiva richiede di indicare quali siano le informazioni contenute nei successivi paragrafi non disponibili al momento dell'approvazione della proposta per l'assemblea e che saranno stabilite (ai sensi dell'art. 84-*bis*, 5° co.) successivamente su delega dell'assemblea.

²²⁷ La norma citata, com'è noto, impone agli amministratori ed ai dirigenti strategici di comunicare tempestivamente le operazioni effettuate sulle azioni della società o altri strumenti finanziari ad essa collegati, ivi incluse la vendita di azioni derivanti dall'esercizio di *stock option*.

²²⁸ CONSOB, *Documento di consultazione*, cit., p. 11.

²²⁹ Così, N. POLLIO, *La remunerazione degli amministratori di società quotate*, cit., p. 138.

15. Il *Say on Pay* nell'ordinamento italiano

Con l'entrata in vigore del d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259, il graduale percorso di recepimento dei principi dettati dall'Unione Europea in materia di *executive compensation* è giunto finalmente a compimento.

Dalla trattazione sin qui svolta è emerso come molte delle indicazioni contenute nella *soft law* europea avessero già fatto il loro ingresso nell'ordinamento interno, sia pur con un diverso grado di coerenza. Ben prima dell'intervento del legislatore delegato nel 2010, la normativa domestica contemplava un regime di trasparenza delle remunerazioni corrisposte ai componenti degli organi di amministrazione e di controllo nonché dei piani di compenso basati su strumenti finanziari²³⁰; era altresì già previsto l'obbligo di sottoporre all'approvazione assembleare i piani di compenso basati su azioni²³¹; infine, benché a livello meramente autodisciplinare, erano già stati indicati obiettivi e criteri cui correlare la retribuzione degli amministratori²³².

Il d.lgs. 259 del 2010, introducendo il tassello finale nel mosaico ora delineato, ha dato attuazione ai principi che fino a quel momento non avevano ancora trovato ospitalità nel nostro ordinamento, né sul piano legislativo né su quello autoregolamentare, e segnatamente a quelli in materia di trasparenza della politica di remunerazione e di sottoposizione della medesima al voto, consultivo o vincolante, dell'assemblea.

²³⁰ Per il primo profilo, v. art. 78 R.E., per il secondo, v. art. 114-*bis* T.U.F., art. 84-*bis* R.E. e lo schema 7 dell'Allegato 3A. Il complesso delle disposizioni citate ha peraltro subito pregnanti modificazioni a seguito dell'entrata in vigore della disciplina attuativa dell'art. 123-*ter* T.U.F., incluso la diretta abrogazione dell'art. 78 R.E. *Amplius* v. §16.

²³¹ V. art. 114-*bis*, 1° co., T.U.F.

²³² V. art. 7, ora art. 6, del Codice di Autodisciplina, su cui v. *infra*.

Ai sensi dell'art. 123-*ter* del Testo Unico della Finanza, come introdotto dalla novella legislativa, le società quotate sono ora tenute a mettere a disposizione del pubblico, almeno ventuno giorni prima dell'assemblea ordinaria annuale, una "relazione sulla remunerazione", articolata in due distinte sezioni: la prima rappresentativa della politica che la società intende seguire in materia di remunerazione e delle «procedure utilizzate per l'adozione e per l'attuazione di tale politica»; la seconda dedicata all'illustrazione nominativa e analitica dei compensi.

Particolarmente significativa è la previsione contenuta al 6° comma dell'art. 123-*ter* T.U.F. Questa norma assegna all'assemblea un nuovo ruolo, chiamandola a deliberare «in senso favorevole o contrario» sulla sezione della remunerazione concernente la descrizione della politica della remunerazione, precisando che tale pronuncia «non è vincolante» e imponendo che i relativi esiti siano «messi a disposizione del pubblico ai sensi dell'art. 125-*quater*, 2° co., T.U.F.»²³³.

La disposizione, per espressa previsione, non importa alcuna alterazione nel più ampio riparto di competenze tra organi sociali per le decisioni in materia di compensi, così come esso risulta dal codice civile e dalla legislazione speciale²³⁴. L'art. 123-*ter* T.U.F., in altri

²³³ Vale a dire che l'esito della votazione sarà pubblicato sul sito *internet* della società entro cinque giorni dalla data dell'assemblea mediante un rendiconto sintetico delle votazioni contenente il numero di azioni rappresentato in assemblea e delle azioni per le quali è stato espresso il voto, la percentuale di capitale che tali azioni rappresentano, nonché il numero di voti favorevoli o contrari alla delibera e il numero di astensioni. Il verbale dell'assemblea è, invece reso disponibile sul sito *internet* dopo trenta giorni (art. 125-*quater*, 2° co., T.U.F., come richiamato dall'art. 123-*ter*, 6° co., T.U.F.).

²³⁴ In particolare, è fatta salva l'applicazione dell'art. 2389 c.c., secondo cui la fissazione dei compensi spettanti ai membri del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo sono di competenza assembleare, laddove invece la remunerazione degli amministratori investiti di particolare cariche in conformità dello statuto è definita dal consiglio di amministrazione, sentito il parere del collegio

termini, si limita esclusivamente ad aggiungere un nuovo compito per l'assemblea della società quotata, cui spetta ora di valutare gli obiettivi e le strategie adottate dagli amministratori in tema di remunerazione.

Rinviando a quanto si esaminerà a breve circa le peculiarità della disposizione, si può sin d'ora osservare come la novella legislativa si fondi su due direttrici: per un verso, l'obbligo di *disclosure* a carico degli amministratori e in favore degli azionisti attuali e del mercato, da adempiere con la predisposizione e successiva pubblicazione di un'apposita relazione; per altro verso, il coinvolgimento dell'assemblea ordinaria nella determinazione degli indirizzi di politica sulla remunerazione, sia pur con voto non vincolante, cui è collegato anche un ulteriore obbligo di informazione sugli esiti della votazione.

Il momento informativo e deliberativo, benché distinti, sono tra loro funzionalmente collegati, atteso che l'informazione preventiva pone l'azionista nelle condizioni di partecipare consapevolmente all'assemblea e di esprimere il proprio giudizio sull'oggetto della deliberazione.

Nelle pagine che seguono, quindi, si procederà ad un'attenta disamina del regime di *Say on Pay* vigente nell'ordinamento italiano. L'obiettivo è di condurre un'indagine che, per quanto possibile, si muova nel solco dell'analisi comparatistica sinteticamente elaborata nel capitolo precedente (v. *supra* §11.1 - §11.5): in tal senso, ci si propone di sottoporre ad esame critico le scelte adottate dal legislatore

sindacale. Parimenti, relativamente al sistema dualistico, la nuova disciplina non intacca la competenza del consiglio di sorveglianza, il quale resta quindi competente *ex art. 2409-terdecies*, 1° co., lett. a), c.c., a nominare e revocare i componenti del consiglio di gestione, nonché a determinarne il compenso, salvo che quest'ultima competenza sia riservata dallo statuto all'assemblea. L'art. 123-*ter* neppure deroga all'art. 114-*bis* T.U.F., il quale pure attribuisce all'assemblea un nuovo ruolo consistente nell'approvazione dei piani di compenso basati su strumenti finanziari.

italiano in ordine ai singoli profili su cui si sono registrati diversi modelli di regolazione nel panorama internazionale. Le direttrici d'indagine sono pertanto rappresentate da: *i*) il regime di trasparenza; *ii*) l'ambito di applicazione della disciplina ed il relativo carattere imperativo; *iii*) la cadenza temporale con cui la delibera deve essere adottata; *iv*) l'oggetto della valutazione assembleare e *v*) l'efficacia giuridica della delibera (vincolante o consultiva).

Per ciascuno di tali aspetti si approfondirà l'opzione regolatoria prescelta dal legislatore italiano, arricchendo l'analisi con la valutazione delle alternative regolatorie disponibili.

16. Le basi giuridiche di un processo decisionale informato: la relazione sulla remunerazione

Il diritto dell'Unione Europea, ai fini della trasparenza sulla politica remunerativa, rimetteva ai singoli Stati Membri la scelta tra una pluralità di strumenti alternativi per la pubblicazione della politica delle remunerazioni, quali la predisposizione di un documento a sé stante ovvero allegato ai bilanci annuali, ovvero ancora l'indicazione di tale politica nella relazione annuale²³⁵.

Il legislatore italiano ha optato per la prima soluzione, imponendo alle società quotate di dotarsi di un nuovo documento specificamente dedicato alla materia dei compensi. Ai sensi dell'art. 123-*ter* T.U.F., il consiglio di amministrazione (o il consiglio di sorveglianza, nelle società che adottano il sistema dualistico) è tenuto a predisporre e ad approvare una "relazione sulla remunerazione" da mettere a disposizione del pubblico almeno ventuno giorni prima dell'assemblea ordinaria di cui all'art. 2364, 2° co., c.c. o di cui all'art.

²³⁵ V. Raccomandazione 2004/913/CE, §3.1.

2364-*bis*, 2° co., c.c., presso la sede sociale, nel proprio sito *internet* e con le altre modalità stabilite dalla Consob²³⁶.

Una simile *disclosure* preventiva, oltre ad essere coerente con i principi di correttezza e buona fede (nella misura in cui garantisce trasparenza alle scelte della società in materia retributiva)²³⁷, consente di soddisfare le esigenze di informazione e di controllo degli azionisti (di minoranza) e del mercato. In altri termini, l'informativa completa ed organica sulle remunerazioni può consentire agli azionisti di assumere decisioni informate e consapevoli e «responsabilizzare maggiormente gli organi competenti a definire i compensi»²³⁸. Ciò, peraltro, in linea con la tendenza, promossa in ambito europeo e ormai recepita nell'ordinamento nazionale, volta ad accrescere gli obblighi di trasparenza pre-assembleare, in aggiunta a quelli di informazione periodica e successiva, specialmente in occasione di delibere di particolare rilievo: nella materia dei compensi manageriali, quindi, l'assemblea diventa il consesso in cui gli azionisti possono far sentire la propria voce ed esprimere un voto, anche se non vincolante²³⁹.

²³⁶ Ai sensi dell'art. 84-*quater*, 1° co., R.E., la relazione deve restare pubblicata sul sito *internet* della società almeno per l'intero periodo in cui sono attribuite le remunerazioni in linea con la politica adottata.

²³⁷ V. P. ABBADESSA, *L'assemblea: competenza*, cit., p. 41, n. 100, ove si osserva che l'obbligo di cooperazione degli amministratori all'attività deliberativa, declinabile nell'obbligo di comunicare tutte le informazioni utili ai fini dell'espressione di un voto consapevole, «non trova fondamento in una puntuale disposizione di legge (tranne, forse, l'art. 2392, 2° co., c.c.) ma è desumibile, con sufficiente sicurezza, dalla normativa di correttezza, alla quale anch'essi devono attenersi. Non sarebbe, infatti, conforme a buona fede un comportamento omissivo che metterebbe l'assemblea nell'alternativa di decidere avventatamente o di rinunciare alla decisione».

²³⁸ Così, CONSOB, *Attuazione dell'art. 123-ter del d.lgs. 58/1998 in materia di trasparenza delle remunerazioni degli amministratori di società quotate. Documento di consultazione*, 11 ottobre 2011, p. 7, disponibile sul sito *internet* della Commissione (www.consob.it).

²³⁹ Si veda L. ENRIQUES, *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, in *Giur. comm.*, 4, 2012, p. 507, ove si nota che, per mezzo delle informazioni così pubblicate dalla società, «dovrebbe essere facilitato il raggiungimento dei requisiti di trasparenza che i *proxy advisors* e gli investitori

Come si è già anticipato, la relazione sulla remunerazione, in linea con le raccomandazioni dell'Unione²⁴⁰ e con le esperienze di altri ordinamenti stranieri²⁴¹, è composta da due distinte sezioni.

La prima sezione, disciplinata dal comma 3° della disposizione in esame, opera esclusivamente in una prospettiva *ex ante*. Essa ha ad oggetto l'illustrazione preventiva delle procedure e dei criteri (in una parola, della "politica") in base ai quali saranno determinati i compensi degli organi di amministrazione²⁴², dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche da corrispondere «almeno nell'esercizio successivo».

Il legislatore, sul presupposto che la normativa secondaria si adatti meglio alle esigenze di flessibilità e di mutevolezza della materia in esame, ha rimesso l'indicazione analitica delle informazioni minime da includere nella prima sezione, nonché le relative modalità di illustrazione, all'intervento regolamentare della Consob, sentite la

istituzionali richiedono per poter esprimere una raccomandazione di voto positiva sul tema della remunerazione [...]».

²⁴⁰ V. Raccomandazione 2004/913/CE, §3.2.

²⁴¹ Come si è visto (*supra* §11.1), la recente disciplina britannica preveda la sottoposizione di un'unica relazione (la "*directors' remuneration report*", o DRR) suddivisa in due sezioni: la *remuneration policy*, nella quale indicare la politica proposta per la retribuzione da corrispondere in futuro agli amministratori (e sottoposta ad un voto vincolante dell'assemblea), e l'*implementation report*, nel quale dar conto di come la vigente politica di remunerazione sia stata implementata nell'ultimo esercizio sociale (e sottoposto ad un voto consultivo). Diversamente, la disciplina tedesca non contiene alcuna specifica indicazione su quale documentazione sottoporre all'attenzione dell'assemblea per garantire un'adeguata informazione dei soci, prodromica all'esercizio del relativo diritto di voto. Cionondimeno, tale problematica è stata bollata come "sopravvalutata", stante che gli amministratori sarebbero dotati di forti incentivi a fornire parimenti una opportuna base conoscitiva ai soci, pur in assenza di un obbligo di legge, così VESPER-GRÄSKE, "*Say on Pay*" in *Germany: the Regulatory Framework and Empirical Evidence*, cit., pp. 771 ss.

²⁴² Opportunamente, rispetto alla bozza di decreto legislativo sottoposto alla consultazione pubblica, è stato eliminato il riferimento agli organi di controllo; il fatto che per i sindaci (così come anche per i componenti del consiglio di sorveglianza) sia l'assemblea, con voto vincolante, a determinare il compenso rende superfluo il voto consultivo dell'assemblea; gli organi di controllo sono invece inclusi nella parte sull'illustrazione dei compensi corrisposti (art. 123-ter, 4° co., T.U.F.), in linea con quanto già richiesto dall'art. 78 R.E.

Banca d'Italia e l'Isvap (ora Ivass) per i soggetti rispettivamente vigilati.

La Commissione ha attuato la delega con la delibera 23 dicembre 2011, n. 18049, con cui sono stati introdotti l'art. 84 *quater* R.E. e lo schema 7-*bis* dell'allegato 3A del regolamento medesimo: tale ultimo schema individua tutte le informazioni che devono essere fornite in ordine alla "politica di remunerazione", anche in negativo qualora esse non dovessero essere disponibili in quanto relative ad aspetti non previsti dalla singola politica²⁴³.

²⁴³ L'allegato 3A, Schema 7-*bis*, R.E. richiede con riferimento alla prima sezione della relazione le seguenti informazioni: a) gli organi o i soggetti coinvolti nella predisposizione e approvazione della politica delle remunerazioni, specificando i rispettivi ruoli, nonché gli organi o i soggetti responsabili della corretta attuazione di tale politica; b) l'eventuale intervento di un comitato per la remunerazione o di altro comitato competente in materia, descrivendone la composizione (con la distinzione tra consiglieri non esecutivi e indipendenti), le competenze e le modalità di funzionamento; c) il nominativo degli esperti indipendenti eventualmente intervenuti nella predisposizione della politica delle remunerazioni; d) le finalità perseguite con la politica delle remunerazioni, i principi che ne sono alla base e gli eventuali cambiamenti della politica delle remunerazioni rispetto all'esercizio finanziario precedente; e) la descrizione delle politiche in materia di componenti fisse e variabili della remunerazione, con particolare riguardo all'indicazione del relativo peso nell'ambito della retribuzione complessiva e distinguendo tra componenti variabili di breve e di medio-lungo periodo; f) la politica seguita con riguardo ai benefici non monetari; g) con riferimento alle componenti variabili, una descrizione degli obiettivi di performance in base ai quali vengano assegnate, distinguendo tra componenti variabili di breve e di medio-lungo termine, e informazioni sul legame tra la variazione dei risultati e la variazione della remunerazione; h) i criteri utilizzati per la valutazione degli obiettivi di performance alla base dell'assegnazione di azioni, opzioni, altri strumenti finanziari o altre componenti variabili della remunerazione; i) informazioni volte ad evidenziare la coerenza della politica delle remunerazioni con il perseguimento degli interessi a lungo termine della società e con la politica di gestione del rischio, ove formalizzata; j) i termini di maturazione dei diritti (cd. vesting period), gli eventuali sistemi di pagamento differito, con indicazione dei periodi di differimento e dei criteri utilizzati per la determinazione di tali periodi e, se previsti, i meccanismi di correzione ex post; k) informazioni sulla eventuale previsione di clausole per il mantenimento in portafoglio degli strumenti finanziari dopo la loro acquisizione, con indicazione dei periodi di mantenimento e dei criteri utilizzati per la determinazione di tali periodi; l) la politica relativa ai trattamenti previsti in caso di cessazione dalla carica o di risoluzione del rapporto di lavoro, specificando quali circostanze determinino l'insorgere del diritto e l'eventuale collegamento tra tali trattamenti e le performance della società; m) informazioni sulla presenza di eventuali coperture assicurative, ovvero previdenziali o

La seconda sezione della relazione, disciplinata dal comma 4°, opera invece in una prospettiva *ex post*, limitandosi a fornire informazioni di carattere consuntivo. In particolare, essa è chiamata a rappresentare la struttura del trattamento retributivo (compreso il trattamento di fine rapporto) spettante agli organi di amministrazione e di controllo, nonché ai direttori generali, evidenziandone la coerenza con la politica retributiva approvata nell'esercizio precedente.

La sezione in esame deve fornire altresì un'analitica illustrazione dei compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma²⁴⁴ dalla stessa società e da altre società del gruppo. Tale indicazione deve avvenire nominativamente per gli amministratori, per i componenti degli organi di controllo e per i direttori generali; al contrario, per i dirigenti con responsabilità strategiche deve essere indicata solo cumulativamente, specificando il numero dei soggetti cui si riferisce²⁴⁵.

Come per la prima sezione, anche le informazioni da indicare all'interno della sezione seconda sono state precisate dalla Consob nel

pensionistiche, diverse da quelle obbligatorie; n) la politica retributiva eventualmente seguita con riferimento: (i) agli amministratori indipendenti, (ii) all'attività di partecipazione a comitati e (iii) allo svolgimento di particolari incarichi (presidente, vice presidente, etc.); o) se la politica retributiva è stata definita utilizzando le politiche retributive di altre società come riferimento, e in caso positivo i criteri utilizzati per la scelta di tali società.

²⁴⁴ V. A.M. BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123 t.u.f.*, cit., p. 290, ove si mette in luce sia le diverse forme di compenso: denaro, azioni, strumenti finanziari o in natura; sia i diversi titoli che ne giustifica la sua corresponsione e le modalità di erogazione: gettoni di presenza, importo fisso o variabile, o combinazione delle diverse componenti.

²⁴⁵ L'indicazione in forma aggregata è ammessa per le sole società "di minori dimensioni", come definite dall'art. 3, 1° co., lett. f), Regolamento OPC. Per le società non qualificabili come tali, invece, resta l'obbligo di fornire informazioni sui compensi nominativamente per i dirigenti con responsabilità strategica che abbiano percepito nel corso dell'esercizio compensi complessivi (ottenuti sommando quelli monetari e quelli basati su strumenti finanziari) maggiori rispetto al compenso complessivo più elevato attribuito ai componenti degli organi di amministrazione e controllo nonché dei direttori generali.

succitato schema *7-bis*, All. 3A, R.E. Invero, in sede di attuazione della delega contenuta nella fonte legislativa, la Commissione ha ritenuto opportuno ridisegnare, in un'ottica di semplificazione, la disciplina sulla trasparenza delle remunerazioni.

In un'ottica di riordinamento della normativa di secondo grado, l'Autorità, da un lato, ha abrogato l'art. 78 R.E. (con i relativi schemi dell'All. 3C) e, dall'altro lato, ha semplificato le disposizioni di cui all'art. 84-*bis* R.E., in tema di piani di incentivazione basati su strumenti finanziari²⁴⁶.

In definitiva, lo scopo e il merito della disposizione contenuta nell'art. 123-*ter* T.U.F., anche alla luce della disciplina attuativa della Consob, è stato quello di accorpate in un unico documento tutte le informazioni sulla remunerazione. Per un verso, la prima sezione riporta la politica della società in materia di remunerazioni, la cui pubblicità non era mai stata oggetto di obbligo per gli emittenti. Per altro verso, le informazioni relative ai compensi corrisposti ai componenti degli organi di amministrazione e di controllo (riportati nominativamente) e dei dirigenti con responsabilità strategiche (riportati in forma aggregata), prima contenute nelle note di bilancio (*ex art. 78 R.E.*, ora abrogato) sono ora confluite nella seconda sezione della relazione sulla remunerazione²⁴⁷.

²⁴⁶ Le modifiche hanno riguardato l'individuazione dei piani rilevanti e gli obblighi di informazione successiva, tenuta in considerazione la possibilità che alcuni dettagli del piano possono essere stabiliti in un secondo momento rispetto all'approvazione da parte dell'assemblea. Sul punto, v. CONSOB, *Attuazione dell'art. 123-ter del d.lgs. 58/1998 in materia di trasparenza delle remunerazioni degli amministratori di società quotate. Documento di consultazione*, cit., pp. 24 ss.

²⁴⁷ In tal senso, v. M. RABITTI – P. SPATOLA, *Sub art. 123-ter*, in M. FRATINI – G. GASPARRI (a cura di), *Il Testo Unico della finanza*, Torino, 2012, p. 1711; ASSONIME, *La disciplina sulle remunerazioni per le società quotate. Circolare n. 8/2012*, in *Riv. soc.*, pp. 797-798 («Alla luce delle disposizioni contenute nell'art. 123-*ter* T.U.F. e delle disposizioni attuative che hanno abrogato l'obbligo di inserire le informazioni sui compensi nelle note al bilancio, la relazione sulla remunerazione

Nel medesimo intento di fornire una informazione completa e comprensibile, il comma 5° dell'art. 123-ter T.U.F. prescrive che alla relazione devono essere allegati anche i piani di compenso a lungo termine di cui all'art. 114-bis T.U.F. ovvero, in alternativa, indicare la sezione del sito *internet* dove tali piani sono reperibili, in modo tale da agevolare la *disclosure* dei dati attinenti al trattamento retributivo degli amministratori.

17. L'ambito soggettivo di operatività ed il carattere imperativo della disciplina

Un tema oggetto di vivace dibattito nella letteratura giuridica straniera, e che ha invece attirato minore attenzione in quella italiana, concerne il concreto discernimento di quali siano società per le quali un intervento regolatorio in materia di *executive compensation* si rende effettivamente opportuno²⁴⁸. In linea di principio, infatti, la legislazione sul *Say on Pay* dovrebbe essere formulata in modo da bilanciare due interessi contrapposti: per un verso, essa dovrebbe ricomprendere tutte le imprese meritevoli di essere “catturate” in una prospettiva di politica del diritto; per altro verso, essa dovrebbe evitare che gravosi oneri siano imposti su società di minori dimensioni le

diventa quindi il documento in cui far confluire le informazioni sia sulla politica per le remunerazioni, sia sui compensi corrisposti»).

²⁴⁸ V. J. GORDON, “*Say on Pay*”: *Cautionary Notes on the U.K. Experience and the Case for Shareholder Opt-in*, cit., pp. pp. 354, ove si critica il carattere obbligatorio della disciplina statunitense proponendo, in alternativa, un regime di *opt-in* (da attuarsi mediante una modifica statutaria ovvero mediante una *precatory resolution*) oppure una restrizione dell'ambito di applicazione alle sole imprese di maggiore capitalizzazione; M. MYERS, *The Perils of Shareholder Voting on Executive Compensation*, in *Del. J. Corp. Law.*, 36, 2011, pp. 456 ss., ove invece si propone (sempre relativamente alla normativa statunitense) un regime di *opt-out*, rimettendo così all'autonomia privata la possibilità di produrne la disapplicazione; M. VESPER-GRÄSKE, “*Say on Pay*” in *Germany: the Regulatory Framework and Empirical Evidence*, cit., pp. 766 ss., ove si conduce un'analisi in tal senso della disciplina tedesca.

quali, in quanto tali, difficilmente possono divenire teatro di abusi nella fissazione dei compensi manageriali²⁴⁹.

In tal senso, può rilevarsi come siano intimamente connessi i due profili concernenti l'ambito applicativo della disciplina e il carattere imperativo o meno della disciplina.

Una disciplina, quale quella tedesca²⁵⁰, che identifichi i propri destinatari nelle società quotate ma che al contempo rimetta alla volontà degli amministratori (o di una minoranza qualificata dei soci) l'inserimento all'ordine del giorno del voto sulla remunerazione, opera una precisa scelta di *policy*. Da un lato, essa non può essere certo additata come "sotto-inclusiva": il dibattito sulla retribuzione degli amministratori ha infatti da sempre riguardato le società di maggiori dimensioni e queste indicativamente coincidono con quelle quotate. Tali imprese, a prescindere dal settore in cui operano, sono generalmente associate a problemi di *governance* a causa della presenza di soci tendenzialmente disinteressati alla gestione sociale; conseguentemente, ci si attende che queste società predispongano strutture retributive complesse che rendono necessaria una disciplina del voto assembleare. Dall'altro lato, non potrebbero essere lamentati difetti di "sovra-inclusività": la natura facoltativa delle delibera, fa sì che soltanto nelle società maggiormente a rischio l'ordine del giorno venga integrato con la previsione di un voto sulla remunerazione, probabilmente a fronte della pressione operata dai soci e dal mercato in generale²⁵¹.

²⁴⁹ Fra i due possibili difetti delle regole giuridiche, ossia il carattere sovra-inclusivo o, all'opposto, sotto-inclusivo, si veda F. SCHAUER, *Le regole del gioco. Un'analisi filosofica delle decisioni prese secondo le regole nel diritto e nella vita quotidiana*, Bologna, 2000, pp. 66 ss.

²⁵⁰ V. *supra*, §11.5.

²⁵¹ In tal senso, M. VESPER-GRÄSKE, "Say on Pay" in Germany: the Regulatory Framework and Empirical Evidence, cit., p. 767.

Il legislatore italiano, dal suo canto, ha operato una scelta differente dall'omologo tedesco ma che lo pone in linea con molti degli ordinamenti stranieri.

Per un verso, la collocazione della nuova disposizione all'interno del Capo II, Titolo III del T.U.F., importa che il relativo ambito di applicazione ricomprenda «tutte le società quotate in mercati regolamentati italiani o di altri Paesi dell'Unione Europea» (*arg. ex art. 119 T.U.F.*)²⁵². Per altro verso, il legislatore ha optato per una natura imperativa e non dispositiva della disciplina in esame.

In primo luogo, quindi, possono replicarsi le considerazioni già esposte: limitare la disciplina alle sole società quotate appare una scelta opportuna, giacché è ricorrente in dottrina la constatazione secondo cui, nelle società quotate, la previsione di obblighi informativi rappresenta un utile presidio sia per la tutela delle minoranze azionarie sia per la pubblicità assicurata alle scelte compiute dagli organi sociali e per l'assoggettamento delle stesse alla valutazione del mercato²⁵³.

Quanto al carattere imperativo della disciplina, si tratta di una scelta di per sé apprezzabile ma al contempo foriera di alcuni effetti collaterali di cui occorre tenere conto. Non vi è dubbio infatti che l'obbligo di sottoporre la remunerazione alla valutazione assembleare permetta di risolvere le distorsioni presenti nelle società caratterizzate dalle peggiori pratiche in materia di remunerazione, sottraendo la disponibilità della scelta agli amministratori e ai soci di controllo,

²⁵² Così anche M. DEL LINZ, *La disciplina sui compensi dei manager nelle società quotate e l'esame delle prime relazioni sulla remunerazione*, cit., p. 456, n. 17; M. RABITTI – P. SPATOLA, *Sub art. 123-ter*, in M. FRATINI – G. GASPARRI (a cura di), *Il Testo Unico della finanza*, Torino, 2012, p. 1709, n. 16.

²⁵³ Non a caso la legislazione opera una puntuale differenziazione tra società quotate e non quotate anche con riferimento ai piani di incentivazione azionaria (art. 114-bis T.U.F.). V., da ultimo, A.M. BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123 t.u.f.*, cit., p. 279.

eventualmente interessati ad un impiego abusivo dei compensi e quindi ad evitarne una piena trasparenza²⁵⁴. D'altro canto non può però tacersi dei costi che un simile obbligo fa inutilmente gravare sulle imprese già in linea con le *best practice* internazionali e nelle quali, quindi, non si avverte alcuna esigenza di intervenire a livello regolatorio²⁵⁵.

18. La frequenza del voto

Con riguardo all'aspetto della "frequenza" del voto assembleare, deve osservarsi come la pronuncia sulle politiche di remunerazione ricada tra le competenze "ricorrenti" dei soci, atteso che si tratta di una materia che deve essere inserita ogni anno all'ordine del giorno dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio o, nelle società che adottano il sistema dualistico, nell'ordine del giorno dell'assemblea convocata per deliberare sulla destinazione dell'utile d'esercizio (art. 123-ter, 1° co., T.U.F.).

Sotto questo profilo la disciplina domestica mostra di discostarsi dall'esperienza degli ordinamenti stranieri. Nel modello tedesco, da poco richiamato, la natura dispositiva della disciplina rimette all'autonomia privata anche la definizione della cadenza temporale del voto²⁵⁶. Nel modello britannico, invece, il voto dei soci sulla *remuneration policy* ha luogo una volta ogni tre anni, ovvero prima, laddove si intenda apportare modifiche alla politica di remunerazione già approvata; l'*implementation report* (avente ad oggetto i compensi

²⁵⁴ Sui problemi che la retribuzione degli amministratori esecutivi è suscettibile di produrre nelle società quotate italiane, in ragione degli assetti proprietari che le caratterizzano, si rinvia al capitolo successivo.

²⁵⁵ Per considerazioni simili, sia pure relativamente al sistema statunitense, si veda M. MYERS, *The Perils of Shareholder Voting on Executive Compensation*, cit., pp. 456 ss.

²⁵⁶ V. *supra*, §11.5.

già corrisposti) è invece sottoposto annualmente alla valutazione assembleare²⁵⁷. Nel modello statunitense, infine, gli azionisti sono chiamati pronunciarsi sui compensi degli amministratori con cadenza triennale, benché si riconosca loro la facoltà, con cadenza ogni sei anni, di decidere se tale valutazione debba avvenire ad intervalli più ravvicinati²⁵⁸.

La preferenza per l'una o per l'altra opzione regolatoria non può dirsi priva di conseguenze.

Per un verso, si potrebbe sostenere che un voto con cadenza annuale sia poco ragionevole. Seguendo quest'ordine di idee, una nuova manifestazione di volontà dell'assemblea dovrebbe aversi a intervalli temporali ravvicinati esclusivamente nella misura in cui siano state apportate delle modifiche alla politica di remunerazione già approvata dai soci, in linea con il modello britannico²⁵⁹. Soltanto in una simile ipotesi, in effetti, si riscontrerebbe una effettiva necessità di far esprimere nuovamente gli azionisti, considerato che la precedente delibera assembleare non sarebbe suscettibile di estendere i propri effetti alla nuova politica predisposta dall'organo di gestione.

Cionondimeno, simili considerazioni peccherebbero di scarsa ampiezza di veduta: eventuali mutamenti, infatti, possono intervenire non solo in ordine alla politica di remunerazione ma anche in ordine al contesto economico in cui opera l'impresa ovvero ancora in ordine alla sua compagine azionaria.

²⁵⁷ *Amplius v. supra*, §11.1.

²⁵⁸ *V. supra*, §11.3.

²⁵⁹ Nella recente disciplina britannica è infatti riconosciuto ai soci un voto vincolante sulla *remuneration policy*, da esprimere una volta ogni tre anni, ovvero prima, laddove si intenda apportare modifiche alla politica di remunerazione già approvata. L'*implementation report*, avente ad oggetto l'indicazione nominativa dei compensi corrisposti nell'ultimo esercizio, è invece sottoposto annualmente ad un voto meramente consultivo dei soci. *Amplius v. supra*, §11.1.

Così ragionando, un voto con cadenza annuale, pur in mancanza di modifiche nella politica di remunerazione già approvata, consente ai soci una migliore valutazione della politica medesima. L'attività sociale potrebbe, ad esempio, caratterizzarsi per la sua estrema volatilità e i relativi profitti variare di anno in anno: in un simile scenario, i soci potrebbe essere in grado di elaborare un compiuto convincimento circa l'efficacia e l'adeguatezza della politica di remunerazione soltanto attraverso un costante confronto con l'andamento economico dell'impresa. Ancora, la struttura proprietaria di una società quotata è per sua definizione suscettibile di continui avvicendamenti, almeno per quanto riguarda le azioni non riconducibili alla (eventuale) partecipazione maggioritaria: prescrivere una cadenza annuale del *Say on Pay* consente così di rafforzare la "legittimazione" della politica di remunerazione adottata dall'organo di gestione, atteso che essa sarebbe riconducibile alla volontà dell'assemblea nella sua più recente conformazione.

19. L'oggetto della valutazione assembleare: la politica di remunerazione e la procedura per la relativa adozione ed attuazione

Come si è anticipato, l'oggetto della delibera assembleare è identificato dal legislatore nella "politica delle remunerazioni", vale a dire nelle linee generali della struttura retributiva dell'alta direzione societaria «con riferimento almeno all'esercizio successivo». La scelta italiana si caratterizza quindi per la presenza di un voto "prospettico" (c.d. *forward looking Say on Pay*) e non già per la presenza di un voto "retrospettivo", quale sarebbe stato se oggetto di valutazione assembleare fosse stata non la prima ma la seconda sezione della relazione, ove sono illustrati i compensi corrisposti nell'ultimo esercizio sociale. Resta quindi precluso all'organo assembleare di

esprimersi su elementi retributivi (e in particolar modo sugli importi dei compensi) relativi ai singoli amministratori o dirigenti; parimenti, non potrà ritenersi legittimo un pronunciamento assembleare su ipotesi di politiche di remunerazione alternative a quella proposta (e approvata) dal consiglio di amministrazione o di votare sui singoli elementi di tale politica, anziché sul sistema retributivo nella sua interezza²⁶⁰.

Le ragioni di una simile preferenza per un voto con efficacia *ex ante* devono essere probabilmente indagate in esigenza di certezza del diritto. Non vi è dubbio infatti che l'alternativa, rappresentata da un intervento *ex post* dell'assemblea, sarebbe maggiormente rispondente all'interesse dei soci, i quali si assicurerebbero l'ultima parola sui pacchetti retributivi; senonché una simile soluzione si tradurrebbe in una maggiore incertezza, non potendosi prevedere se la remunerazione degli amministratori sarà effettivamente confermata dall'assemblea²⁶¹. Secondo alcuni, un voto "retrospettivo", ove addirittura rafforzato da un'efficacia vincolante, sarebbe in grado di produrre effetti nefasti sugli incentivi degli amministratori i quali, non potendo sapere se tutti gli sforzi profusi nell'esercizio delle proprie prerogative saranno adeguatamente riconosciuti a livello retributivo, sarebbero conseguentemente indotti a ridurre il proprio impegno e in generale le risorse investite nell'impresa²⁶².

Ciò premesso sulla "prospettiva" del *Say on Pay* nel modello italiano, occorre ora rilevare come l'oggetto della valutazione assembleare non si esaurisca nella sola politica di remunerazione ma

²⁶⁰ Così anche M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive" nelle società per azioni*, cit., p. 828.

²⁶¹ Per considerazioni di questo tipo in ordine all'ordinamento svizzero, ove la scelta tra una prospettiva *ex ante* ed una *ex post* è rimessa all'autonomia statutaria, v. *supra* §11.2.

²⁶² V. A. WAGNER – C. WENK, *Agency versus Hold-up: On the Impact of Binding Say-on-Pay on Shareholder Value*, cit., p. 3.

si estenda altresì alle «procedure utilizzate per l'adozione e per l'attuazione di tale politica» e che, con quest'ultima, esauriscono il contenuto della prima sezione della relazione.

L'art. 123-*ter* T.U.F. rimette infatti alle singole società la definizione della procedura interna da seguire nell'adozione della politica di remunerazione e volta quindi a identificare quali siano gli organi o le persone deputate alla predisposizione, all'approvazione ed infine alla corretta attuazione della politica. Tali informazioni, unitamente ai termini economico-finanziari della politica remunerativa, dovranno essere debitamente pubblicizzate e sottoposte alla valutazione assembleare.

Pertanto, diviene di centrale importanza stabilire quali siano gli spazi concessi all'autonomia privata nella definizione di entrambi gli oggetti della sezione prima: la politica di remunerazione (§19.1) e la procedura utilizzata per la relativa adozione ed attuazione (§19.2).

19.1. La definizione della politica di remunerazione: l'art. 6 del Codice di Autodisciplina

L'ordinamento italiano, al pari di quelli stranieri, si è concentrato esclusivamente sul modo in cui all'interno della società sono distribuite le competenze per le decisioni in merito ai compensi, astenendosi dall'intervenire direttamente sui parametri destinati a determinare la grandezza del compenso²⁶³.

²⁶³ V. CALANDRA BUONAURA, *Crisi finanziaria, governo delle banche e sistemi di amministrazione e controllo*, cit., p. 662, il quale evidenzia che «in materia continua a prevalere l'orientamento contrario a interventi legislativi e a prescrizioni vincolanti che entrano nel merito della struttura e delle politiche retributive, lasciando all'autonomia e alla capacità di governo degli organi sociali il compito di definire gli assetti retributivi che meglio si adattano alle esigenze della società e del mercato». Nel panorama europeo, l'unica eccezione è rappresentata dalla Germania, su cui v. *supra* nota 79.

L'art. 123-ter T.U.F. prende in considerazione infatti esclusivamente l'aspetto inerente alla trasparenza dell'informativa sulla remunerazione disinteressandosi completamente degli obiettivi e dei criteri orientativi di merito dettati dalle raccomandazioni dell'Unione Europea²⁶⁴, né tantomeno sul punto alla Consob è stata attribuita alcuna delega²⁶⁵.

A tal proposito occorre allora far riferimento al Codice di autodisciplina delle società quotate, redatto dal Comitato per la *Corporate Governance* della Borsa italiana, che nel marzo del 2010, anticipando le istanze legislative in materia, ha recepito in buona sostanza i criteri in materia di politica della remunerazione contenuti nella Raccomandazione del 2009. In particolare, l'art. 6 (*ex art. 7*, nella versione del 2010) del Codice completa il quadro della disciplina sulla remunerazione delineato dall'art. 123-ter T.U.F., dettando le linee guida per la determinazione della politica di remunerazione degli amministratori ed evidenziando alcuni accorgimenti sulla composizione e sul ruolo del comitato per la remunerazione (tale ultimo aspetto, peraltro, sarà oggetto di trattazione solo nel paragrafo che segue)²⁶⁶.

²⁶⁴ V. Raccomandazione 2009/385/CE, Sezione II.

²⁶⁵ Nella relazione di accompagnamento al decreto si afferma infatti che «[...] esula dal relativo potere regolamentare l'indicazione dei criteri cui devono concretamente ispirarsi le politiche retributive».

²⁶⁶ La funzione integrativa svolta *in subiecta materia* dal Codice di Autodisciplina è stato oggetto di approfondita trattazione in dottrina, si veda *ex multis* M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, cit., pp. 726-727; S. BRUNO – F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, cit., p. 1277; ASSONIME, *La disciplina sulle remunerazioni per le società quotate. Circolare n. 8/2012*, cit., pp. 804 ss.; M. DEL LINZ, *La disciplina sui compensi dei manager nelle società quotate e l'esame delle prime relazioni sulla remunerazione*, cit., pp. 471 ss.; ID., *Sub Art. 123-ter*, in F. VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F.*, Torino, 2012, pp. 1319 ss.; M. RABITTI – P. SPATOLA, *Sub art. 123-ter*, cit., pp. 1717 ss.; V. LANFRANCHI – S. SAINO – C. DI NOIA, *La remunerazione degli amministratori nell'autodisciplina delle società quotate*, cit., pp. 69 ss.

Le società potrebbero quindi fare riferimento alla *best practice* delineata dal Codice di autodisciplina per la costruzione dei criteri alla base della remunerazione degli amministratori, direttori generali e dirigenti con responsabilità strategiche. In caso contrario, le società, come per ogni altra raccomandazione del codice, dovranno motivare i motivi della mancata o parziale applicazione²⁶⁷.

Il principio cardine è quello secondo cui la «remunerazione degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche è definita in modo tale da allineare i loro interessi con il perseguimento dell'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo» (art. 6.P.2, prima parte). Il principio, invero, era già sancito nell'edizione del Codice del 2006 ma solo con la versione del 2010 è stato previsto che «una parte significativa della remunerazione [sia] legata al raggiungimento di specifici obiettivi di *performance*, previamente indicati e determinati in coerenza con le linee guida contenute nella politica di remunerazione» (art. 6.P.2, seconda parte).

Al fine di garantire la corretta attuazione di tale principio generale, il Codice detta una serie di criteri in coerenza con i quali deve essere strutturata la politica per la remunerazione degli amministratori esecutivi, degli altri amministratori investiti di particolari cariche nonché, in quanto compatibili, dei dirigenti con responsabilità strategiche.

Un primo sottogruppo di criteri è dedicato alla composizione qualitativa del pacchetto retributivo, ossia al rapporto tra la componente fissa e la componente variabile. Nello specifico, si raccomanda che tali componenti siano tra loro «adeguatamente

²⁶⁷ Si ricorda infatti che il Codice di autodisciplina non è vincolante per le società; a tal proposito si rinvia a quanto già indicato *supra* nota 213 e testo corrispondente.

bilanciate»: l'adeguatezza del bilanciamento non viene tuttavia definita in termini assoluti (ad es., indicando una precisa proporzione) ma contestualizzata in relazione agli «obiettivi strategici» e alla «politica di gestione dei rischi», che differiscono da emittente a emittente, anche in relazione al settore di appartenenza e alle caratteristiche dell'attività svolta (art. 6.C.1., lett. *a*). Il concetto di “adeguato bilanciamento” è poi meglio definito dai criteri secondo i quali devono comunque essere previsti limiti massimi per le componenti variabili (art. 6.C.1., lett. *b*) e la componente fissa deve essere stabilita in misura sufficiente a remunerare la prestazione dell'amministratore nel caso in cui la componente variabile non sia erogata a causa del mancato raggiungimento degli obiettivi di *performance* cui è subordinata (art. 6.C.1., lett. *c*). Gli obiettivi di *performance*, a loro volta, si raccomanda che siano predeterminati, misurabili e collegati alla creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo (art. (art. 6.C.1., lett. *d*).

Sono altresì previsti criteri che intervengono specificamente sulle modalità di erogazioni delle componenti variabili e delle indennità di fine rapporto. Riguardo al primo aspetto, il Codice raccomanda che una «porzione rilevante» della componente variabile sia differita entro un adeguato lasso temporale rispetto al momento della maturazione, coerentemente con le caratteristiche dell'attività d'impresa svolta e con i connessi profili di rischio (art. 6.C.1., lett. *e*)²⁶⁸.

Quanto al trattamento economico eventualmente previsto in caso di anticipata cessazione del rapporto di amministrazione o del

²⁶⁸ Cfr. V. LANFRANCHI – S. SAINO – C. DI NOIA, *La remunerazione degli amministratori nell'autodisciplina delle società quotate*, cit., p. 72, ove si osserva che la logica del differimento dell'erogazione dei *bonus* risponde anche all'esigenza di allungare l'orizzonte di riferimento del percettore della remunerazione, allo scopo di potenziarne l'allineamento degli interessi a quelli degli azionisti, e di fidelizzarlo.

suo mancato rinnovo alla scadenza (c.d. *golden parachutes*), si raccomanda che esso sia definito in modo tale che il suo ammontare complessivo non superi un determinato importo o un numero determinato di anni di remunerazione²⁶⁹; si raccomanda altresì che l'indennità non sia corrisposta se la cessazione è dovuta al raggiungimento di risultati obiettivamente inadeguati (art. 6.C.1., lett. g).

Una delle principali modifiche apportate al Codice nella versione del luglio del 2014, infine, è stata l'introduzione di un ulteriore criterio, in virtù del quale si raccomanda agli emittenti di concludere con i soggetti interessati intese contrattuali che consentano alla società di chiedere la restituzione, in tutto o in parte, di componenti variabili della remunerazione versate (oppure di trattenere somme differite), determinate sulla base di dati che si siano rivelati in seguito manifestamente errati. Tale modifica è stata introdotta per venire incontro alle richieste degli investitori istituzionali (e dei relativi consulenti in materia di voto) di inserire nella politica di remunerazione (e, di conseguenza, nei singoli accordi contrattuali) le c.d. clausole *clawback* che consentono alla società di recuperare i compensi corrisposti ove si riveli, in un momento successivo, che gli obiettivi di *performance* non siano stati raggiunti o che ci sia stato un errore di calcolo e quindi nel conseguente ammontare della parte variabile della remunerazione²⁷⁰.

²⁶⁹ Il Codice quindi non esplicita, nemmeno a titolo esemplificativo, il livello in corrispondenza del quale dovrebbe attestarsi il limite massimo, ma solo i criteri ai quali quest'ultimo deve essere parametrato. In tal senso, la previsione del codice si presenta molto più elastica di quella della Raccomandazione del 2009 ove, al §3.5 è indicato un limite massimo pari a due anni della componente non variabile della retribuzione.

²⁷⁰ Sul punto v. S. BRUNO – F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, cit., p. 1277.

19.2. La procedura interna di adozione della politica tra fonte legislativa e autoregolamentazione

Per quanto concerne la definizione della procedura interna da seguire per l'adozione e per l'attuazione della politica di remunerazione, una prima, importante indicazione proviene dall'art. 123-ter T.U.F., ove si precisa che, sotto il profilo della competenza, spetta all'organo amministrativo *approvare* la relazione sulla remunerazione e, conseguentemente, la politica delle remunerazioni che di tale relazione fa parte²⁷¹. Ciò conferma che la materia delle remunerazioni è caratterizzata da un'elevata complessità e richiede l'impiego di specifiche cognizioni tecniche e professionali²⁷², in linea con il riparto di competenze delineato dall'art. 2389 c.c.²⁷³.

Oltre alla fonte legislativa, i principali spunti si rinvencono nel Codice di autodisciplina che, nello stabilire le linee guida cui il consiglio di amministrazione deve attenersi nella determinazione dei compensi, indirettamente individua la procedura da seguire nell'adozione della politica di remunerazione e nel successivo controllo della sua corretta applicazione.

Il Codice raccomanda infatti l'istituzione in seno all'organo amministrativo di un apposito comitato, il "comitato per la remunerazione", composta da amministratori tutti indipendenti²⁷⁴ o, in

²⁷¹ Per le società che adottano il sistema dualistico, la norma attribuisce al consiglio di sorveglianza la competenza all'approvazione della relazione sulle remunerazioni, sia pur, con riguardo alla seconda sezione, su proposta del consiglio di gestione. La dislocazione di tale competenza in capo al consiglio di sorveglianza, invero, appare coerente con la funzione di indirizzo strategico di cui è investito tale organo, qui chiamato a definire le linee guida per la concreta determinazione delle retribuzioni.

²⁷² In tal senso, A.M. BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123 t.u.f.*, cit., p. 285.

²⁷³ Si rinvia alle riflessioni esposte *supra*, nota 195 e testo corrispondente.

²⁷⁴ Il nostro ordinamento conosce (almeno) due definizioni di amministratore indipendente: una di fonte legislativa (art. 148, 3° co., come richiamato dagli artt. 147-ter, 4° co. e 147-quater, 1° co., T.U.F.) e una di fonte autodisciplinare (art.

alternativa, da amministratori non esecutivi²⁷⁵ in maggioranza indipendenti, riservando in quest'ultimo caso la presidenza ad un amministratore indipendente (art. 6.P.3)²⁷⁶. L'eventuale ricorso ad un consulente esterno (il c.d. *remuneration consultant*) è altresì motivo di ulteriori verifiche, al fine di accertare l'indipendenza di giudizio del consulente e, in definitiva, del comitato²⁷⁷.

Il ruolo che il Codice delinea per il comitato per la remunerazione, come per ogni altro comitato endo-consiliare, consiste in un'attività istruttoria e di proposta per le decisioni adottate dal consiglio. Più nel dettaglio, esso valuta periodicamente l'adeguatezza, la coerenza complessiva e la concreta applicazione della politica per la

3.C.1.). Entrambe richiedono che non siano attribuite funzioni esecutive ma si distinguono in considerazione del significato da attribuire al canone di "indipendenza". Più precisamente, il Codice contempla una nozione "forte" di indipendenza, prendendo in considerazione tanto i rapporti che intercorrono con la società e/o con il *management*, quanto quelli esistenti al di fuori della società (e, segnatamente, verso i soci), siano essi pregressi o attuali. Il Testo Unico della Finanza, invece, si attesta su una definizione "debole" di questo requisito, giacché prende in considerazione esclusivamente i rapporti che intercorrono con la società e/o con il *management* e che siano ancora attuali. In tal senso, v. F. BARACHINI, *Il comitato per la remunerazione: attualità e prospettive alla luce della Commissione Europea 2009/385/CE*, in AA. VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber Amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, pp. 196 ss. Per un approfondimento sul tema della remunerazione degli amministratori indipendenti e per ulteriori riferimenti sull'ampia letteratura in materia, v. E. RIMINI, *La remunerazione degli amministratori indipendenti: prime osservazioni e qualche suggerimento operativo*, in AA. VV., *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, pp. 497 ss.

²⁷⁵ In mancanza di qualsivoglia definizione contenuta nel codice civile o nella disciplina speciale delle società quotate, per "amministratore non esecutivo" si intende l'amministratore che non riveste alcuna funzione e/o ruolo di gestione esemplificamente elencati dall'art. 2.C.1. del Codice di autodisciplina, v. F. BARACHINI, *Il comitato per la remunerazione: attualità e prospettive alla luce della Commissione Europea 2009/385/CE*, cit., p. 195.

²⁷⁶ Si raccomanda altresì che almeno un componente del comitato possieda una adeguata conoscenza ed esperienza in materia finanziaria o di politiche retributive, da valutarsi dal consiglio di amministrazione al momento della nomina.

²⁷⁷ A tal proposito, viene sottolineato che la facoltà di avvalersi di un esperto in materia di politiche retributive esterno deve essere subordinata al fatto che quest'ultimo non fornisca già all'emittente (in particolare, al dipartimento risorse umane, agli amministratori o ai dirigenti con responsabilità strategiche) servizi la cui significatività sia tale da comprometterne l'indipendenza di giudizio (art. 6.C.7).

remunerazione, formulando al consiglio proposte in materia; esso presenta altresì proposte ed esprime pareri in ordine alla specifica remunerazione da corrispondere agli amministratori esecutivi e agli amministratori che ricoprono particolari cariche (art. 6.C.5).

In definitiva, la procedura suggerita dal Codice prevede un ruolo specifico del comitato per la remunerazione che sarà così chiamato a formulare una proposta di politica, naturalmente nel rispetto del criterio di diligenza sancito dall'art. 2392 c.c., principio cardine dell'operato degli amministratori secondo il codice civile²⁷⁸.

Così delineato il ruolo del comitato all'interno del Codice di autodisciplina, occorre altresì chiarire se i regolamenti di funzionamento interno delle società quotate italiane possano attribuire ad esso un ruolo maggiore, identificandolo quale unico soggetto titolare della competenza ad approvare la politica sulle remunerazioni.

A ben vedere, la questione si ascrive in quella, più ampia e generale, relativa alla delegabilità del potere di determinare il compenso spettante agli “amministratori investiti di particolari cariche in conformità dello statuto” ex art. 2389, 3° co., prima parte, c.c.

A tal proposito, secondo l'opinione preferibile, la statuizione consiliare sulla *executive compensation* è da qualificarsi non già come atto a contenuto gestorio, bensì come atto con valore *organizzativo*, come tale certamente indelegabile²⁷⁹. Più precisamente, si tratta non

²⁷⁸ Sul punto, v. S. BRUNO – F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, cit., p. 1276, ove il contenuto concreto dell'obbligo di diligenza viene individuato nella considerazione dei principi in materia di remunerazione rappresentati nel Codice di autodisciplina (v. paragrafo precedente), nonché di quelli che costituiscono *best practice* internazionale secondo le direttive elaborate sul tema da investitori istituzionali e *proxy advisor*.

²⁷⁹ In generale, ritengono che i poteri con valore organizzativo siano indelegabili G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, cit., pp. 204 ss.; A. BORGIOI, *L'amministrazione delegata*, Firenze, 1986, p. 172; O. CAGNASSO, *L'amministrazione collegiale e la delega*, in G.E. COLOMBO - G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, tomo IV, Torino, 1991, p. 297.

solo di un potere relativo all'organizzazione del consiglio, ma altresì di un potere che la legge assegna in via primaria all'assemblea (art. 2364, 1° co., n. 3 e 2389, 1° co., c.c.) e che soltanto in via di eccezione è attribuito al consiglio di amministrazione: ciò è comprovato tanto dall'inciso che chiude l'ultimo comma dell'art. 2389 c.c. quanto dall'eccezione inserita nella lettera *a)* del primo comma dell'art. 2409-*terdecies* c.c., ove si ribadisce la sovranità dell'assemblea nella tematica dei compensi. In altri termini, atteso che la competenza in materia di remunerazioni appartiene originariamente alla *voce* dei soci e solo eccezionalmente, e limitatamente agli amministratori investiti di particolari cariche, è riconosciuta al consiglio, si deve inferire l'inammissibilità di una delega avente ad oggetto tale ultima attribuzione²⁸⁰.

Se quindi, in linea generale, il consiglio di amministrazione non può delegare ad un organo (uni- o pluri-personale) l'approvazione della relazione sulla remunerazione, giacché essa risente dei medesimi limiti operanti per il potere di determinazione dei compensi degli amministratori investiti di particolari cariche, deve escludersi anche che tale delega possa sussistere a favore del comitato per la remunerazione. Tale conclusione discende non solo dalle ragioni sopra esposte ma soprattutto dalla stessa impossibilità di equiparare il comitato per la remunerazione ad un comitato esecutivo *ex art.* 2381, 2° co., c.c.. La funzione del comitato per la remunerazione (come di

²⁸⁰ In tal senso, v. A.L. BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2005, pp. 237-239. Di eguale avviso pare essere lo stesso Comitato per la *corporate governance*, responsabile per la redazione del Codice, che, nel commento alla versione del 2002, osservava che «la costituzione di tale comitato [il comitato per la remunerazione, *ndr*] non solleva particolari problemi ai sensi del diritto italiano, posto che lo stesso ha, in conformità all'art. 2389, 2° co., c.c., solo funzioni propositive e che il potere di stabilire la “remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche in conformità dell'atto costitutivo” rimane in capo al consiglio di amministrazione», v. Codice di Autodisciplina, luglio 2002, p. 12.

ogni altro comitato endo-consiliare) mantiene infatti una natura meramente istruttoria, propositiva, ancillare a favore del consiglio di amministrazione che non si spoglia di alcuna sua competenza²⁸¹.

In definitiva, come sottolineato da attenta dottrina, lo specifico ruolo di natura propulsiva del comitato per la remunerazione, come disegnato dal Codice di autodisciplina, non può importare alcuna traslazione di competenze in seno al consiglio di amministrazione; resta cioè fermo che «la responsabilità, sia per le scelte adottate nella formulazione della politica di remunerazione, che per il controllo della corretta loro applicazione, spetta comunque in definitiva al consiglio di amministrazione»²⁸².

In nessun caso potrà quindi prevedersi che la delibera del comitato per la remunerazione possa avere natura vincolante: una

²⁸¹ V. M. FRANZONI, *Della società per azioni. Disposizioni generali degli amministratori. Artt. 2380-2396*, cit., p. 338, ove il comitato per la remunerazione viene definito come «organo di consulenza per formulare proposte di compenso per gli amministratori delegati, più efficaci tanto per la quantificazione, quanto per la liquidazione di questi compensi»; M. STELLA RICHTER JR., *I comitati interni all'organo amministrativo*, in *Riv. soc.*, 2007, pp. 261-262, ove il comitato per la remunerazione e gli altri comitati contemplati dal Codice di Autodisciplina sono definiti come «comitati consultivi, che svolgono funzioni istruttorie e di proposta ovvero di monitoraggio o consulenza, ma mai funzioni decisorie (che restano espressamente attribuite al consiglio)» e qualificati come «uffici», mentre sono qualificata invece come «organi» i comitati con funzioni decisorie, quali il comitato esecutivo ex art. 2381 c.c. o il comitato per il controllo sulla gestione nel sistema monistico.

²⁸² Sul punto v. S. BRUNO – F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, cit., pp. 1278-1280, secondo i quali una equiparazione tra comitato ex art. 2381 c.c. e comitato per la remunerazione inficerebbe l'intera disciplina: i membri di tale ultimo comitato devono essere infatti amministratori non esecutivi, laddove invece i membri del comitato esecutivo sono, appunto, amministratori esecutivi. Differentemente dal comitato esecutivo, il comitato per la remunerazione svolge quindi funzioni non di natura gestoria ma esclusivamente istruttoria; esso non prende decisioni autonome ma sottopone al consiglio di amministrazione alcune proposte. In tal senso v. anche V. LANFRANCHI – S. SAINO – C. DI NOIA, *La remunerazione degli amministratori nell'autodisciplina delle società quotate*, cit., 73, ove si sottolinea che «l'esito dell'attività valutativa del comitato rappresenta, poi, il punto di partenza per la formulazione di eventuali ed ulteriori proposte al consiglio di amministrazione»; D.U. SANTOSUOSSO, *Il principio di ragionevolezza nella disciplina della remunerazione degli amministratori*, cit., p. 368.

simile soluzione importerebbe che l'intervento dell'organo amministrativo (in ogni caso necessario, stante la previsione dell'art. 123-ter, 2° co., T.U.F.) verrebbe svilito a mera ratifica di quanto deciso dal comitato. La responsabilità delle scelte effettuate in materia di remunerazione, incluse quelle inerenti alla politica da presentare in assemblea, è pertanto sempre da imputarsi in capo al solo organo amministrativo, collegialmente inteso, salvo il dissenso eventualmente esprimibile secondo la regola generale definita dall'art. 2932, 3° co., c.c.²⁸³.

Infine, per quanto riguarda il collegio sindacale²⁸⁴, il silenzio del dettato normativo induce a ritenere che esso non svolga alcun compito con riferimento alla formulazione della politica di remunerazione, la cui redazione, si ripete, spetta esclusivamente all'organo amministrativo e che deve essere sottoposta al vaglio della sola assemblea. Resta fermo, beninteso, il compito dell'organo di controllo di esprimere il proprio parere sulla delibera consiliare riguardante la remunerazione degli amministratori che rivestono particolari cariche ex art. 2389, 3° co., c.c. Sarà quindi in questa sede che il collegio sindacale eserciterà la propria funzione di vigilanza, verificando la concreta coerenza delle remunerazioni o delle indennità corrisposta rispetto alla politica di remunerazione già sottoposta alla valutazione assembleare²⁸⁵.

²⁸³ V. S. BRUNO – F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, cit., p. 1281.

²⁸⁴ Invero, l'unica forma di intervento (indiretto) dell'organo di controllo nella procedura di adozione della politica di remunerazione è rappresentata dalla partecipazione del presidente del collegio sindacale (o da altro sindaco da lui designato) alle riunioni del comitato per la remunerazione, così come «ritenuto opportuno» dal Codice di autodisciplina (v. Commento all'art. 6).

²⁸⁵ Giova ricordare che la delibera consiliare determinativa dei compensi, assunta senza il parere dell'organo di controllo, è impugnabile ai sensi dell'art. 2388, 4° co., c.c. per non conformità alla legge, entro novanta giorni, su iniziativa dello stesso collegio sindacale o degli amministratori assenti o dissenzienti.

20. L'efficacia giuridica della delibera assembleare consultiva

L'art. 4.2 della Raccomandazione 2004/913/CE rimetteva agli Stati Membri la scelta alternativa sull'attribuzione all'assemblea di un voto vincolante ovvero meramente consultivo in ordine alle politiche di remunerazione²⁸⁶. Il legislatore italiano, in linea con alcuni ordinamenti stranieri²⁸⁷, ha optato per un coinvolgimento dell'assemblea *non vincolante*, reputando una simile soluzione regolatoria sufficiente a realizzare il corretto bilanciamento tra, da un lato, le istanze conoscitive e di controllo dei soci e, dall'altro, il riconoscimento in capo all'organo di gestione della competenza e della responsabilità a stabilire in concreto la remunerazione.

²⁸⁶ L'*Action Plan* adottato dalla Commissione nel 2012 ha prospettato di rafforzare la trasparenza sulle politiche di remunerazione e sui singoli compensi e di prevedere un diritto di voto degli azionisti sulla politica di remunerazione e sulla relazione, mediante una modifica della Direttiva 2007/36/CE (relativa all'esercizio di "Alcuni diritti degli azionisti"). La Proposta di Direttiva si muove in questa direzione e prevede un voto la cui natura giuridica è da reputarsi vincolante, atteso che, secondo il testo approvato dalla Commissione, gli azionisti hanno il «diritto di voto sulla politica di remunerazione per gli amministratori» e gli emittenti «retribuiscono i propri amministratori solo secondo la politica retributiva approvata dagli azionisti» (art. 9-*bis* della "Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda taluni elementi della relazione sul governo societario"). Peraltro, occorre segnalare che l'8 luglio 2015 il Parlamento Europeo ha apportato una rilevante modifica al testo proposto dalla Commissione, declassificando la previsione sopra citata a mera norma dispositiva: si riconosce infatti agli Stati Membri la facoltà di attribuire al voto assembleare in materia una efficacia meramente consultiva (il testo della Proposta, come integrato dal Parlamento UE, è disponibile all'indirizzo <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+TA+P8-TA-2015-0257+0+DOC+PDF+V0//EN>). In definitiva, ove la Direttiva dovesse essere approvata nel testo così emendato, non si registrerebbe sul punto alcuna novità rispetto all'alternativa tra voto consultivo e vincolante già prospettata nella Raccomandazione del 2004.

²⁸⁷ Allo stato attuale si registra una netta spaccatura tra gli ordinamenti che hanno riconosciuto agli azionisti un voto solo consultivo sulla politica di remunerazione (su tutti, Stati Uniti, Germania, Francia) e quelli che hanno invece optato per un voto vincolante (principalmente, Regno Unito, Spagna e Svezia). Per una più approfondita panoramica, v. *supra* §11.1-§11.5.

Benché quella in esame non possa definirsi la prima fattispecie di voto consultivo introdotta nel nostro ordinamento²⁸⁸, il coinvolgimento non vincolante dell'assemblea resta ancora oggi un *novum* nel panorama del diritto societario²⁸⁹, la cui funzione può essere ravvisata nella volontà legislativa di instaurare, all'interno della società, «una dinamica di confronto collaborativo interorganico, fondata sull'acquisizione di “opinioni”, anziché di approvazioni o di autorizzazioni in senso tecnico, su materie attinenti all'esercizio dell'impresa»²⁹⁰.

²⁸⁸ Tralasciando per ora la possibilità del consiglio di amministrazione di richiedere “pareri” all'organo assembleare, così come consentita dal diritto comune, occorre segnalare che, limitatamente alle società quotate, una ulteriore fattispecie deliberativa “non vincolante” era già contemplata nell'ambito della disciplina dettata in materia di operazioni con parti correlate dal Regolamento Consob n. 17221/2010. In primo luogo, a prescindere dal sistema di *governance* adottato, l'art. 13, 6° co., del Regolamento consente che la procedura adottata dal singolo emittente possa esentare le “operazioni urgenti” dall'applicazione delle norme del Regolamento, purché siano rispettate una pluralità di condizioni, fra le quali, per quello che qui interessa, la condizione che «tali operazioni siano successivamente oggetto, ferma la loro efficacia, di una deliberazione non vincolante della prima assemblea ordinaria utile». In secondo luogo, in caso di adozione del sistema di dualistico, è richiesta una deliberazione non vincolante dell'assemblea: *i*) nell'ipotesi in cui il consiglio di gestione approvi un'operazione di maggiore rilevanza in presenza di un parere negativo di un comitato composto esclusivamente da consiglieri di sorveglianza indipendenti non correlati (All. 2, par. 2.1, lett. *d*); *ii*) nell'ipotesi in cui il consiglio di gestione approvi un'operazione di maggiore rilevanza in presenza del parere contrario del consigliere di gestione indipendente non correlato o del comitato di consiglieri di gestione indipendenti non correlati; in questo caso la procedura può prevedere, alternativamente, la sottoposizione dell'operazione al voto successivo dell'assemblea ovvero l'acquisizione di un parere preventivo non vincolante da parte di un comitato composto esclusivamente da consiglieri di sorveglianza indipendenti non correlati (All. 2, par. 2.2, lett. *d*); *iii*) relativamente alle operazioni con parti correlate sulle quali sia chiamato a deliberare il consiglio di sorveglianza ai sensi dell'art. 2409-*terdecies*, lett. *f-bis*), nell'ipotesi in cui il consiglio di sorveglianza, autorizzato dalla procedura, approvi un'operazione nonostante il parere difforme del comitato di consiglieri di sorveglianza indipendenti e non correlati (All. 2, par. 3.1, lett. *d*).

²⁸⁹ V. P. DAVIES – S. WORTHINGTON, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, cit., p. 385, ove si nota che «*an advisory vote is a novel creature in the companies' legislation*».

²⁹⁰ Così M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari “consultive” nelle società per azioni*, cit., p. 823.

L'espressione di un voto consultivo rappresenta pertanto una modalità di intervento assembleare sì limitata ma non per questo meno pervasiva, giacché essa consente agli azionisti di conoscere informazioni di regola non facilmente accessibili, di manifestare la propria opinione e, in ultima analisi, di esercitare un'attività di controllo e di contrasto al rischio di condotte opportunistiche degli amministratori: ciò che risulta di estrema utilità nella materia *de qua*, in cui sono forti le asimmetrie informative ed elevate le possibilità di conflitto tra soci e gestori²⁹¹.

Rinviando al capitolo successivo il giudizio sulla funzionalità di un *Say on Pay* consultivo in ragione degli assetti proprietari prevalenti nel nostro sistema societario, in questa sede occorre interrogarsi sugli effetti, di fatto e di diritto, che produce nel nostro ordinamento il pronunciamento assembleare *ex art. 123-ter* T.U.F. Compito dell'interprete, in questo caso, è di valutare in che misura la delibera consultiva sia in grado di limitare le determinazioni dell'organo competente a stabilire i compensi e in che misura invece tale organo

²⁹¹ Cfr. A. M. BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123 t.u.f.*, cit., p. 293, ove si osserva che la previsione di un simile voto consultivo pare confermare il rilievo secondo cui l'assemblea oggi rappresenta, più che un luogo di assunzione delle decisioni, un momento di informazione e di trasparenza e l'occasione in cui gli azionisti esterni al gruppo di controllo possono accedere a dati ad essi altrimenti preclusi; E. CERVIO, *Solo consultivo il voto espresso dai soci in ordine alla relazione sui «compensi»*, in *Guida al Diritto*, 9, 2011, p. 4, il quale osserva che la natura consultiva del voto smorza i problemi di azione collettiva e consente ai soci di esprimere il proprio sdegno in materia di politiche retributive; M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, cit., pp. 725-726, il quale nota che il *Say on Pay* è in realtà un rimedio che si rivolge ad una particolare categoria di azionisti, gli investitori istituzionali, i quali sono in grado di valutare equità ed equilibrio delle decisioni sui compensi degli amministratori. In tal senso, si osserva, c'è un consenso generale sul fatto che il *Say on Pay* abbia indotto gli organi di gestione ad una maggiore trasparenza verso gli azionisti riguardo alle politiche in materia di compensi e abbia incrementato il dialogo tra amministratori e investitori istituzionali. Così anche DAVIS, *Does "Say on Pay" Work? Lessons on Making CEO Compensation Accountable*, cit., p. 10. Per ulteriori riferimenti bibliografici e spunti in ordine al dialogo interorganico determinato dal *Say on Pay*, s. veda *supra* §12.1-§12.2.

sia libero di discostarsi dagli esiti della votazione, senza che per questo possano operare rimedi di natura reale od obbligatoria.

L'interrogativo delineato assume una peculiare rilevanza, traducendosi in concreto nel verificare quale sia il rapporto intercorrente tra un organo titolare di una competenza decisoria, qual è il consiglio di amministrazione, e un organo titolare di un potere consultivo, qual è l'assemblea: tanto emerge ove si consideri che, ai sensi dell'art. 2389, 3° co., c.c., la definitiva fissazione dei compensi degli "amministratori investiti di particolari cariche" spetta appunto all'organo di gestione.

Così impostato l'oggetto d'indagine, una prima, utile indicazione proviene dalle esperienze degli ordinamenti stranieri, ove si è dimostrato che il *Say on Pay* produce i suoi principali effetti sul piano fattuale, o meglio "reputazionale", operando quale strumento di *moral suasion*²⁹². Il voto consultivo porta a conoscenza del mercato l'orientamento dell'azionariato su un tema delicato, qual è quello della politica delle remunerazioni, talvolta giudicato alla stregua di una "cartina di tornasole" delle intenzioni future dell'organo gestorio: l'esito di questa delibera può così arrivare a riflettere quale sia lo "stato di salute" del vincolo fiduciario che avvince i due organi sociali, orientando le scelte di (dis)investimento dei soci attuali o

²⁹² In tal senso, si v. G. B. PORTALE, *Un nuovo capitolo del governo societario tedesco: l'adeguatezza del compenso dei Vorstandsmitglieder*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 13; M. RABITTI – P. SPATOLA, *Sub art. 123-ter*, cit., p. 1715; ASSONIME, *La disciplina sulle remunerazioni per le società quotate. Circolare n. 8/2012*, cit., p. 800; P. ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, cit., p. 21. Pone invece l'accento sui risvolti negativi dell'effetto reputazionale, osservando come l'intervenuta approvazione da parte dei soci della politica retributiva riservata agli amministratori esecutivi possa generare, a vantaggio di questi ultimi, un «*reputational insulation effect*», rendendo meno probabile l'eventualità che gli azionisti censurino, in un secondo momento, la palese inadeguatezza di quei compensi rispetto alla reale situazione economica della società, M. MYERS, *The Perils of Shareholder Voting on Executive Compensation*, cit., pp. 434 ss.

potenziali²⁹³ e, in definitiva, indebolendo la reputazione della società e del *management*²⁹⁴. In linea con tali considerazioni, si giustificano i noti casi (su tutti, quello che ha visto protagonista la società britannica *GlaxoSmithKline* nel 2003)²⁹⁵ in cui l'organo di gestione, a fronte di una bocciatura assembleare, ha ritenuto opportuno modificare la politica retributiva in linea con le attese degli azionisti, pur in assenza di un qualsivoglia obbligo giuridico in tal senso.

La deliberazione assembleare consultiva non esaurisce tuttavia la propria efficacia sul piano meramente fattuale: come icasticamente rilevato da autorevole dottrina, «delibera non vincolante non significa delibera priva di qualsiasi effetto giuridico»²⁹⁶. Nel tentativo di enucleare gli effetti giuridici della delibera *ex art. 123-ter* T.U.F., pertanto, può essere utile un raffronto con una fattispecie simile, già oggetto di approfondimento nella nostra letteratura giuridica, vale a dire “i pareri (o raccomandazioni) assembleari”.

Il codice civile del 1942, com'è noto, contemplava all'art. 2364, n. 4, c.c., due meccanismi che permettevano un vero e proprio spostamento della competenza deliberativa in materia gestionale: la sottoposizione da parte degli amministratori di oggetti attinenti alla gestione all'esame dell'assemblea e la riserva di competenza prevista dallo statuto.

²⁹³ Per una distinzione degli effetti della deliberazione consultiva tra il piano endosocietario (ossia della ripartizione di poteri tra i diversi organi) e quello metasocietario (ossia del rapporto dell'impresa con il mercato finanziario), v. M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari “consultive” nelle società per azioni*, cit., pp. 839 ss.

²⁹⁴ «No insurance policy for managers or directors can protect them from [...] reputational penalties», così, A. DYCK – L. ZINGALES, *The Corporate Governance of the Media*, NBER Working paper series n. 9309, p. 4.

²⁹⁵ V. *supra* nota 112.

²⁹⁶ Così P. ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, cit., p. 25.

La codificazione di questi due meccanismi conduceva ad escludere, in modo pressoché pacifico, che l'assemblea potesse ingerirsi nella gestione fuori dai casi di riserva legale o statutaria o di richiesta da parte degli amministratori, con la conseguenza che si negava sia la possibilità di un'avocazione autonoma di poteri gestionali, sia la possibilità di emanare direttive o istruzioni vincolanti²⁹⁷.

Il nuovo testo dell'art. 2364, n. 5, c.c., ha riformato in modo significativo i meccanismi che permettono all'assemblea di intervenire sulla gestione dell'impresa, in aggiunta alle competenze deliberative o autorizzative già previste per legge, stabilendo che l'assemblea delibera «sulle autorizzazioni eventualmente richieste dallo statuto per il compimento di atti degli amministratori, ferma in ogni caso la responsabilità di questi per gli atti compiuti».

La riforma del diritto societario, pertanto, ha escluso la possibilità di trasferire all'assemblea la competenza a deliberare in merito a singole operazioni gestionali²⁹⁸. Nonostante il regime vigente contempli un simile divieto, si ritiene tuttavia che non sia precluso

²⁹⁷ V., *ex multis*, P. ABBADESSA, *L'assemblea: competenza*, cit., pp. 13 ss.

²⁹⁸ Sul punto, v. P. ABBADESSA – A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 2-3, pp. 269 ss.; I. MAFFEZZONI, *Sub art. 2364*, in P. MARCHETTI – L. BIANCHI – F. GHEZZI – M. NOTARI (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, 2012, Milano, p. 16; A. BERTOLOTTI, *Le competenze*, in G. CAVALLI (a cura di), *Assemblea e amministratori*, Torino, 2013, pp. 26 ss.; M. SARALE, *Il nuovo volto dell'assemblea sociale*, in S. AMBROSINI (a cura di), *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, Torino, 2003, p. 167, ove si osserva come la scelta del legislatore rivela la volontà di porre fine agli abusi che la precedente formulazione aveva indotto nella prassi, dove l'ampiezza della riserva finiva spesso per svuotare completamente la funzione degli amministratori, relegati al rango di meri esecutori; M. MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 336 ss.; F. MELONCELLI, *Sub art. 2364 c.c.*, in M. SANDULLI – V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, p. 255; S. AMBROSINI, *L'amministrazione e i controlli nella società per azioni*, in *Giur. comm.*, 3, 2003, p. 310 («non sembra quindi più possibile che lo statuto riservi all'assemblea la deliberazione su determinati oggetti attinenti alla gestione se non appunto nei limiti dell'eventuale potere autorizzatorio»).

agli amministratori di sottoporre materie gestionali agli azionisti, purché ciò avvenga con lo scopo di ottenere un parere (o raccomandazione) non vincolante: un simile meccanismo di raccordo tra i due organi non può infatti reputarsi vietato, anche perché una soluzione così radicale non risponderebbe ad alcuna esigenza meritevole di tutela²⁹⁹. La novità, rispetto al sistema *ante-riforma*, va allora individuata negli effetti della deliberazione assembleare che, se negativa, non può essere considerata vincolante, se positiva, non esonera gli amministratori verso la società per gli eventuali danni arrecati al patrimonio sociale.

A ben vedere, si tratta di vicende del tutto analoghe a quella oggetto della presente trattazione, atteso che tanto nel caso dei pareri assembleari quanto nel caso del *Say on Pay* si è in presenza di situazioni prive di valore vincolante e che, come tali, lasciano intatte le competenze decisionali in capo ad un soggetto diverso. Stante la somiglianza delle vicende, deve allora inferirsi che, come per i pareri assembleari, anche il voto consultivo dell'assemblea sulla politica delle remunerazioni possa essere disatteso dagli amministratori ma ciò a condizione che intervenga una delibera *motivata* dell'organo di gestione³⁰⁰.

²⁹⁹ In tal senso, v. P. ABBADESSA – A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nella s.p.a.*, cit., pp. 288 ss.; I. MAFFEZZONI, *Sub art. 2364*, cit., p. 22; A. TINA, *L'esonero da reponsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Milano, 2008, pp. 267 ss., ove ulteriori riferimenti bibliografici alla n. 108; M. MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, cit., pp. 362 ss.; V. S. BRUNO, *Il ruolo dell'assemblea di s.p.a. nella corporate governance*, Padova, 2012, pp. 77 ss., ove si osserva che il fondamento della legittimità di questa forma di collaborazione è il rapporto fiduciario tra i due organi e gli obblighi che lo regolano.

³⁰⁰ V. P. ABBADESSA – A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nella s.p.a.*, cit., p. 289, ove si rileva che, diversamente dalle "autorizzazioni richieste dallo statuto" (*ex art. 2364*, n. 5, c.c.), i pareri si caratterizzano per il fatto che, ove essi siano di segno negativo, la legittimazione degli amministratori al compimento dell'operazione resta integra. I gestori, tuttavia, in ossequio ai principi di buona fede

In altri termini, la carenza di effetti giuridicamente vincolanti, per un verso, fa sì che la delibera assembleare non sia in grado di porre alcun limite al potere degli amministratori di determinare i compensi, per altro verso, rileva in ordine alla valutazione della diligenza da essi dispiegata, facendo sorgere in capo ad essi un vero e proprio *dovere* di motivare eventuali scostamenti dalle indicazioni provenienti dai soci³⁰¹.

21. Tutela risarcitoria e tutela reale

Nelle pagine che precedono si è chiarito come, in ragione della natura meramente consultiva della delibera assembleare *ex art. 123-ter T.U.F.*, la competenza decisoria sulla retribuzione degli amministratori investiti di particolari cariche resti in capo all'organo di gestione, unico soggetto responsabile per le scelte compiute ai sensi dell'*art. 2389, 3° co., c.c.*

L'analisi della disciplina in materia di *Say on Pay* si conclude adesso esaminando l'istituto in una prospettiva "patologica", ossia valutando in presenza di quali condizioni la volontà (positiva o negativa) espressa in sede assembleare possa giustificare l'attivazione di una tutela di carattere "invalidante" (o "reale" o ancora "demolitoria" che dir si voglia) ovvero di carattere "risarcitorio" rispetto alla retribuzione concretamente determinata dall'organo di gestione *ex art. 2389, 3° co., c.c.* Tale verifica, infatti, consente di

e correttezza, devono motivare la propria decisione difforme e informare i soci alla prima occasione utile.

³⁰¹ Cfr. M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive" nelle società per azioni*, cit., p. 838, il quale osserva che, in quest'ottica, la deliberazione assembleare consultiva si caratterizza in quanto «la sua rilevanza giuridica non consiste nell'erigere un limite esterno a scelte ormai perfezionate (che si tratta allora di "approvare o di autorizzare"), quanto piuttosto nel conferire forza legittimante al processo di formazione della volontà del consiglio di amministrazione».

apprezzare in che misura gli amministratori, benché titolari della competenza decisoria, possano dirsi effettivamente liberi di discostarsi dagli esiti della votazione. In tal senso, pare utile indagare separatamente quali strumenti di tutela possano essere attivati nel caso in cui *i)* la delibera consiliare *ex art.* 2389, 3° co., c.c. non si adegui al parere fornito dai soci in sede assembleare; *ii)* la delibera consiliare attributiva dei compensi sia pienamente conforme agli esiti del voto assembleare; *iii)* la delibera consiliare non sia preceduta dall'approvazione di una politica di remunerazione ovvero da una (valida) delibera assembleare *ex art.* 123-*ter* T.U.F.

21.1. I rimedi esperibili in caso di mancato adeguamento dell'organo amministrativo agli esiti del voto assembleare

In linea di principio, è possibile immaginare due distinte ipotesi in cui si registra una divergenza tra la volontà assembleare (espressa ai sensi dell'art. 123-*ter* T.U.F.) e il deliberato consiliare (adottato ai sensi dell'art. 2389, 3° co., c.c.). Nel primo caso, la politica di remunerazione, sottoposta alla valutazione dell'assemblea *ex art.* 123-*ter* T.U.F., riceve un voto negativo; nondimeno, gli amministratori decidono di restare fedeli alla relazione da essi redatta e di determinare egualmente i compensi degli “amministratori investiti di particolari cariche” (*ex art.* 2389, 3° co., c.c.) coerentemente alla politica in essa contenuta³⁰². Nel secondo caso, invece, la politica di

³⁰² Laddove l'organo di gestione faccia prevalere ragioni di opportunità e reputazionali, decidendo di non applicare la politica retributiva non gradita all'assemblea, si ritiene che non sia obbligato a convocare nuovamente l'assemblea, potendosi limitare a dare *disclosure* alla nuova politica (in linea con le preferenze dei soci) con le stesse modalità dell'art. 123-*ter*, 1° co., T.U.F. In ogni caso, la politica sarebbe sottoposta all'assemblea l'anno successivo. Così, ASSONIME, *La disciplina sulle remunerazioni per le società quotate. Circolare n. 8/2012*, cit., p. 800; S. BRUNO – F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, cit., p. 1282.

remunerazione incontra il consenso dei soci, i quali esprimono parere positivo in sede assembleare; ciononostante, l'organo di gestione, in sede di successiva fissazione dei compensi, decide di discostarsi dalle linee guida indicate nella politica presentata e "approvata" dall'assemblea³⁰³.

In entrambe le situazioni, si è detto, i principi di correttezza e buona fede cui gli amministratori devono informare l'esercizio delle proprie prerogative fanno sorgere in capo all'organo di gestione l'*obbligo di motivare* adeguatamente le ragioni che hanno indotto a non tenere conto degli esiti del voto assembleare. Occorre pertanto individuare le conseguenze, in termini di strumenti di tutela attivabili, nel caso in cui detto obbligo di motivazione sia disatteso.

I) *Tutela risarcitoria*. In primo luogo, una simile violazione potrebbe comportare conseguenze sul piano della responsabilità degli amministratori verso la società, ai sensi dell'art. 2392 c.c.³⁰⁴.

Invero, tale possibilità deve essere valutata nel più ampio quadro degli obblighi risarcitori gravanti sull'organo amministrativo in conseguenza di una delibera attributiva dei compensi *ex art. 2389, 3° co., c.c.* In altri termini, occorre preliminarmente esaminare se una delibera consiliare, avente ad oggetto la corresponsione di un compenso *irragionevole*³⁰⁵ a favore degli amministratori "investiti di

³⁰³ Le ragioni alla base di una simile decisione potrebbero risiedere, ad esempio, in un sopravvenuto mutamento delle condizioni economico-patrimoniali della società, in un generale andamento del mercato o ancora in uno *ius superveniens* (anche fiscale). Così A. M. BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123 t.u.f.*, cit., p. 300, n. 76.

³⁰⁴ Così anche S. BRUNO – F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, cit., pp. 1282-1283; M. DEL LINZ, *La disciplina sui compensi dei manager nelle società quotate e l'esame delle prime relazioni sulla remunerazione*, cit., p. 468.

³⁰⁵ Solo in presenza di un compenso irragionevole, infatti, si può correttamente ritenere che la delibera attributiva causi un ingiustificato depauperamento del patrimonio aziendale: depauperamento che, pur costituendo

particolari cariche in conformità dello statuto”, sia *da sola* sufficiente a fondare la responsabilità dell’organo gestorio nei confronti della società, indipendentemente dalla coerenza di tale delibera con il pronunciamento assembleare *ex art. 123-ter* T.U.F. Così ragionando, infatti, diviene possibile isolare la specifica incidenza che ha, ai fini risarcitori, la circostanza che questo stesso deliberato consiliare (avente ad oggetto l’attribuzione di un compenso irragionevole) sia stato adottato discostandosi immotivatamente dal parere espresso dai soci.

Ciò premesso, la dottrina che si è occupata dell’argomento ha correttamente rilevato come, in un quadro normativo privo di specifiche regole o criteri normativi di adeguatezza dei compensi, al fine di accertare la legittimità dell’emolumento vi sia la necessità di ricorrere ad una clausola generale: il principio di *ragionevolezza*³⁰⁶. Tale principio, infatti, opera, *ex ante*, quale limite alla discrezionalità degli organi sociali ed, *ex post*, quale criterio per sindacare la legittimità dell’assegnazione e la sua lesività per l’impresa³⁰⁷.

Peraltro, considerato che il concetto di “ragionevolezza” si connota per la sua relatività ed indeterminatezza, l’elaborazione giurisprudenziale e la dottrina si sono concentrati sulla ricerca e sulla identificazione di parametri di riferimento oggettivi, volti ad evitare

l’effetto normale della delibera (giacché sull’impresa che grava il peso retributivo), diviene illegittimo ove l’onere posto a carico della società non risulti rispondente all’interesse di quest’ultima, ossia remunerare e incentivare il *management*.

³⁰⁶ V. D.U. SANTOSUOSSO, *Il principio di ragionevolezza nella disciplina della remunerazione degli amministratori*, cit., p. 377, ove si auspica l’esplicitazione del principio in sede normativa; A. NIGRO, *Principio di ragionevolezza e regime degli obblighi e della responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. Comm.*, 3, 2013, pp. 457 ss., ove si ritiene che tale principio possa trovare applicazione in materia di compensi; S. CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori*, cit., pp. 206 ss.; V. CASELLI, *La determinazione del compenso*, cit., pp. 54 ss.; da ultimo, v. A.M. BENTIVEGNA, *La remunerazione degli amministratori: abusi, eccessività sopravvenuta e rimedi attivabili*, in *AGE*, 2, 2014, pp. 317.

³⁰⁷ V. A. NIGRO, *Principio di ragionevolezza e regime degli obblighi e della responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, cit., p. 465.

che il giudizio si trasformi in un arbitrario sindacato nel merito delle scelte aziendali, in virtù della nota *business judgment rule*³⁰⁸.

I parametri cui si è fatto maggiormente ricorso per vagliare la ragionevolezza delle delibere attributive sono così quelli facenti capo alla situazione sociale, attuale e prospettica, della società erogante, con riferimento al patrimonio, al fatturato o agli utili³⁰⁹, ovvero alle mansioni assegnate al beneficiario secondo la loro mole e qualità³¹⁰. In altri casi si è ritenuto invece di richiamare i livelli medi di mercato (*benchmark*)³¹¹, guardando ai compensi erogati in società analoghe (per dimensioni e mercato merceologico) e in favore di soggetti investiti di mansioni corrispondenti³¹².

Il principio di ragionevolezza così descritto diviene quindi rilevante, non solo per verificare la sussistenza di un danno al patrimonio sociale, ma anche come regola di condotta per gli

³⁰⁸ In materia, v. C. AMATUCCI, *Responsabilità degli amministratori di società e ruolo del giudice. Un'analisi comparatistica della business judgment rule*, Milano, 2014; F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, pp. 183 ss. In giurisprudenza, v. da ultimo, Cass. 12 febbraio 2013, n. 3409, in *Giust. civ. Mass.* 2013; Cass. 12 agosto 2009, n. 18231, in *Diritto e Giustizia online*, 2009; Trib. Milano 14 gennaio 2011, in *Giur. comm.*, 5, 2011, p. 1178; Trib. Palermo 13 marzo 2008, in *Giur. comm.*, 1, 2010, p. 121.

³⁰⁹ V. Cass. 3 dicembre 2008, n. 28748, in *Giur. Comm.*, 6, 2009, pp. 1131 ss.; Cass. 17 luglio 2007, n. 15942, in *Giust. civ. Mass.*, 7-8, 2007 (ove il criterio in esame è indicato solo come residuale); Cass. 30 ottobre 2001, n. 13478; Trib. Milano, 6 febbraio 1992, in *Giur. comm.*, 2, 1993, p. 416; Trib. Milano, 17 settembre 1987, in *Giur. comm.*, 2, 1987, p. 797).

³¹⁰ In tal senso, v. Trib. Bologna 20 marzo 2007 (disponibile su pluriscedam.utetgiuridica.it); App. Milano, 5 gennaio 1996, in *Giur. it.*, 1, 1996, p. 739; Trib. Milano 29 giugno 1992, in *Giur. it.*, 1, 1993, p. 234.

³¹¹ V. Cass. 17 luglio 2007, n. 15942, cit.; Trib. Milano 30 giugno 2008, in *Giur. it.*, 2009, p. 396. In dottrina, v. G. NICCOLINI, *Il compenso del liquidatore di s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 5, 2010, p. 1091, il quale ritiene a tal fine utile un'indagine presso il Registro delle Imprese; F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, cit., p. 126, n. 168, ove si afferma che un simile criterio sarebbe giustificato dal richiamo agli «usi» di cui all'art 1374 c.c. (in tema di integrazione del contratto), dall'art. 2233, 1° co., c.c. (in tema di compenso delle professioni intellettuali) e dall'art. 1709 c.c. (in tema di mandato).

³¹² Tale criterio è talvolta ancorato, oltre che ai compensi erogati in società terze, a quelli erogati dalla stessa società nei precedenti servizi, v. Trib. Milano, 1 febbraio 2004, in *Giur. it.*, 2005, p. 2110.

amministratori, sostanzialmente riconducibile ai generali “principi di corretta amministrazione”, oggetto di vigilanza dei sindaci *ex art.* 2403 c.c. e, pertanto, «clausola generale di comportamento degli amministratori»³¹³. In ultima istanza, il principio di ragionevolezza diviene uno dei criteri alla stregua dei quali valutare l’adempimento del dovere di amministrazione diligente, imponendo in concreto agli amministratori l’adozione di scelte ponderate, istruite e coerenti con gli obiettivi di creazione di valore azionario³¹⁴.

Corollario di tali considerazioni è che ogniqualvolta l’organo amministrativo deliberi (ai sensi dell’art. 2389, 3° co., c.c.) un compenso eccessivo, non compatibile con la situazione aziendale né giustificato da particolari mansioni assegnate al beneficiario, ma dannoso per l’equilibrio patrimoniale dell’impresa, è configurabile una violazione del dovere generico di agire con diligenza (art. 2392 c.c.) e di perseguire l’interesse sociale, oltre che una violazione del dovere di curare e valutare l’adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili (art. 2381, 3° co., c.c.), cui potrebbe essere ricondotto il sistema retributivo dell’impresa.

La responsabilità così delineata sussisterà in capo ai consiglieri non beneficiari dell’erogazione che abbiano concorso ad approvare la remunerazione, pur conoscendone o dovendone conoscere (in virtù dei

³¹³ Così A. NIGRO, *Principio di ragionevolezza e regime degli obblighi e della responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, cit., p. 469, ove si argomenta nel senso della riconducibilità del principio di ragionevolezza nell’alveo dei “principi di corretta amministrazione” anche alla luce degli artt. 2501-*bis* c.c. (ove si prescrive che la relazione degli esperti attesti la *ragionevolezza* delle indicazioni contenute nel progetto di fusione, in caso fusione a seguito di acquisizione con indebitamento) e 67, 3° co., lett. *d*), l.f. (la cui formulazione originaria esonerava dall’azione revocatoria fallimentare gli atti posti in essere in esecuzione di un «piano di risanamento che appaia idoneo a consentire il risanamento della esposizione debitoria dell’impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria e la cui *ragionevolezza* sia attestata da un professionista [...] ai sensi dell’art. 2501-*bis* c.c.»).

³¹⁴ *Ivi*, pp. 467 ss.; A.M. BENTIVEGNA, *La remunerazione degli amministratori: abusi, eccessività sopravvenuta e rimedi attivabili*, cit., p. 327.

doveri di diligenza e dell'agire informato) il carattere pregiudizievole della società. Dovrà altresì reputarsi responsabile, *ex art. 2391, 4° co., c.c.*, il gestore beneficiario dell'erogazione che, con il suo voto determinante, abbia concorso all'adozione del deliberato lesivo.

In definitiva, la corresponsione di un compenso irragionevole deliberata ai sensi dell'art. 2389, 3° co., c.c., deve ritenersi da sola sufficiente per giustificare l'esercizio di un'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori.

Tornando allora all'argomento oggetto della presente trattazione, si deve ritenere che la circostanza che la delibera sopra indicata sia stata adottata discostandosi dal parere assembleare, senza alcuna adeguata motivazione, potrà solo operare quale ulteriore indice della violazione dei doveri fiduciari e degli obblighi di corretta amministrazione inerenti alla funzione gestoria, segnalando così una condotta non conforme alla diligenza professionale.

Più semplicemente, occorre rifuggire dal vizio logico di reputare il mero scostamento immotivato dagli esiti assembleari quale unico motivo fondante la responsabilità degli amministratori, giacché delle due l'una: o il compenso è *ragionevole*, nel qual caso gli amministratori non possono essere chiamati a rispondere di alcun danno, anche laddove abbiano immotivatamente contraddetto la delibera assembleare consultiva, o il compenso è *irragionevole*, nel qual caso gli amministratori possono essere sì chiamati a rispondere dell'inadempimento dei doveri sopra indicati, risultando la relativa prova agevolata dalla circostanza che essi non hanno tenuto in debito conto le indicazioni fornite dall'assemblea.

II) *Revoca degli amministratori*. A conclusioni differenti pare doversi giungere per quanto concerne il rimedio rappresentato dalla revoca degli amministratori ai sensi dell'art. 2383, 3° co., c.c.

Com'è noto, la revoca dei gestori appartiene al genere del recesso per il quale la “giusta causa” non è condizione di efficacia dell'atto ma la relativa mancanza attribuisce all'amministratore il diritto al risarcimento del danno³¹⁵. Peraltro, considerato che l'area del danno risarcibile nel caso di specie è tradizionalmente identificata nel “lucro cessante” e quindi equivale all'ammontare dei compensi percepiti fino alla scadenza dell'incarico³¹⁶, si intuisce che la possibilità di configurare una giusta causa diviene decisiva per la stessa attivazione del rimedio *de quo*, condizionandone in concreto l'utilità e la convenienza economica per la società. Solo ricorrendo a una giusta causa, infatti, la società potrà rimuovere il gestore senza doverlo indennizzare ai sensi dell'art. 2383, 3° co., c.c.

Come costantemente ribadito in sede giurisprudenziale, «la giusta causa di revoca può derivare anche da fatti non integranti inadempimento, ma richiede pur sempre un *quid pluris* rispetto al mero dissenso ossia esige situazioni sopravvenute – provocate o meno dall'amministratore stesso – che minino il *pactum fiduciae*, elidendo l'affidamento inizialmente risposto sulle attitudini e sulle capacità dell'organo di gestione»³¹⁷.

Nel caso di specie, quindi, il mero dissenso dei soci rispetto alla politica di remunerazione proposta dagli amministratori non può

³¹⁵ Così, M. FRANZONI, *Della società per azioni. Disposizioni generali degli amministratori. Artt. 2380-2396*, cit., p. 180; G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, cit., pp. 470 ss. Per tale motivo, si è sottolineato che, essendo la revoca un diritto previsto dalla legge, il suo esercizio non può mai determinare un danno all'amministratore. Sarebbe stato quindi preferibile utilizzare il termine “indennizzo” piuttosto che quello di risarcimento, il quale lascerebbe intendere l'esistenza di un danno (di “indennizzo” parla infatti Trib. Roma 24 luglio 2013, n. 16432, in *Vita not.*, 3, 2013, p. 1477).

³¹⁶ Così Trib. Roma 24 luglio 2013, n. 16432, cit.; Trib. Napoli 21 maggio 2001, in *Giur. comm.*, 2, 2002, p. 495.

³¹⁷ Così *ex multis*, Cass. 5 agosto 2005, n. 16526, in *Giust. civ. Mass.*, 7-8, 2005; Cass. 7 agosto 2004, n. 15322, in *Giust. civ. Mass.*, 7-8, 2004; Cass. 21 novembre 1998, n. 11801, in *Giur. it.*, 1, 1999, p. 562.

reputarsi sufficiente per affermare la rottura del vincolo fiduciario³¹⁸. Tuttavia, qualora gli amministratori abbiano determinato i compensi in senso non conforme al pronunciamento assembleare *ex art. 123-ter* T.U.F. (discostandosi dalla politica “approvata” dall’assemblea o restando fedeli alla politica non “approvata” dall’assemblea), senza una valida e adeguata motivazione, è possibile ravvisare in questa condotta il *quid pluris* che faccia ritenere che gli amministratori non agiscano più nel migliore interesse della società³¹⁹.

Differentemente da quanto visto per la tutela risarcitoria, pertanto, il ricorso alla revoca (*rectius*, di una giusta causa di revoca) non è subordinato alla sussistenza di un compenso “irragionevole”³²⁰, ben potendo operare in virtù di un ingiustificato scostamento della delibera consiliare attributiva dei compensi dagli esiti del voto assembleare.

III) Tutela reale. Quanto alle possibili conseguenze sul piano invalidatorio, sembra possibile individuare altresì sanzioni a carattere reale.

Invero, il valore non vincolante del voto e l’espressa salvezza delle competenze decisionali in materia retributiva ai sensi del codice

³¹⁸ Nello stesso senso, v. anche M. RABITTI – P. SPATOLA, *Sub art. 123-ter*, cit., p. 1716.

³¹⁹ V. anche A.M. BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123 t.u.f.*, cit., p. 301; S. BRUNO – F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, cit., pp. 1283. Concludono nel senso della operatività di una giusta causa di revoca anche gli Autori che hanno affrontato il tema (simile) dell’ingiustificato scostamento dell’agire amministrativo rispetto al parere assembleare; v. *supra* nota 299.

³²⁰ La corresponsione di un compenso irragionevole (a prescindere dalla sua coerenza con la politica “approvata” dall’assemblea) può altresì operare quale giusta causa di revoca, concretizzandosi essa nella violazione degli obblighi sopra riportati (di diligenza, di perseguire l’interesse sociale, di adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili, di non agire in conflitto d’interessi) e cui gli amministratori sono tenuti a informare il loro operato. Così A.M. BENTIVEGNA, *La remunerazione degli amministratori: abusi, eccessività sopravvenuta e rimedi attivabili*, cit., p. 329.

civile e del T.U.F. sembrano precludere la possibilità di impugnare, *ex art. 2388, 4° co., c.c.* la delibera di determinazione del compenso solo perché in contrasto con gli esiti del voto assembleare; in tal caso, quindi, non è possibile invocare una violazione di legge, causa di annullamento del deliberato consiliare, posto che l'art. 123-*ter* T.U.F. esclude espressamente l'efficacia vincolante del voto.

Nondimeno, non sembra tuttavia da escludere la possibile attivazione del rimedio invalidatorio in virtù della disciplina sul conflitto d'interessi (art. 2391 c.c.) nonché in virtù della disciplina sulle operazioni con parti correlate (art. 2391-*bis* c.c. e delibera Consob del 12 marzo 2010, n. 17221, di seguito "Regolamento OPC").

Per quanto concerne il primo profilo, è innegabile che l'amministratore che abbia votato nella delibera determinativa del proprio compenso (in quanto "investito di particolari cariche" *ex art. 2389, 3° co., c.c.*) possa reputarsi portatore di un interesse personale³²¹: ciò che, come noto, al ricorrere di determinati presupposti può condurre all'annullamento della delibera consiliare.

Tali considerazioni devono infatti essere verificate alla luce della disciplina dettata dall'art. 2391 c.c. in tema di "interessi degli amministratori". In particolare, nel caso in cui l'amministratore abbia un interesse, per conto proprio o di terzi, in una determinata operazione, la norma impone che costui ne informi gli altri amministratori e il collegio sindacale, nonché, se si tratta di amministratore delegato, che si astenga dal compiere l'operazione; inoltre il consiglio, ove deliberi il compimento dell'operazione è

³²¹ In dottrina si osserva che si ha "interesse" quando vi sia ragionevole motivo di ritenere che l'amministratore, nelle concrete circostanze del caso, si rappresenti di ricavare dal compimento (o dall'omissione) dell'operazione un'utilità quantitativamente e qualitativamente rilevante, così L. ENRIQUES, *Il conflitto d'interessi degli amministratori di società per azioni*, cit., p. 146.

tenuto a *motivarne* adeguatamente le ragioni e la convenienza per la società.

Sul piano sanzionatorio, la disposizione citata (al comma terzo) consente l'impugnativa delle delibere consiliari al ricorrere dei seguenti presupposti alternativi: *i)* omessa o insufficiente comunicazione da parte dell'amministratore interessato; *ii)* omessa o insufficiente o contraddittoria motivazione della delibera del consiglio; *iii)* voto determinante dell'amministratore interessato. Requisito in ogni caso necessario per l'annullabilità è quello della potenziale dannosità della deliberazione per la società.

Nel caso di specie, pertanto, l'annullabilità del deliberato sarà anzitutto possibile nel caso in cui l'amministratore (investito di particolari cariche) beneficiario dell'attribuzione abbia partecipato con il suo voto determinante alla delibera. Si tratta tuttavia di ipotesi alquanto remota, atteso che la prassi, nelle società quotate, è nel senso che l'amministratore interessato, pur in mancanza di un obbligo di legge, si astenga dal voto o si allontani dalla riunione al momento della discussione e della deliberazione del suo compenso³²². L'annullabilità della delibera sarà altresì possibile qualora essa si sia discostata dal pronunciamento assembleare, senza adeguata motivazione sul punto: tale omessa motivazione potrà quindi essere ricondotta alla violazione dell'obbligo di motivazione previsto dal citato 2° comma dell'art. 2391 c.c.³²³.

³²² Così emergeva espressamente dal Codice di Autodisciplina delle società quotate, nella versione del marzo del 2006, p. 40. L'attuale versione del codice di autodisciplina, invece, afferma esplicitamente che nessun amministratore dovrebbe prendere parte alle riunioni del comitato per la remunerazione in cui vengono formulate le proposte al consiglio di amministrazione relative alla propria remunerazione (Criterio 6.C.6).

³²³ Nello stesso senso v. anche A.M. BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123 t.u.f.*, cit., pp. 302-304.

In ogni caso sarà necessario, quale ulteriore requisito per l'annullabilità della delibera, il danno (anche solo potenziale) per la società, che, ancora una volta, ricorrerà in caso di irragionevolezza del compenso, nei termini sopra indicati.

Una seconda causa di annullamento del deliberato consiliare potrebbe discendere dalla disciplina sulle operazioni con parti correlate, sia pur limitatamente ad una sola delle due ipotesi prospettate in principio di paragrafo, vale a dire al caso di mancata coerenza tra la politica di remunerazione che abbia ricevuto il voto favorevole dell'assemblea e la successiva retribuzione deliberata dal consiglio di amministrazione *ex art. 2389, 3° co., c.c.* (che così decide di discostarsi dalla politica di remunerazione già redatta, oltre che dal pronunciamento assembleare *ex art. 123-ter T.U.F.*).

Occorre infatti ricordare che la retribuzione degli amministratori è, per sua natura, un'operazione con parti correlate. Come si è già visto³²⁴, le delibere consiliari di determinazione del compenso spettante agli "amministratori investiti di particolari cariche" (art. 2389, 3° co., c.c.) possono essere escluse dall'applicazione delle disposizioni del Regolamento qualora tale esenzione sia espressamente prevista nella procedura interna adottata dall'emittente e a condizione che: *i)* la società abbia adottato una politica di remunerazione; *ii)* nella definizione della politica di remunerazione sia stato coinvolto un comitato costituito esclusivamente da amministratori non esecutivi in maggioranza indipendenti; *iii)* sia stata sottoposta all'approvazione o al voto consultivo dell'assemblea una relazione che illustri la politica di remunerazione; *iv)* la remunerazione assegnata sia coerente con tale politica (art. 13, 3° co., lett. *b*), Regolamento OPC).

³²⁴ V. *supra* §14.4.

Nell'ipotesi sopra richiamata (deliberato consiliare immotivatamente irrispettoso della politica di remunerazione "approvata" in assemblea), verrebbe a mancare l'ultima delle condizioni citate per poter disapplicare il Regolamento Consob, ossia la coerenza tra la remunerazione assegnata e la politica sottoposta al voto assembleare.

Corollario di ciò è che, nel caso di specie, l'obbligo di motivazione del deliberato consiliare non discenderebbe più dai principi di correttezza e buona fede cui gli amministratori devono informare l'esercizio delle proprie prerogative a fronte di un "parere assembleare", bensì dalla stessa applicazione del Regolamento OPC. L'art. 7, 1° co., lett. e) del citato Regolamento, infatti, nel prescrivere il contenuto minimo della procedura interna per il caso di operazioni di "minore rilevanza"³²⁵, impone l'obbligo di adeguata motivazione del verbale di approvazione dell'operazione «in merito all'interesse della società al compimento dell'operazione nonché alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni».

In sintesi, qualora la società, nella redazione della procedura interna, abbia optato per l'esenzione sopra indicata, la mancata coerenza delle remunerazioni decise dalla delibera consiliare con la politica di remunerazione che abbia ottenuto il *placet* assembleare esclude l'operatività stessa dell'esenzione, con conseguente applicazione delle disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, tra cui, appunto, l'obbligo di motivazione della delibera.

³²⁵ Come infatti osservato dalla stessa Autorità, è presumibile che la corresponsione della remunerazione si configuri in concreto come "operazioni di minore rilevanza", con conseguente applicazione della relativa disciplina procedurale. Cfr. CONSOB, *Disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-bis del codice civile in materia di operazioni con parti correlate*, 3 agosto 2009, p. 29, disponibile sul sito della Commissione www.consob.it.

Da quanto detto può ragionevolmente inferirsi che l'eventuale delibera consiliare che determini la remunerazione degli amministratori "investiti di particolari cariche" (ai sensi dell'art. 2389, 3° co., c.c.) in modo difforme dalla politica di remunerazione sottoposta al voto assembleare e che non sia accompagnata da un'adeguata motivazione, potrà essere impugnata ex art. 2388, 4° co., c.c., per violazione di legge, vale a dire le disposizioni del Regolamento Consob³²⁶.

21.2. I rimedi esperibili in caso di adeguamento dell'organo amministrativo agli esiti del voto assembleare

Nell'ipotesi in cui la politica di remunerazione, ottenuto il *placet* assembleare, sia poi rispettata in sede di successiva fissazione della remunerazione da parte dell'organo amministrativo, non si pongono peculiari problemi. Non ricorrendo alcuna divergenza tra la volontà espressa dai soci e quella espressa dai gestori, responsabili della determinazione dei compensi, non sorge in capo a questi ultimi il più volte richiamato dovere di motivazione, la cui violazione, si è visto, potrebbe giustificare l'attivazione di rimedi di natura reale o risarcitoria.

In questo caso, peraltro, resta in ogni caso ferma la responsabilità degli amministratori per le scelte compiute ex art. 2389, 3° co., c.c.: ciò in virtù della salvezza dell'azione sociale di

³²⁶ La dottrina è unanimemente orientata nel senso che la violazione di una norma procedimentale (imposta dal Regolamento Consob) produca la impugnabilità della delibera consiliare ai sensi dell'art. 2388, 4° co., c.c. V. P. ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, cit., p. 27.; M. VENTORUZZO, *Sub art. 2391 bis*, in P. MARCHETTI – L. BIANCHI – F. GHEZZI – M. NOTARI (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, 2012, Milano, pp. 536 ss.; M. FOSCHINI, *Le operazioni con parti correlate e l'attuazione dei principi di cui all'art. 2391-bis del codice civile*, in *Studi per Franco Di Sabato*, Napoli, 2009, p. 600; da ultimo v. N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, Milano 2016, pp. 251 ss.

responsabilità prevista dall'art. 2364, n. 5, c.c., in caso di formale autorizzazione, applicabile *a fortiori* alle semplici raccomandazioni³²⁷. Resta così esclusa la possibilità per gli amministratori di invocare, a discarico di responsabilità, la conformità di quanto deliberato alla volontà assembleare, posto che gli stessi conservano in ogni caso il potere-dovere di non attuare detta politica ove pregiudizievole per l'interesse sociale.

Se quindi il voto favorevole dei soci non libera gli amministratori dalla responsabilità nei confronti della società, la delibera favorevole può comunque presentare qualche utilità per gli amministratori: dal divieto di venire *contra factum proprium* discenderebbe infatti l'impossibilità per i soci di invocare una giusta causa di revoca degli amministratori che abbiano determinato la remunerazione ex art. 2389, 3° co., c.c. in coerenza con la politica di remunerazione "approvata" dall'assemblea³²⁸.

21.3. I rimedi esperibili in caso di omissione della relazione sulla remunerazione o di una (valida) delibera assembleare

Diversa ancora è l'ipotesi (si direbbe, di scuola) in cui sia stata del tutto omessa la relazione sulla remunerazione ovvero l'organo

³²⁷ In tal senso v., con riferimento al tema dei "pareri assembleari", P. ABBADESSA – A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nella s.p.a.*, cit., p. 289, n. 57; con riferimento al voto assembleare sulle politiche retributive, A.M. BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123 t.u.f.*, cit., p. 306.

³²⁸ Il principio è espresso in via generale per le raccomandazioni assembleari ed è quindi applicabile anche al caso in esame. Sul punto, v. I. MAFFEZZONI, *Sub art. 2364*, in cit., p. 23; F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, cit., p. 11, n. 8; A. TUCCI, *Gestione dell'impresa e supervisione degli azionisti*, Milano, 2003, p. 213; nonché, per la vigenza del principio in materia, quale espressione del principio di correttezza e buona fede oggettiva anche se in relazione al diverso profilo della possibilità di un preventivo esonero espresso degli amministratori dall'azione di responsabilità, A. TINA, *L'esonero da responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Milano, 2008, pp. 199 ss.

amministrativo, pur approvando detta relazione, non l'abbia sottoposta al voto assembleare. In tal caso, la successiva delibera di determinazione dei compensi risulterebbe affetta da un vizio, riconducibile alla violazione di legge, in quanto priva di un presupposto procedimentale, risultando così impugnabile ai sensi dell'art. 2388, 4° co., c.c.³²⁹.

Oggetto di separata indagine è invece l'ipotesi in cui la delibera assembleare *ex art. 123-ter* T.U.F. sia affetta da vizi di natura procedimentale o sostanziale, il che, peraltro, impone di chiarire preliminarmente se la delibera assembleare consultiva possa tecnicamente considerarsi "invalida".

A seguito della sua originaria comparsa nel diritto societario, si era infatti inizialmente dubitato che un pronunciamento dell'organo assembleare privo di efficacia vincolante potesse essere ricondotto propriamente nella "fattispecie deliberativa", con la ulteriore conseguenza di ritenere inammissibile un'azione volta ad ottenere una statuizione giudiziale di invalidità degli esiti del voto ai sensi degli artt. 2377-2379 c.c.³³⁰. Non pare, tuttavia, di poter condividere tali considerazioni.

In primo luogo, argomenti di carattere letterale, quali l'impiego del termine «delibera» nel 6° comma dell'art. 123-ter T.U.F., mostrano la volontà legislativa di distinguere la vicenda assembleare in esame dalle altre ipotesi in cui gli azionisti sono meramente chiamati a prendere cognizione di una documentazione proveniente da

³²⁹ In senso favorevole, anche M. DEL LINZ, *La disciplina sui compensi dei manager nelle società quotate e l'esame delle prime relazioni sulla remunerazione*, cit., p. 469.

³³⁰ A.M. BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123-ter t.u.f.*, cit., la quale inferisce dalla mancanza di valore vincolante e dalla mancata creazione di obblighi e diritti la esclusione dell'operatività dei rimedi impugnatori di cui agli artt. 2377-2379 c.c.

altri organi sociali senza poter svolgere al riguardo alcuna autonoma determinazione³³¹.

In secondo luogo, prescindendo dalla formulazione letterale del dettato normativo, diviene un argomento rilevante la circostanza che il voto consultivo, benché inidoneo ad arginare la discrezionalità dell'organo competente alla decisione finale, sia egualmente capace di produrre effetti giuridici, nei termini di un dovere di motivazione in capo all'organo gestorio che decida di procedere in modo divergente dal pronunciamento assembleare.

In conclusione, gli argomenti esposti inducono senz'altro a convenire con quanti in dottrina hanno confermato l'idoneità del voto consultivo a completare una vicenda procedimentale propriamente "deliberativa", dovendo così risolvere in senso positivo il dubbio circa la operatività dei rimedi impugnatori di cui agli artt. 2377 ss c.c.³³².

Conseguentemente, atteso che la delibera assembleare *ex art. 123-ter T.U.F.* si qualifica come presupposto procedimentale della delibera consiliare *ex art. 2389, 3° co., c.c.*, si può ragionevolmente concludere che la caducazione degli effetti del deliberato assembleare invalido possa ripercuotersi anche sulla delibera consiliare adottata "a valle", impugnabile così *ex art. 2388, 4° co., c.c.*

³³¹ Si pensi alla "presa d'atto" di dati ed elementi contenuti in documenti contabili approvati dal consiglio di amministrazione o dal consiglio di sorveglianza (il bilancio consolidato e, nel modello dualistico, anche il bilancio d'esercizio) o alla informativa dovuta dall'amministratore interessato ai sensi dell'art. 2391, 1° co., ult. parte, c.c. o all'informativa dovuta dal collegio sindacale che, destinatario della denuncia di una minoranza qualificata ai sensi dell'art. 2408, 2° co., c.c., deve «presentare le sue conclusioni ed eventuali proposte all'assemblea». V. M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive" nelle società per azioni*, cit., 834.

³³² Così P. ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, cit., p. 29; M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive" nelle società per azioni*, cit., *passim*.

22. **Le peculiari versioni del *Say on Pay* negli istituti finanziari e nelle società controllate dalle pubbliche amministrazioni. Cenni**

Nei paragrafi che precedono si è tentato di esaminare nel dettaglio la versione di *Say on Pay* introdotta nel nostro ordinamento, offrendo differenti angoli di visuale così da poter meglio apprezzare (e talvolta criticare) le scelte compiute in materia dal nostro legislatore. In questa sede, peraltro, occorre dar conto del fatto che in alcuni specifici settori, in ragione degli interessi sottesi alla disciplina che li governa, il legislatore ha introdotto versioni parzialmente differenti di *Say on Pay* che è opportuno qui richiamare, sia pur sinteticamente. Il riferimento è alla disciplina dettata in materia di istituti finanziari e di società controllate dalle pubbliche amministrazioni.

Nelle società quotate, si è detto, il pronunciamento assembleare sulla politica di remunerazione è sì obbligatorio ma, per espressa previsione normativa, non vincolante. In questo senso, la norma dettata dall'art. 123-ter T.U.F. diverge da quanto previsto per le banche dalle “Disposizioni in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari”, adottate dalla Banca d'Italia il 30 marzo 2011 e ove, all'art. 4.1, si rimette direttamente all'assemblea l'approvazione dei compensi stabilendo che «salvo quanto previsto per il sistema dualistico, lo statuto prevede che l'assemblea ordinaria, oltre a stabilire i compensi spettanti agli organi dalla stessa nominati, approva: *i)* le politiche di remunerazione a favore degli organi con funzione di supervisione, gestione e controllo del personale; *ii)* i piani basati su strumenti finanziari» e, inoltre, determina la remunerazione per le particolari cariche del consiglio di sorveglianza.

In questo caso, pertanto, l'assemblea, lungi dall'esprimere un mero “parere” sulla politica remunerativa, è titolare di una prerogativa

decisoria. Alla base dell'attribuzione di tale competenza in materia c'è quindi l'intento di accrescere il grado di consapevolezza e di monitoraggio degli azionisti in merito ai costi complessivi, ai benefici e ai rischi del sistema di remunerazione e incentivazione prescelto³³³.

La materia della remunerazione degli amministratori è oggetto di simile regolamentazione nel settore assicurativo, ove, ai sensi dell'art. 6 del Regolamento dell'ISVAP del 9 giugno 2011, n. 39, «lo statuto delle imprese prevede che l'assemblea ordinaria, oltre a stabilire i compensi spettanti agli organi dalla stessa nominati, approvi le politiche di remunerazione a favore degli organi sociali e del personale, inclusi i piani di remunerazione basati su strumenti finanziari».

In definitiva, per le imprese soggette alla vigilanza della Banca d'Italia e dell'IVASS, l'assemblea, approvando le politiche di remunerazione, assume su di sé la responsabilità della decisione e l'atto di approvazione può essere configurato come “atto complesso”, riconducibile agli atti “pluristrutturati”, imputabile ad entrambi gli organi collegiali coinvolti³³⁴. Viceversa, per le società regolate dal T.U.F., non si è inteso svuotare la riserva di competenza in capo al consiglio di amministrazione, il quale rimane l'unico organo deputato a stabilire la *policy* in materia di remunerazione.

Con riferimento alle società emittenti azioni quotate ma controllate, direttamente o indirettamente, dalle pubbliche amministrazioni, la materia delle remunerazioni degli amministratori delegati è stata oggetto di una disciplina integrativa ad opera della legge 9 agosto 2013 n. 98, che ha modificato l'art. 23-*bis* del d.l.

³³³ Per alcuni spunti in merito, v. M. DEL LINZ, *La disciplina sui compensi dei manager nelle società quotate e l'esame delle prime relazioni sulla remunerazione*, cit., pp. 476 ss.

³³⁴ Così M. RABITTI – P. SPATOLA, *Sub art. 123-ter*, cit., p. 1715.

201/2011, stabilendo alcuni limiti ai compensi da erogarsi a tali amministratori.

La disciplina speciale va ad aggiungersi, pertanto, alle norme, finora analizzate, che si applicano a tutte le società con azioni quotate comprese quelle controllate dalle pubbliche amministrazioni.

Ai sensi del combinato disposto dei commi *5-quater* e *5-quinquies* dell'art. *23-bis*, d.l. 201/2011, nelle dette società, al momento del rinnovo degli organi di amministrazione, è sottoposta all'approvazione dell'assemblea degli azionisti una proposta in materia di remunerazione degli amministratori con deleghe che preveda un compenso non 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». La disposizione prescrive altresì che l'azionista di controllo pubblico sia tenuto ad esprimere voto favorevole alla proposta di remunerazione così formulata.

Nel settore delle società controllate dalle pubbliche amministrazioni, pertanto, il legislatore ha esteso all'assemblea prerogative decisorie altrimenti spettanti, secondo il regime legale (art. 2389, 3° co., c.c.), al consiglio di amministrazione.

Dal dettato normativo discendono due diversi ordini di obblighi. In primo luogo, il consiglio di amministrazione è tenuto ad integrare l'ordine del giorno inserendovi un apposito punto dedicato al limite del compenso, applicabile per gli amministratori che saranno nominati dall'assemblea stessa. In secondo luogo, dalla legislazione speciale discende l'obbligo per l'azionista di controllo di votare a favore della proposta così formulata.

L'eventuale violazione del primo degli obblighi indicati (quello gravante in capo agli amministratori) è da reputarsi causa di responsabilità di natura contrattuale per violazione di disposizione di

legge e legittima l'esercizio di un'azione sociale di responsabilità ex artt. 2393 c.c. o art. 2393-*bis* c.c., identificandosi il danno subito dal patrimonio sociale nell'eccedenza di compenso rispetto al tetto massimo individuato dalla norma³³⁵.

³³⁵ Così, S. BRUNO – F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, cit., pp. 1288 ss.

CAPITOLO IV

La remunerazione degli amministratori nelle società a proprietà concentrata.

Se c'è un problema, qual è il rimedio?

SOMMARIO: 23. Un breve riepilogo – 24. L'identificazione dei problemi di agenzia in funzione degli assetti proprietari – 25. La retribuzione degli amministratori in un sistema con prevalenza di assetti proprietari concentrati: una storia controversa – 25.1. L'impiego abusivo dello strumento retributivo ad opera del socio di controllo – 25.2. Le evidenze empiriche sul sistema italiano e su altri sistemi a proprietà concentrata – 25.3. L'evidenza aneddotica: i casi Pirelli e CIR – 25.4. Le evidenze empiriche in altri sistemi con prevalenza di assetti proprietari concentrati – 26. Quale funzione per il *Say on Pay*? – 27. Il regime italiano di *Say on Pay*: rilievi critici e prospettive di riforma

23. Un breve riepilogo

Come si è esposto nelle pagine che precedono, alle origini del movimento globale di riforma della remunerazione degli amministratori esecutivi vi è stata la convinzione (forse intrisa di considerazioni di carattere etico sociale o, peggio, populistiche)³³⁶ che la corrente fisionomia dei pacchetti retributivi producesse un trasferimento di ricchezza a favore degli amministratori e a detrimento dei soci, in quanto frutto di un processo di autodeterminazione in seno all'organo amministrativo.

La “separazione tra proprietà e controllo” (che tipicamente connota la società a proprietà diffusa) consente agli amministratori di agire indisturbati, senza essere soggetti allo scrutinio di coloro i quali sono i destinatari ultimi dell'attività sociale (ossia, gli azionisti)³³⁷. Coloro i quali sono responsabili della gestione sono liberi di porre in essere condotte opportunistiche, rivolte al perseguimento di interessi

³³⁶ Vedi *supra* nota 75 e testo corrispondente.

³³⁷ Sul fenomeno di “separazione tra proprietà e controllo” e sui rischi ad esso connessi nella società ad azionariato frammentato, v. *supra* §4.

personali che mal si conciliano con l'interesse sociale, *i.e.* l'interesse alla massimizzazione dell'investimento azionario³³⁸.

In un simile contesto, la remunerazione degli amministratori diviene uno dei principali strumenti di cui dispone la società per mitigare lo “strutturale” conflitto d'interessi tra soci e amministratori: una volta che si consenta a questi ultimi di partecipare agli incrementi di valore dell'impresa, essi saranno incentivati ad internalizzare l'interesse dei soci e ad attuare una gestione finalizzata ad aumentare la redditività dell'impresa³³⁹.

Tuttavia, da possibile soluzione al problema, i compensi degli amministratori esecutivi rischiano di divenire essi stessi uno strumento attraverso cui appropriarsi di risorse della società in modo surrettizio: facendo leva sull'influenza che esercitano sull'organo di appartenenza, gli amministratori esecutivi ottengono una remunerazione regolata da condizioni contrattuali tali da consentire guadagni sproporzionati rispetto a quelli che risulterebbero da un corretto processo di contrattazione tra società e *manager*³⁴⁰.

Così individuata nei comportamenti opportunistici degli amministratori la ragione della “eccessività”³⁴¹ dei compensi, gli ordinamenti nazionali si sono concentrati sul modo in cui all'interno

³³⁸ Sulla polisemia intrinseca alla nozione di “interesse sociale” e sulla accezione accolta in questa trattazione, v. *supra* nota 11.

³³⁹ Sulla funzione incentivante della remunerazione, v. *supra* §6.

³⁴⁰ Queste sono le conclusioni cui addivene la tesi del “potere manageriale”, divenuta ormai prevalente nella definizione delle politiche legislative concernenti la remunerazione degli amministratori esecutivi. Per un confronto tra la *managerial power theory* e la *optimal contracting theory*, v. *supra* §8.

³⁴¹ Si ricorda che per “eccessività” s'intende l'irragionevolezza del compenso, giudicata non già in termini assoluti, ma in ragione della completa inconciliabilità con i risultati raggiunti e gli obiettivi strategici dell'impresa. Sul concetto di “ragionevolezza del compenso”, v. D.U. SANTOSUOSSO, *Il principio di ragionevolezza nella disciplina della remunerazione degli amministratori*, cit., pp. 361 ss.; A. M. BENTIVEGNA, *La remunerazione degli amministratori: abusi, eccessività sopravvenuta e rimedi attivabili*, cit., pp. 317 ss., la quale ripercorre i principali criteri adottati in giurisprudenza per sindacare la ragionevolezza del compenso.

della società è distribuita la competenza per le decisioni in merito. L'obiettivo perseguito è stato di assicurare una corretta e bilanciata negoziazione (*at arm's length*) della remunerazione, onde evitare che questa si svolga in piena autoreferenzialità in senso al consiglio di amministrazione e così garantire che essa sia il frutto di un dialogo tra organi sociali.

Il rafforzamento della voce degli azionisti nell'*iter* di fissazione del compenso è allora divenuto un elemento chiave della strategia globale di riforma degli amministratori esecutivi: tutti gli ordinamenti occidentali, sia pur predisponendo regimi differenti, hanno riconosciuto agli azionisti delle società quotate un *Say on Pay*, un voto sulla (politica di) retribuzione dei componenti esecutivi dell'organo gestorio.

24. L'identificazione dei problemi di agenzia in funzione degli assetti proprietari

Dal breve riepilogo ora svolto può ragionevolmente inferirsi che il *Say on Pay* è stato originariamente concepito per contrastare i rischi inerenti alla società ad azionariato disperso, ossia alla società la cui compagine sociale è rappresentata da una moltitudine di azionisti titolari di una ridotta partecipazione sociale, ciascuno dei quali è privo di sufficienti incentivi per svolgere un'attività di monitoraggio sull'organo di gestione. Solo con riferimento a simili assetti proprietari si può ragionare correttamente di "asimmetria informativa" tra amministratori e soci, che è a sua volta la ragione sottesa all'impiego della remunerazione quale contratto d'incentivo.

Senonché, il tratto caratterizzante il nostro sistema societario, al pari di molti altri ordinamenti europei³⁴², è identificabile nella presenza di una forte concentrazione proprietaria³⁴³. Il recente rapporto della Consob sulla *corporate governance* delle società quotate italiane ha infatti confermato che la struttura proprietaria delle imprese italiane continua a connotarsi per l'elevata concentrazione e la limitata contendibilità del controllo³⁴⁴. Le evidenze relative al 2014 mostrano che la metà circa delle società quotate italiane (116 società su 238) è controllata da un azionista detentore di una partecipazione superiore al 50% del capitale, poco più del 20% delle società (51 casi) è controllata da un azionista in grado di esercitare un'influenza dominante³⁴⁵ e il 13% circa delle società (32 casi) è invece controllata attraverso patti parasociali. In breve, nell'83% dei casi le società quotate italiane sono controllate da uno o più azionisti, solo 13 società

³⁴² Cfr. F. BARCA – M. BECHT, *The Control of Corporate Europe*, Oxford, 2001, *passim*; G.M. GROS-PIETRO – E. REVIGLIO – A. TORRISI, *Assesti proprietari e mercati finanziari europei*, Bologna, 2001, *passim*.

³⁴³ V. M. RESCIGNO, *Eterogestione e responsabilità nella riforma societaria fra aperture ed incertezze: una prima riflessione*, in *Società*, 2-bis, 2003, p. 331; L. STANGHELLINI, *Corporate Governance in Italy: Strong Owners, Faithful Managers. An Assessment and a Proposal for Reform*, in *Ind. Int'l & Comp. L. Rev.*, 6, 1995, pp. 91 ss.; B.R. CHEFFINS, *Tendenze attuali di corporate governance: da Londra a Milano, via Toronto*, in *Giur. Comm.*, 2001, pp. 161 ss.; M. BIANCHI – M. BIANCO – L. ENRIQUES, *Pyramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy*, in F. BARCA – M. BECHT (a cura di), *The Control of Corporate Europe*, cit., pp. 154 ss.

³⁴⁴ CONSOB, *2015 Report on corporate governance of Italian listed companies*, 18 gennaio 2015, disponibile sul sito dell'Autorità (www.consob.it).

³⁴⁵ Rientrano in questa categoria le società che non sono controllate né in virtù di un patto parasociale né in virtù di una partecipazione maggioritaria ma nelle quali: *i*) un singolo azionista detiene una partecipazione pari ad almeno il 30% del capitale sociale; *ii*) un singolo azionista detiene una partecipazione pari ad almeno il 20% del capitale sociale e al contempo superiore alla metà della somma totale delle partecipazioni detenute dagli altri principali azionisti (*i.e.* quelli titolari di una partecipazione superiore al 2% del capitale sociale).

possono effettivamente qualificarsi come società ad azionariato disperso (*widely held companies*)³⁴⁶.

Ancora, l'Autorità ha rilevato come le famiglie continuano a rivestire un ruolo rilevante in qualità di azionista di controllo (*“ultimate controlling agent”*), in quanto ad esse sono riconducibili il 61% delle società quotate³⁴⁷. L'impiego di meccanismi di separazione tra proprietà e controllo, infine, benché sia nettamente ridotto rispetto al 1998, appare stabile negli ultimi anni. Le imprese appartenenti ai gruppi piramidali o alla parte verticale di gruppi misti sono poco meno del 20% del totale delle società quotate (38,5% nel 1998), mentre le imprese che emettono azioni senza diritto di voto sono solo 23 (32 nel 2012 e 120 nel 1992)³⁴⁸. In generale, le società che ricorrono a strumenti di rafforzamento del controllo sono meno del 20% del totale e registrano una differenza tra diritti di voto e diritti ai flussi di cassa pari in media al 19,2%³⁴⁹.

Alla luce delle peculiarità del mercato italiano, si potrebbe essere indotti a dubitare che il tema della remunerazione degli

³⁴⁶ CONSOB, *2015 Report on corporate governance of Italian listed companies*, cit., p. 13 (Tabella 1.2). Peraltro, occorre rilevare come il quadro diventi leggermente più sfumato ove le società siano considerate in termini di capitalizzazione, stante che le società ad azionariato disperso (pari al 5,8% del totale) hanno una incidenza sulla capitalizzazione di mercato pari al 24%.

³⁴⁷ *Ivi*, p. 14 (Tabelle 1.4-1.5). Si tratta in maggioranza di piccole società industriali; diversamente, lo Stato è azionista di riferimento nelle imprese di maggiori dimensioni operanti nel settore dei servizi.

³⁴⁸ Nel 2014 il c.d. Decreto Competitività (d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito in l. 11 agosto 2014, n. 116) ha concesso alle società quotate la facoltà di attribuire a coloro che sono azionisti da almeno due anni fino a due voti per azione. Inoltre, le imprese neo-quotate possono emettere azioni a voto multiplo che attribuiscono al detentore fino a tre voti per azione. Nei primi sei mesi del 2015, 17 imprese quotate hanno modificato lo statuto introducendo le *“loyalty shares”*, mentre solo una impresa ha previsto l'emissione di *“multiple voting shares”*; così *Ivi*, p. 4.

³⁴⁹ *Ivi*, pp. 18-19 (Tabelle 1.12-1.15). Sul diminuito ricorso a tali strumenti di rafforzamento del controllo v. anche M. BELCREDI – L. ENRIQUES, *Institutional Investor Activism in a Context of Concentrated Ownership and High Private Benefits of Control: The case of Italy*, ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper n. 225/2013, 2014, p. 5.

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 sono neutralizzati dalla presenza di azionisti che, singolarmente ovvero attraverso vincoli contrattuali o familiari con altri soci o, ancora, tramite articolazioni societarie (ossia, strutture piramidali e partecipazioni incrociate), riescono a mantenere uno stabile controllo sulle decisioni assembleari (prima fra tutte quella riguardante la sostituzione degli amministratori che assolvano il loro incarico in maniera ritenuta inadeguata) e a svolgere in definitiva un’attività di monitoraggio di cui beneficiano anche i soci di minoranza³⁵⁰.

A differenti livelli di concentrazione proprietaria corrispondono infatti differenti problemi di agenzia (o, se si vuole, di conflitti d’interessi) e, conseguentemente, dovrebbero corrispondere differenti tutele predisposte dal diritto societario. Come osserva la letteratura in materia, in mancanza di una forte concentrazione azionaria, gli amministratori che hanno il controllo sulla gestione sociale e sui connessi flussi informativi (qual è loro prerogativa), sono di fatto nel pieno controllo della società, con ridotte possibilità di intervento da

³⁵⁰ Il punto è pacifico in dottrina; v. *ex multis* B. BLACK – R. KRAAKMAN, *A Self-Enforcing Model of Corporate Law*, in *Harv. L. Rev.*, 109, 1996, p. 1932 (ove gli autori affrontano il problema di azione collettiva e sottolineano come il socio titolare di una partecipazione di maggioranza possa difendere sia i propri interessi che quelli dei soci di minoranza); J. COFFEE, *The Regulation of Entrepreneurial Litigation: Balancing Fairness and Efficiency in the Large Class Action*, in *U. Chi. L. Rev.*, 54, 1987, p. 894 («[...] the large shareholder is the most effective monitor of management in the corporate setting [...]»); R. GILSON, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, in *Harv. L. Rev.*, 119, 2006, p. 1651 («A controlling shareholder is more likely to have the incentive [...] to monitor managers effectively [...] and [...] may be able to catch problems earlier»); S. LEVMORE, *Monitors and Freeriders in Commercial and Corporate Settings*, in *Yale L. J.*, 92, 1982, p. 76 («outside shareholders benefit when a single, large shareholder dominates the firm»).

parte degli azionisti: in un simile contesto, oggetto di tutela sono gli interessi di tutti i soci, intesi come un'unica categoria³⁵¹.

Diversamente, in presenza di una forte concentrazione azionaria, come prevalentemente accade nelle società italiane, il rischio di comportamenti opportunistici ad opera degli amministratori, sia pur presente, diviene secondario; piuttosto, emerge un secondo, principale problema di agenzia che implica il conflitto tra, da un lato, i soci che detengono la maggioranza delle azioni o che comunque controllano la società e, dall'altro, i soci di minoranza³⁵². Qui, il pericolo da scongiurare è che i soci di maggioranza, sfruttando la loro influenza, sottraggano risorse alla società a discapito dei soci di minoranza (la c.d. estrazione di benefici privati del controllo di carattere "dissipativo")³⁵³.

³⁵¹ V. L. ENRIQUES – H. HANSMANN – R. KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies*, in AA. VV., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, cit., p. 89.

³⁵² V. J. ARMOUR – H. HANSMANN – R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, in AA. VV., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, cit., p. 36; L. BEBCHUK – A. HAMDANI, *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, in *U. Pa. L. Rev.*, 157, 2008, p. 1282; L. ENRIQUES – P. VOLPIN, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, in *J. Econ. Perspect.*, 21, 2007, p. 117 («[...] concentrated ownership can create conditions for a new agency problem, because the interests of controlling and minority shareholders are not aligned») e p. 122 (ove si sottolinea come tale problema di agenzia sia ancor più delicato di quello caratterizzante la società ad azionariato disperso «[...] because controlling families cannot be ousted through a hostile takeover or replaced by the board of directors or by the shareholders' meeting»).

³⁵³ I "benefici privati del controllo" sono le utilità che il controllante è in grado di ricavare dall'esercizio del controllo. L'espressione "benefici privati del controllo di carattere dissipativo" è utilizzata per distinguere gli stessi da quei vantaggi privati (c.d. "non pecuniari") che il socio di controllo può ritrarre senza procurare alcun nocimento ai soci di minoranza (si pensi al riconoscimento sociale ed istituzionale che l'imprenditore si vede tributato in conseguenza della propria posizione di controllo sull'impresa): cfr. L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2002, p. 16, n. 22; G. SICILIANO, *La regolamentazione dei trasferimenti del controllo e delle acquisizioni di società quotate. Efficienza economica e protezione degli azionisti di minoranza*, in *Banca impresa e società*, 1997, p. 350; R. GILSON, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, cit., pp. 1161 e ss. Recentemente, la tassonomia è stata ulteriormente ampliata da A. PACCES,

Si intuisce pertanto che, prim'ancora di poter giudicare la funzionalità della disciplina introdotta nel singolo ordinamento giuridico in materia di remunerazione degli amministratori, si rende necessario identificare quali comportamenti opportunistici la remunerazione rischia di incentivare in funzione della conformazione della compagine azionaria.

In altri termini, l'efficacia del *Say on Pay* deve essere valutata alla luce degli assetti proprietari prevalenti nel nostro sistema, ponendosi altrimenti il rischio che una simile previsione, ideata al di fuori del nostro ordinamento giuridico (specificamente nel Regno Unito), si traduca nel mero "trapianto" di un istituto straniero, concepito per il contenimento di abusi non esistenti (almeno non in modo diffuso) nel nostro sistema societario³⁵⁴.

Occorre allora porsi due interrogativi, avvinti da un nesso di consequenzialità, vale a dire se la remunerazione degli amministratori 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.

Rethinking Corporate Governance. The law and economics of control powers, London-New York, 2012, pp. 85 ss., secondo cui non tutti i benefici non pecuniari sono appropriabili esclusivamente dal socio di controllo ed esisterebbero quindi tre categorie di benefici privati: *i*) i tradizionali benefici privati dissipativi; *ii*) i vantaggi e altri benefit degli amministratori, eventualmente trasferibili; *iii*) altri "vantaggi" derivanti dall'investimento di energie e lavoro nella società, che il mercato non ha ancora scontato nel prezzo delle azioni.

³⁵⁴ V. anche G. FERRARINI, *Grandi paghe, piccoli risultati: «rendite» dei managers e possibili rimedi (a proposito di un libro recente)*, cit., p. 890, ove si sottolinea l'esigenza di una analisi «differenziata» dell'argomento in funzione della conformazione della compagine azionaria.

25. La retribuzione degli amministratori in un sistema con prevalenza di assetti proprietari concentrati: una storia controversa

Come si è anticipato, secondo l'insegnamento tradizionale la remunerazione degli amministratori esecutivi rappresenta un problema di scarso rilievo in un sistema economico come il nostro, in cui la prevalenza delle società, anche quotate, presenta una compagine azionaria in grado di esprimere una stabile maggioranza assembleare³⁵⁵.

La concentrazione del potere di controllo e gli stretti legami tra gli stessi azionisti di maggioranza (nonché tra questi e gli amministratori) fanno sì che in tale modello societario i costi di agenzia siano minori: il gruppo di comando ha maggiori incentivi e risorse per monitorare più direttamente ed efficacemente i dirigenti, anche senza ricorrere a contratti altamente incentivanti³⁵⁶. Gli azionisti di controllo hanno infatti il potere e le risorse sufficienti per avere accesso alle informazioni e per controllare i dirigenti; inoltre, essi hanno minori problemi di coordinamento delle azioni collettive rispetto a quelli che affliggono gli investitori nelle società a proprietà diffusa dove, come si è visto, il singolo azionista non riceve che una parte dei benefici generati dai suoi costi di monitoraggio, che vanno a vantaggio di tutti i soci³⁵⁷.

³⁵⁵ Non è un caso se, in uno dei principali contributi della letteratura straniera in materia, la mancanza di un socio titolare di una rilevante partecipazione sociale è additata quale *condicio sine qua non* perché gli amministratori possano vantare un effettivo potere sulla fissazione della propria remunerazione; v. L. BEBCHUK – J. FRIED, *Pay without Performance*, cit., pp. 82-83; cfr. anche L. BEBCHUK – J. FRIED, *Executive Compensation as an Agency Problem*, cit., p. 77.

³⁵⁶ In tal senso, v. anche G. FERRARINI – N. MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, cit., p. 592.

³⁵⁷ Sul problema di “azione collettiva” nella società ad azionariato diffuso, v. *supra* note 24-26 e testo corrispondente.

Simili considerazioni sono assai ricorrenti nella letteratura sia giuridica che economica, sia italiana che straniera. Si è così sostenuto che «i soci di maggioranza sono in grado di determinare un'adeguata remunerazione con effetti incentivanti per i componenti dell'organo amministrativo» e che, pertanto, «i soci di minoranza sono gravati da minori costi nel monitoraggio dell'operato degli amministratori»³⁵⁸.

Parimenti, si è precisato che «i problemi connessi ai contratti di incentivo destinati agli amministratori ricorrono principalmente allorquando la negoziazione intercorra con un consiglio di amministrazione deferente, piuttosto che con un socio di maggioranza»³⁵⁹. In termini, se possibile, ancor più chiari, si è argomentato che «nelle società a proprietà concentrata, l'estrazione di rendite attraverso la remunerazione degli amministratori esecutivi è un problema di minore importanza rispetto a quanto accade nelle società che vantano una frammentazione della compagine azionaria», atteso che «nella misura in cui gli amministratori esecutivi sono generalmente professionisti non correlati con i soci di controllo, questi ultimi hanno generalmente un interesse a definire un livello retributivo idoneo a massimizzare l'interesse sociale»³⁶⁰.

³⁵⁸ Così R. GILSON – J. GORDON, *Doctrines and Markets. Controlling Controlling Shareholders*, in *U. Pa. L. Rev.*, 152, 2003, 791-792.

³⁵⁹ Così A. SHLEIFER – R. W. VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, cit., pp. 754-755. Per un'analitica trattazione delle cause che impediscono al consiglio di amministrazione di agire in modo disinteressato nella definizione del pacchetto retributivo degli amministratori esecutivi, con specifico riferimento al sistema statunitense, v. *supra* note 63-70 e testo corrispondente.

³⁶⁰ V. L. BEBCHUK – A. HAMDANI, *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, in *U. Pa. L. Rev.*, 157, 2008, p. 1284. Nello stesso senso v. R. BARONTINI – S. BOZZI, *Board Compensation and Ownership Structure: Empirical Evidence for Italian Listed Companies*, in *J. Manag. Gov.*, 2, 2011, p. 64 («[...] in closely held corporations major shareholders have substantial economic incentives to monitor management's conduct, whereas in widely held corporations no individual shareholder is likely to have a sufficient motivation to engage in such monitoring activities. Closer monitoring activity is expected to reduce the manager's rent extraction of shareholder's wealth, leading to lower management compensation»); cfr. anche G. FERRARINI – N. MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori*

In definitiva, secondo la tesi prevalente in materia, la remunerazione degli amministratori esecutivi nelle società a proprietà concentrata è frutto di una negoziazione corretta e bilanciata giacché essa si svolge tra parti intese a massimizzare i propri interessi, rispettivamente gli amministratori e i soci di maggioranza.

Se così fosse, a parere di chi scrive, non si vede quale ragione possa aver spinto il legislatore dell'Unione Europea, prima, e quello nazionale, poi, ad arricchire il processo decisionale con ulteriori passaggi decisionali (*i.e.* il *Say on Pay*). In difetto di un “fallimento del mercato”, una simile riforma rischia di apparire una mera superfetazione³⁶¹.

Occorre allora chiarire se e quali debolezze della *governance* vi siano nella fissazione della remunerazione tali da richiedere interventi per potenziare il monitoraggio e mitigare i problemi di agenzia causati dalla remunerazione stessa. Non v'è dubbio infatti che la frequente sovrapposizione tra proprietà e controllo che si registra nelle società quotate italiane consenta al gruppo di comando di porre in essere un monitoraggio tendenzialmente continuo sul comportamento

esecutivi e riforma del governo societario in Europa, cit., p. 592; E. DYL, *Corporate Control and Management Compensation: Evidence on the Agency Problem*, in *Manage. Decis. Econ.*, 9, 1988, p. 21 («*In closely held corporations certain individual owners -i.e. the major shareholders- have substantial economic incentives to monitor management's conduct because their investment in the firm is very large, whereas in widely held corporations no individual shareholder is likely to have a sufficient incentive to engage in such monitoring activities*»); A. M. BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123 t.u.f.*, cit., p. 294 (ove si rileva che «l'importanza del voto [...] dell'assemblea sulla politica retributiva della società risulta ridimensionata in realtà caratterizzate dalla presenza di (uno o più) azionisti di maggioranza, o comunque di uno stabile gruppo di controllo, che, in concreto, hanno altri strumenti, indipendentemente dal richiamato voto consultivo, per determinare, o almeno controllare, il livello di remunerazioni»).

³⁶¹ V. G. FERRARINI – N. MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, cit., p. 599 (ove si osserva che «ove il processo di fissazione della remunerazione abbia luogo attraverso la dialettica tra parti interessate a massimizzare i propri interessi, è difficile trovare il fallimento del mercato che giustifichi una regolazione di tale processo»).

manageriale. Occorre allora spostare altrove l'oggetto d'indagine e precisamente verificare se e in che modo la contrapposizione tra maggioranza e minoranza azionaria possa tradursi in una estrazione di benefici a favore della prima, proprio attraverso l'impiego della remunerazione degli amministratori esecutivi³⁶².

25.1. L'impiego abusivo dello strumento retributivo ad opera del socio di controllo

Possono essere enucleate almeno due ipotesi in cui l'estrazione di benefici privati del controllo da parte del gruppo di comando faccia leva sulla remunerazione degli amministratori esecutivi.

La prima, intuitiva ipotesi ricorre qualora il socio di controllo ricopra l'incarico di amministratore esecutivo. In questa ipotesi, il socio di controllo è in grado di esercitare il proprio potere nella determinazione della remunerazione a lui spettante in ragione della sua funzione di fissarla così in una misura che si traduce nella espropriazione dei soci di minoranza³⁶³.

³⁶² Accennano al problema A.L. BONAFINI, *Articolo 2389*, cit., p. 385; C. AMATUCCI – M. LUBRANO DI SCORPANIello, *Director and executive compensation regulations for Italian listed and closed corporations*, in R.S. THOMAS – J.G. HILL (a cura di), *Research Handbook on Executive Pay*, Cheltenham, 2012, p. 509.

³⁶³ Cfr. S. JOHNSON – R. LA PORTA – F. LOPEZ DE SILANES – A. SHLEIFER, *Tunnelling*, in *Am. Econ. Rev.*, 90, 1998, pp. 22-23 («*Tunnelling comes in two forms. First, a controlling shareholder can simply transfer resources from the firm for his own benefit through self-dealing transactions. Such transactions include [...] excessive executive compensation [...]*»); V. ATANASOV – B. BLACK – C.S. CICCOTELLO, *Unbundling and Measuring Tunnelling*, in *U. Ill. L. Rev.*, 2014, pp. 1697 ss. (ove la eccessiva retribuzione dell'amministratore è identificata come potenziale attività di *tunnelling* ad opera del socio di maggioranza, sia nella forma di *cash flow tunnelling*, in caso di compensi pecuniari, sia nella forma di *equity tunnelling*, in caso di piani di incentivazione azionaria); S. COHEN – B. LAUTERBACH, *Differences in pay between owner and non-owner CEOs: Evidence from Israel*, in *J. of Multi. Fin. Manag.*, 18, 2008, p. 6 («*owner CEOs may choose to exploit their power to influence their own pay. The exploitation hypothesis suggests that owner CEOs demand and receive excessive pay which is essentially part of the private benefits that owners extract from the firm [...]. As risk averse agents, owner CEOs may also choose a relatively low pay performance sensitivity*»). Spunti in tal

In secondo luogo, potenziali inefficienze nel processo di fissazione dei compensi possono essere rilevate anche qualora il gruppo di comando decida di avvalersi di un professionista esterno quale amministratore esecutivo³⁶⁴.

Secondo la tesi tradizionale, si è visto, il socio di maggioranza è incentivato a monitorare direttamente ed efficacemente gli amministratori sì da scongiurare il rischio di condotte opportunistiche ad opera di questi ultimi, svolgendo una funzione di cui beneficiano anche i soci di minoranza. D'altro canto, ogni operazione che si traduca in un'estrazione di ricchezza dalla società, a favore degli amministratori ma a danno dei soci, produrrebbe una diminuzione del valore d'impresa gravante soprattutto sul socio di controllo, titolare della partecipazione di maggioranza.

Cionondimeno, non sempre il socio di controllo può reputarsi pienamente incentivato ad evitare una remunerazione irragionevole a favore di un amministratore, quand'anche questi sia un professionista esterno.

Il socio di controllo potrebbe avere infatti un interesse a massimizzare la sua estrazione di benefici privati del controllo, anche a costo di deviare da pratiche retributive suggerite da una contrattazione efficiente. Similmente a quanto è emerso per le società ad azionariato disperso, anche nelle società ad azionariato concentrato la remunerazione può divenire strumento per la "estrazione di rendite": il socio di maggioranza potrebbe infatti reputare vantaggioso corrispondere all'amministratore una retribuzione sub-ottimale in

senso provengono dalle analisi empiriche: cfr., *ex multis*, H. DE ANGELO - L. DE ANGELO, *Controlling Stockholders and the Disciplinary Role of Corporate Payout Policy: a Study of the Times Mirror Company* (ove si mostra come, nelle società familiari, i soci di controllo estraggono ricchezza in diversi modi, compreso attraverso la retribuzione degli amministratori).

³⁶⁴ Il contributo principale è rappresentato da K. KASTIEL, *Executive Compensation in Controlled Companies*, in *Indiana Law J.*, 90, 2015, pp. 1131 ss.

cambio della sua collusione nell'estrazione di benefici privati del controllo e come premio per la sua lealtà³⁶⁵.

Com'è noto, il socio di maggioranza ha molteplici modalità con cui può estrarre ricchezza dalla società che controlla a danno dei restanti partecipanti al capitale. Si tratta generalmente delle c.d. “*tunnelling transactions*”, ossia di transazioni finanziarie attraverso le quali è possibile trasferire valore dalla società agli *insider* in modo più che proporzionale rispetto ai diritti proprietari degli stessi³⁶⁶. In particolare l'appropriazione da parte del socio controllante può avere ad oggetto i cespiti patrimoniali della società, i relativi flussi di cassa o il patrimonio netto³⁶⁷: a titolo esemplificativo, egli può ottenere

³⁶⁵ Benché questa tesi abbia trovato una compiuta argomentazione solo di recente (cfr. K. KASTIEL, *Executive Compensation in Controlled Companies*, cit., pp. 1142 ss), l'intuizione che ne è alla base era già presente in alcuni precedenti scritti: v. N. POLLIO, *La remunerazione degli amministratori di società quotate: aspetti societari e profili di trasparenza informativa nel nuovo art. 114-bis t.u.f.*, cit., p. 129 (ove si rileva il rischio che gli amministratori fissino «una retribuzione sproporzionata o irragionevole, eventualmente in collusione con gli azionisti di controllo nelle società a base azionaria ristretta, con pregiudizio delle minoranze azionarie»); G. FERRARINI – N. MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, cit., p. 593 (ove si nota che nei sistemi a proprietà concentrata «un [...] contratto [di incentivazione] potrà servire ad allineare gli interessi della direzione con quelli della società nel suo complesso, proteggendo le minoranze. In particolare, potrà prevenire la collusione tra azionisti di maggioranza e dirigenti a danno dei minoranza»). Ulteriori spunti in tal senso erano già pervenuti dalle analisi empiriche cui si rinvia *infra*, §25.2-25.4.

³⁶⁶ V. S. JOHNSON – R. LA PORTA – F. LOPEZ DE SILANES – A. SHLEIFER, *Tunnelling*, in *Am. Econ. Rev.*, 90, 1998, pp. 22 ss.

³⁶⁷ Cfr. V. ATANASOV – B. BLACK – C.S. CICCOTELLO, *Law and Tunnelling*, in *J. Corp. L.*, 37, 2011, pp. 1 ss., ove viene proposta la classificazione tra *asset tunnelling*, *cash flow tunnelling* e *equity tunnelling*. L'*equity tunnelling* ricorre ogniqualvolta vi sia una operazione che consenta di incrementare il valore del pacchetto di maggioranza discriminando le minoranze (ad es., aumenti di capitale diluitivi, *insider trading*, *freeze-out*). L'*asset tunnelling* è invece teso a veicolare verso l'esterno i cespiti patrimoniali dell'impresa per un corrispettivo inferiore al loro valore di mercato, arrecando così un danno permanente alla produttività e alla redditività dell'impresa (ad es., cessione di immobili sociali, diritti su marchi e brevetti). Infine, il *cash flow tunnelling* mira a sottrarre all'azienda una parte dei flussi di cassa correnti, senza intaccare i fattori produttivi (ad es., erogazione di finanziamento a prezzi fuori mercato). A tal proposito, v. CONSOB, *Documento di consultazione sulla disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-bis del codice civile in materia di operazioni con parti correlate*, cit., pp. 18 e 24; J.

l'assunzione alle dipendenze della impresa di membri della propria famiglia, ricevere finanziamenti a condizioni più favorevoli di quelli presenti sul mercato impiegando i cespiti della società come garanzie, impiegare le risorse aziendali per il proprio beneficio personale.

Considerato che gli amministratori hanno in genere un ruolo determinante per il buon esito di tali operazioni³⁶⁸, i soci di maggioranza potrebbero allora decidere di destinare agli amministratori una quota della ricchezza estratta dalla società, nella forma di una maggiore, irragionevole remunerazione³⁶⁹.

In senso contrario, si potrebbe obiettare che i soci di maggioranza hanno comunque un peso cruciale nella nomina e nella revoca dei membri dell'organo di gestione e non hanno alcun bisogno di corrispondere a questi un compenso sub-ottimale per assicurarsi la loro collusione in future attività di *tunnelling*: stante che gli amministratori hanno il desiderio di essere assunti e di mantenere il proprio incarico, essi sono già sufficientemente incentivati ad avallare le preferenze dei soci di maggioranza³⁷⁰.

DAMMANN, *Corporate Ostracism: Freezing Out Controlling Shareholders*, in *J. Corp. L.*, 33, 2008, pp. 681 ss.. Per una distinzione tra *related party transactions*, *tunnelling* e *conflicted transactions*, v. L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (With a Critique of the European Commission Proposal)*, ECGI Law Working Paper n. 267, 2014, pp. 10 ss.

³⁶⁸ Una simile considerazione appare ancor più pertinente con riguardo all'ordinamento italiano in cui, in sede di regolamentazione delle operazioni con parti correlate, la scelta è stata quella di non alterare in modo sostanziale il sistema di competenze decisionali, bensì di rafforzare i presidi nel processo di formazione della decisione e, in tal senso, si è prevista una «riserva di competenza a deliberare al consiglio di amministrazione», così CONSOB, *Documento di consultazione sulla disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-bis del codice civile in materia di operazioni con parti correlate*, pp. 71-72.

³⁶⁹ V. K. KASTIEL, *Executive Compensation in Controlled Companies*, cit., p. 1143, ove si nota che la eccessiva retribuzione in cambio della collusione con i *manager* potrebbe essere mascherata dalle parti, giustificandola sulla base di ulteriori motivazioni.

³⁷⁰ Così L. BEBCHUK – A. HAMDANI, *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, cit., p. 1284, n. 68.

Tale obiezione, benché corretta, non rende meno vero che la revoca di un amministratore (eventualmente indotta dalla sua mancata collusione) imponga dei costi sui soci di controllo: un cambio nella guida della società, specialmente se ingiustificato, potrebbe causare un danno alle attività operative dell'impresa, ricevere una negativa copertura mediatica, ingenerare i costi di un indennizzo³⁷¹ e in ultima istanza causare un declino nel valore di mercato delle azioni. In definitiva, un socio di controllo potrebbe essere incentivato a garantirsi la lealtà dell'amministratore, anziché utilizzare la propria forza per rimuoverlo³⁷².

Ancora, si potrebbe opporre che una eccessiva estrazione di benefici privati del controllo può tradursi in una diminuzione del valore dell'impresa e gli amministratori esecutivi che abbiano partecipato al relativo *iter* decisionale potrebbero essere ritenuti responsabili, sia in termini reputazionali che legali. Tale considerazione, benché ineccepibile, tuttavia si limita a confermare la tesi ora esposta, atteso che difficilmente un amministratore riterrà conveniente colludere con il socio di maggioranza nel compimento di attività di *tunnelling* ove non ne ricavi alcun beneficio³⁷³.

I rischi ora descritti appaiono ancor più esacerbati dall'esistenza di strumenti di "separazione della proprietà dal controllo", quali i gruppi piramidali o l'emissione di azioni prive del diritto di voto (ovvero a voto multiplo). Tali meccanismi, com'è noto, realizzano una separazione tra i diritti sui flussi di cassa dai diritti di voto: attraverso di essi, i soci di maggioranza sono così in grado di disporre della

³⁷¹ Come previsto dall'ordinamento italiano all'art. 2383, 3° co., c.c.

³⁷² V. K. KASTIEL, *Executive Compensation in Controlled Companies*, cit., p. 1144.

³⁷³ *Ibidem*.

maggioranza dei voti in assemblea pur in mancanza di un corrispondente investimento economico³⁷⁴.

Come evidenziato dalla dottrina in materia, questa divergenza tra diritti amministrativi e diritti patrimoniali è suscettibile di produrre un duplice effetto: per un verso, essa consente di «scaricare sul capitale esterno (i soci di minoranza) gli effetti negativi delle decisioni gestionali in misura più che proporzionale alla quota detenuta di capitale in senso economico»; per altro verso, il socio di controllo può «appropriarsi in misura più che proporzionale degli effetti positivi delle proprie decisioni, attraverso l'estrazione di benefici privati»³⁷⁵.

In particolare, un primo effetto che l'impiego dei meccanismi sopra indicati rischia di produrre è quello di indebolire gli incentivi del socio di controllo a svolgere un diretto monitoraggio del *management*. Poiché infatti solo una piccola frazione della remunerazione sub-ottimale corrisposta agli amministratori esecutivi (e del conseguente minor valore dell'impresa) ricade sul socio di

³⁷⁴ V. L. BEBCHUK – R. KRAAKMAN – G. TRIANTIS, *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*, in R.E. MORCK (a cura di), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago-London, 2000, pp. 295 ss.; M. BIANCHI – M. BIANCO – L. ENRIQUES, *Pyramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy*, cit., p. 154, ove la ragione per il ricorso a simili strumenti è ravvisata nella possibilità di controllare vaste risorse con un limitato ammontare di capitale; così anche L. ENRIQUES, *Gruppi piramidali, operazioni intragruppo e tutela degli azionisti esterni: appunti per un'analisi economica*, in *Giur. comm.*, 5, 1997, p. 703. Per alcuni esempi con riferimento al sistema tedesco (Volkswagen), italiano (Telecom) e francese (LVMH), v. L. ENRIQUES – P. VOLPIN, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, cit., pp. 119 ss.

³⁷⁵ Così R. PARDOLESI – A. PORTOLANO, *All'ombra delle piramidi. Appunti su OPA, governo societario e concorrenza tra ordinamenti*, in *Mercato concorrenza e regole*, 1, 2001, p. 79. V. anche L. BEBCHUK – R. KRAAKMAN – G. TRIANTIS, *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity*, cit., p. 295, ove, alla luce di tali considerazioni, gli autori concludono che simili meccanismi rischiano di combinare i problemi connessi agli assetti proprietari concentrati con quelli connessi agli assetti proprietari dispersi.

controllo, è indubbio che questi avrà minori incentivi ad evitare comportamenti opportunistici dei manager³⁷⁶.

Nondimeno, occorre precisare che l'uso degli strumenti di rafforzamento del controllo non elimina del tutto gli incentivi a svolgere un'attività di monitoraggio: è pur sempre vero che gli effetti negativi delle scelte gestionali (in questo caso, gli effetti di una remunerazione irragionevole) si producono anche nei confronti del socio di controllo, sia pure in misura meno che proporzionale ai suoi diritti amministrativi. Pertanto, il socio di controllo preserva un incentivo a svolgere l'attività di monitoraggio suddetta, anche se in misura inferiore, e tale effetto è destinato ad accrescersi proporzionalmente al divario tra diritti patrimoniali e diritti amministrativi.

La separazione tra i diritti sui flussi di cassa dai diritti di voto produce un secondo, negativo effetto sugli incentivi del socio di controllo, giacché conduce ad un disallineamento dei suoi interessi con quelli degli azionisti esterni. Come anticipato, i meccanismi di rafforzamento del controllo incrementano l'incentivo all'estrazione di ricchezza della società. In tale ipotesi, infatti, il socio di controllo detiene solo una piccola frazione dei flussi di cassa della società:

³⁷⁶ V. K. KASTIEL, *Executive Compensation in Controlled Companies*, cit., p. 1148, ove si formula anche il seguente esempio. Si ipotizzi che il costo di monitoraggio degli amministratori sia pari a €20 e che tale attività, ove esercitata, produca un incremento del valore d'impresa pari a €100. Atteso che i costi di monitoraggio sono destinati a restare inalterati e a non mutare quindi in funzione della quota di capitale (in senso economico) detenuta dal socio, l'esercizio di una simile attività sarebbe economicamente inefficiente per un socio di controllo che (attraverso, ad esempio, una struttura piramidale) sia titolare di diritti sui flussi di cassa dell'impresa pari al 10%: il socio di controllo infatti incorrerebbe nel totale ammontare dei costi di monitoraggio (€20) ma riceverebbe solo una piccola frazione dei maggiori profitti (€10, ossia il 10% di €100). Viceversa, per un socio che (oltre che titolare del controllo di diritto) sia anche titolare di una quota di maggioranza (ad esempio, 50%) in senso economico, lo svolgimento dell'attività di monitoraggio sarebbe economicamente efficiente perché, fermo restando i connessi costi (pari a €20), il socio riceverebbe una frazione superiore dei maggiori profitti (€50, ossia il 50% di 100€).

questi pertanto è in grado di catturare per intero i benefici privati derivanti dalla gestione della società, subendo gli effetti negativi di una simile attività di *tunnelling* in misura meno che proporzionale rispetto alla quota di capitale detenuta³⁷⁷.

25.2. Le evidenze empiriche sul sistema italiano e su altri sistemi a proprietà concentrata

Recenti evidenze empiriche hanno fornito un riscontro alla tesi secondo cui, in un sistema caratterizzato prevalentemente da assetti proprietari ristretti, la retribuzione degli amministratori esecutivi può essere impiegata per trasferire ricchezza dalla società a favore del gruppo di comando e a detrimento dei soci di minoranza. Di seguito, sono richiamati non solo gli studi incentrati esclusivamente sul mercato italiano ma anche quelli concernenti altri Paesi connotati dallo stesso grado di concentrazione proprietaria delle società quotate.

Alcuni Autori hanno analizzato la retribuzione destinata agli amministratori esecutivi di un campione di società quotate italiane nel periodo dal 1998 al 2002³⁷⁸. Coerentemente con le considerazioni sopra esposte, si è rilevato che nelle società familiari³⁷⁹ gli amministratori esecutivi sono retribuiti in misura superiore a quanto accade nelle altre imprese, specialmente in presenza di meccanismi di

³⁷⁷ Per una sintetica trattazione degli effetti prodotti dall'impiego di strutture piramidali sugli incentivi del socio di controllo, v. L. BEBCHUK, *Corporate Pyramids in the Israeli Economy: Problems and Policies*, Marzo 2012, disponibile sul sito delle Ministero delle Finanze israeliano all'indirizzo www.financeisrael.mof.gov.il.

³⁷⁸ V. R. BARONTINI – S. BOZZI, *CEO Compensation and performance in family firms*, 19 febbraio 2010, copia digitale disponibile sul sito www.ssrn.com

³⁷⁹ La recente relazione della Consob sulla *corporate governance* delle società quotate italiane ha confermato che le famiglie rappresentano il socio di controllo della maggioranza delle società quotate italiane. V. *supra* nota 344-349 e testo corrispondente.

separazione della proprietà dal controllo³⁸⁰. Inoltre, si è evidenziato come in tali società i livelli più elevati di retribuzione si accompagnino a più bassi risultati gestionali, concludendo inequivocabilmente che «l'analisi combinata della remunerazione degli amministratori e delle *performance* delle imprese in cui essi operano dimostra che i compensi più elevati corrisposti agli amministratori esecutivi sono una forma di estrazione di ricchezza, escludendosi l'ipotesi alternativa che essi siano un riconoscimento per le elevate qualità manageriali»³⁸¹.

I medesimi Autori, ampliando l'oggetto di analisi all'intero pacchetto retributivo in tutte le società quotate italiane dal 1995 al 2002, hanno confermato in un secondo studio³⁸² che le società in cui è presente un socio di maggioranza tendono a pagare i componenti dell'organo amministrativo (inclusi coloro i quali non sono correlati al socio di controllo) in misura superiore rispetto alle altre imprese e che «le remunerazioni eccessive, specialmente nelle società familiari, sono negativamente correlate alle future *performance* dell'impresa»³⁸³.

Due ulteriori contributi scientifici hanno indagato le ragioni sottese alla diffusione dei piani di incentivazione azionaria nelle società quotate italiane. Stante la forte concentrazione proprietaria che caratterizza il mercato italiano e la presenza di soci di controllo, in grado di esercitare direttamente un'attività di monitoraggio sul *management*, l'impiego del contratto d'incentivo potrebbe infatti apparire ingiustificata. Il primo dei due studi identifica le motivazioni

³⁸⁰ *Ivi*, p. 3, ove gli Autori aggiungono che «*the higher compensation granted to the CEO could be the premium for the loyalty of the CEO to the family and for allowing the family to extract private benefits of control*»

³⁸¹ *Ivi*, p. 26.

³⁸² V. R. BARONTINI – S. BOZZI, *Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies*, in *J. Manag. Gov.*, 2, 2011, pp. 59 ss.

³⁸³ *Ivi*, p. 86.

di tale fenomeno prevalentemente nelle agevolazioni fiscali *medio tempore* introdotte nel nostro ordinamento, aggiungendo altresì come «in alcuni casi [i piani di *stock option*] siano stati impiegati per l'estrazione di rendite a favore dei soci di maggioranza». Il secondo studio conduce una più analitica indagine della conformazione dei piani di incentivazione azionaria, valutando se essi siano strutturati (in termini di identità dei beneficiari, periodo di *vesting*, presenza di clausole di *lock-up*) in modo da garantire una effettiva connessione con i risultati gestionali raggiunti. Le conclusioni cui esso giunge sono molto più nette, atteso che, ad avviso degli autori, «la diffusione dei piani di *stock-option* nelle società quotate non finanziarie difficilmente può essere spiegata alla luce di una negoziazione efficiente» e che «la tesi alternativa, vale a dire l'estrazione di benefici privati del controllo a danno dei soci di minoranza, sembra fornire una più corretta rappresentazione della realtà imprenditoriale italiana».

25.3. L'evidenza aneddotica: i casi Pirelli e CIR

A ulteriore suffragio della tesi proposta, pare utile rievocare due casi che da alcuni commentatori sono stati giudicati indicativi di un impiego abusivo dello strumento retributivo da parte dei soci di controllo.

Per quanto sia legittimo il dubbio che tali vicende si siano concretizzate in una espropriazione di ricchezza a danno dei soci di minoranza, occorre precisare sin d'ora che nessuno dei due casi si è concluso con l'accertamento di alcuna responsabilità in sede giudiziaria. Inoltre, va da sé che quelli ora sinteticamente esposti sono meri aneddoti; da essi non può inferirsi alcuna indicazione di carattere generale sull'impiego sistematico dello strumento retributivo per

l'estrazione di rendite ma può solo desumersi che la remunerazione degli amministratori esecutivi possa essere utilizzata *anche* a tal fine.

Il primo dei due casi riguarda la Pirelli s.p.a., impresa operante nel settore degli pneumatici e (all'epoca dei fatti) sotto l'influenza dominante della famiglia Marco Tronchetti Provera attraverso un'articolata struttura piramidale³⁸⁴. Nel settembre del 2000, Pirelli perfezionò la cessione di Optical Technologies USA Corporation (attiva nel campo della ricerca e dello sviluppo della componentistica ottica e dei sistemi ottici sottomarini) a Corning per un importo pari a 3,9 miliardi di dollari³⁸⁵.

Guardando all'esito della transazione con obiettività, non può farsi a meno di convenire con quanti notarono come per Pirelli la cessione di "OTUSA", generando una plusvalenza davvero importante³⁸⁶, fu additata come un «magistrale esercizio di creazione di valore azionario»³⁸⁷. Cionondimeno, a seguito del perfezionamento delle operazioni, alcuni commentatori non mancarono di individuare potenziali tracce di abusi da parte del socio di controllo³⁸⁸. Anzitutto,

³⁸⁴ Nel marzo del 2015, il pacchetto di controllo di Pirelli s.p.a. è stato ceduto a China National Chemical Corporation (meglio nota come ChemCina e su cui, per un profilo, cfr. l'editoriale *Better than Barbarians*, in *The Economist*, 16 gennaio 2016, disponibile sul sito www.economist.com). È tuttavia appena il caso di notare che il marchio milanese resta comunque nell'orbita della famiglia Tronchetti Provera: questi (ed i soggetti che avevano investito nella Camfin s.p.a.) ha investito buona parte dei proventi della cessione del pacchetto di controllo nel veicolo societario (Marco Polo International Italy S.p.a.) che controlla indirettamente lo *special purpose vehicle* (Marco Polo Industrial Holding S.p.a.) utilizzato per la promozione dell'offerta pubblica di acquisto delle rimanenti azioni Pirelli (cfr. *Documento di offerta*, p. 22, disponibile sul sito dell'Autorità www.consob.it).

³⁸⁵ *Pirelli cede tlc in fibra per 6.750 mld*, in *Il Sole-24Ore*, 27 settembre 2000, p. 29, disponibile sul sito del quotidiano all'indirizzo www.ilsole24ore.com.

³⁸⁶ *Comunicato stampa Pirelli s.p.a.*, 21 marzo 2001, disponibile sul sito dell'azienda all'indirizzo www.pirelli.com (ove il riferimento ad una «plusvalenza, al lordo di oneri fiscali, [...] di €3.351 milioni per quella [cessione] a Corning Inc. della Optical Technologies USA Corp.»).

³⁸⁷ Così, testualmente, H. DIXON, *Pocketing Pirelli's Cash*, in *Reuters Breaking News*, 24 ottobre 2000, disponibile all'indirizzo www.breakingnews.com.

³⁸⁸ *Assogestioni chiama Consob sul caso Pirelli*, in *Il Sole-24Ore*, 25 ottobre 2000, p. 35, disponibile sul sito del quotidiano all'indirizzo www.ilsole24ore.com.

Camfin (la società *holding*, a sua volta controllata indirettamente dalla famiglia Tronchetti Provera) incrementò la propria partecipazione in Pirelli poco prima che il pubblico annuncio dell'affare producesse un sostanziale rialzo dei corsi azionari³⁸⁹. In secondo luogo, a seguito del perfezionamento della cessione, emerse l'esistenza di un piano di incentivazione azionaria in virtù del quale si riconosceva un diritto di opzione a prezzo fisso in relazione al 12,5% del capitale sociale della società ceduta e a beneficio di tre *top manager*: l'amministratore delegato e socio di controllo (per il 6% delle azioni), il direttore generale della finanza (per il 2,5% delle azioni) e il direttore generale del settore cavi e sistemi (per il 4% delle azioni)³⁹⁰. Gli amministratori, esercitati i diritti di opzione prima del perfezionamento della cessione, realizzarono un ingente profitto³⁹¹ che, qualunque sia stata la sua effettiva grandezza³⁹², si risolse

³⁸⁹ V. A. ZATTONI – A. MINICHILLI, *The Diffusion of Equity Incentive Plans in Italian Listed Companies: What is the Trigger?*, cit., p. 232; *Pirelli cede tlc in fibra per 6.750 mld*, cit., p. 29.

³⁹⁰ *Tronchetti, maxi-stock option: dalla vendita della Optical incasserà oltre 500 miliardi*, in *Il Corriere della Sera*, 3 ottobre 2000, disponibile sul sito del quotidiano all'indirizzo www.corriere.it; v. anche M. MUCCHETTI, *Licenziare i padroni?*, Milano, 2004, pp. 102-103.

³⁹¹ V. M. MUCCHETTI, *Licenziare i padroni?*, cit., p. 103 («Tronchetti, Morchio e Buora esercita[ro]no le loro stock options prima del *closing* [...] e si portarono a casa un profitto di 219 milioni di dollari il primo, di 146 milioni il secondo e di 91,2 milioni il terzo. Tronchetti ci pagò le tasse per intero, gli altri due – in quanto dipendenti si arrangeranno con l'aliquota sostitutiva del 12,5%», che «[...] comunque la si giri, [...] è [una cifra] sproporzionata; 456 milioni di dollari costituiscono una remunerazione assai più alta del monte dividendi dell'anno, ... pari a 286 milioni di euro», con la conseguenza che «tre managers, il primo dei quali partecipa al capitale di controllo, ottengono molto di più dei 71 mila soci di Pirelli, alcuni dei quali possono vantare decenni di fedeltà e investimenti cospicui»).

³⁹² Cfr. *Pirelli in Telecom Italia (2001-2007)*, disponibile all'indirizzo www.pirelli.com («In realtà, a fronte del valore generato per Pirelli e i suoi azionisti dalle cessioni a Cisco e Corning effettuate a ridosso del 2000 (vendute rispettivamente per 2,15 miliardi di dollari e 3,6 miliardi di dollari, con una plusvalenza netta di 3,9 miliardi di euro), Tronchetti Provera percepì una stock option netta di 79 milioni di euro, una cifra sensibilmente più bassa di quella riportata in gran parte delle ricostruzioni effettuate in questi anni. A tale somma si arriva mediante sottrazione tra l'importo percepito al netto delle tasse, pari a 133 milioni di euro, e gli emolumenti straordinari legati ai risultati di Pirelli, pari a 54

comunque in un depauperamento patrimoniale di Pirelli e, quindi, in una espropriazione dei suoi soci.

La seconda vicenda riguarda CIR, una società *holding* controllata da Cofide, a sua volta controllata dalla famiglia De Benedetti.

All'epoca dei fatti, la struttura finanziaria di CIR si articolava in una categoria di azioni ordinarie e in azioni di risparmio, corrispondenti a circa il 22,50% del capitale sociale³⁹³. Nel settembre del 2000, il consiglio di amministrazione ha proposto una conversione alla pari e gratuita delle azioni speciali in azioni ordinarie³⁹⁴. Nei tre giorni successivi alla data dell'annuncio, il valore di mercato delle azioni con diritto di voto registrò un calo del 6,73% mentre le azioni di risparmio si apprezzarono del 6,44%³⁹⁵. Il socio di maggioranza colse beneficio da questa operazione in due modi. In primo luogo, durante i mesi di aprile e maggio del 2000, Cofide aveva venduto a CIR alcune delle sue azioni ordinarie, acquistando al contempo azioni di risparmio³⁹⁶. In secondo luogo, nel 1999 il consiglio di amministrazione aveva approvato un piano di *stock option* avente ad oggetto azioni prive del diritto di voto. Alla prima data di esercizio (dicembre 1999), tutti i membri del *board* esercitarono i diritti di opzione loro attribuiti, compreso l'amministratore delegato (membro

milioni di euro, ai quali Tronchetti Provera, pur avendone diritto, decise 5 di rinunciare»).

³⁹³ Cfr. M. BIGELLI – V. MEHROTRA – P.R. RAU, *Why are shareholders not paid to give up their voting privileges? Unique evidence from Italy*, in *J. Corp. Financ.*, 17, 2011, p. 1635.

³⁹⁴ *La Cir converte "gratis" le azioni di risparmio*, in *IlSole-24Ore*, 14 settembre 2000, p. 29, disponibile sul sito del quotidiano all'indirizzo www.ilsole24ore.com.

³⁹⁵ Così, M. BIGELLI – V. MEHROTRA – P.R. RAU, op. loc. cit.

³⁹⁶ V. A. ZATTONI – A. MINICHILLI, *The Diffusion of Equity Incentive Plans in Italian Listed Companies: What is the Trigger?*, cit., p. 233, ove il caso CIR viene definito «one of the clearest examples of market abuse before a favorable unification».

della famiglia De Benedetti) per 2 milioni di azioni. Nel marzo del 2000, sei mesi prima che la conversione fosse proposta, il consiglio approvò un nuovo piano di incentivazione azionaria, avente ad oggetto ancora una volta azioni di risparmio. Purtroppo per il socio di maggioranza, nell'aprile del 2000 si registrò un crollo di tutti i corsi azionari (a causa della scoppio della “bolla delle dot-com”) e le nuove opzioni divennero illiquide³⁹⁷.

25.4. Le evidenze empiriche in altri sistemi con prevalenza di assetti proprietari concentrati

La possibilità che la retribuzione degli amministratori diventi uno strumento nelle mani del socio di controllo per estrarre ricchezza a danno dei soci di minoranza ha trovato altresì riscontro in alcuni studi che hanno affrontato il tema nell'ambito di mercati diversi da quello italiano ma parimenti caratterizzati da assetti proprietari concentrati.

Più precisamente, con riferimento al mercato cinese³⁹⁸, si è mostrato che nelle società quotate in cui è superiore l'espropriazione dei soci di minoranza attraverso attività di *tunnelling*, la remunerazione degli amministratori si denota per una minore correlazione ai risultati di gestione (c.d. “sensibilità alla *performance*”)³⁹⁹. Gli autori di questo studio giustificano il risultato

³⁹⁷ Così, M. BIGELLI – V. MEHROTRA – P.R. RAU, op. loc. cit.

³⁹⁸ Una delle principali caratteristiche del mercato cinese è rappresentata dalla forte concentrazione degli assetti proprietari, v. F. ALLEN – J. QIAN – M. QIAN, *Law, finance and economic growth in China*, in *J. Financ. Econ.*, 77, 2005, pp. 57 ss.

³⁹⁹ V. K. WANG – X. XIAO, *Controlling shareholders' Tunnelling and Balance of Power among Large Shareholders*, in *J. Accounting Pub. Policy*, 30, 2011, pp. 89 ss. Risultati simili sono riscontrabili in Y. LUO – D. JACKSON, *CEO Compensation, Expropriation and Balance of Power among Large Shareholders*, in *Adv. Financ. Econ.* 15, 2012, pp. 195 ss., ove si evidenzia come nelle società quotate cinesi ad una maggiore retribuzione dell'amministratore delegato corrisponde la probabilità di

alla luce della estrazione di benefici privati del controllo da parte dei soci di maggioranza, aggiungendo che «gli amministratori in fondo possono non curarsi delle *performance* aziendali fintantoché ricevono dai soci di controllo una retribuzione parametrata in base a quanto i primi consentono la estrazione di ricchezza dalla società ai secondi»⁴⁰⁰.

Similmente, con riguardo al mercato israeliano⁴⁰¹, uno studio ha rilevato come la retribuzione spettante ai *CEO* appartenenti al gruppo di comando superi in media di oltre il 50% la retribuzione spettante agli amministratori professionisti, concludendo così che i soci di maggioranza tendono ad espropriare i soci di minoranza nella forma di una remunerazione sub-ottimale⁴⁰². Altri autori, invece, hanno concentrato la loro analisi sui voti espressi dagli investitori istituzionali nell'assemblea delle società quotate israeliane⁴⁰³. Dopo aver riscontrato un tendenziale disaccordo degli investitori con le politiche remunerative adottate dalla società (anche nei casi in cui il relativo voto poteva considerarsi irrilevante), si è così concluso che tale risultato è da interpretarsi nel senso che i soci di controllo «possono impiegare una retribuzione eccessivamente generosa al fine di estrarre ricchezza dai soci di minoranza o direttamente

una maggiore attività di *tunnelling* da parte del socio di controllo e si conclude che «*the nature of large shareholders is an important factor behind their supervision or collusion choices and it affects management compensation*», p. 204.

⁴⁰⁰ *Ivi*, p. 99.

⁴⁰¹ Recenti ricerche hanno evidenziato come tre quarti delle società quotate in Israele sono controllate da famiglie, così OECD, *Corporate Governance in Israel*, 2011, p. 8, disponibile sul sito dell'OCSE all'indirizzo www.oecd.org.

⁴⁰² V. S. COHEN – B. LAUTERBACH, *Differences in pay between owner and non-owner CEOs: Evidence from Israel*, in *J. of Multi. Fin. Manag.*, 18, 2008, pp. 4 ss.

⁴⁰³ V. A. HAMDANI – Y. YAFEH, *Institutional Investors as Minority Shareholders*, in *Rev. Financ.*, 17, pp. 691 ss.

(remunerando se stessi) ovvero assicurandosi la cooperazione degli amministratori nella oppressione dei soci di minoranza»⁴⁰⁴.

26. **Quale funzione per il *Say on Pay*?**

Le argomentazioni ora 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. Per un verso, il socio di controllo che dovesse ricoprire l'incarico di amministratore esecutivo potrebbe far leva sul proprio potere per farsi riconoscere un compenso irragionevole ed espropriare così i soci di minoranza. Per altro verso, ove la funzione esecutiva fosse affidata ad un professionista esterno, la retribuzione potrebbe divenire lo strumento attraverso cui il socio di controllo se ne assicura la "lealtà" e la compiacenza in occasione di future attività volte all'estrazione di benefici privati, a beneficio della maggioranza e a detrimento della minoranza azionaria.

Tali considerazioni, beninteso, non devono essere sopravvalutate.

In questa sede non si intende sostenere che i soci di controllo siano del tutto privi di incentivi ad esercitare un diretto monitoraggio sulla fissazione dei compensi ed a porre un freno ad eccessi nei livelli retributivi; né la tesi qui sostenuta asserisce che la retribuzione sia *sistematicamente* impiegata dal gruppo di comando al solo fine di estrarre (direttamente o indirettamente) ricchezza dalla società.

A tal proposito può forse essere utile quanto tradizionalmente affermato dalla dottrina con riferimento alle operazioni con parti correlate, vale a dire la considerazione secondo cui tali operazioni non

⁴⁰⁴ *Id.*, pp. 704-705.

si limitino a rappresentare solo l'occasione per condotte opportunistiche, e segnatamente per il compimento di attività di *tunnelling*, ma possano bensì costituire anche un mezzo per la creazione di valore per tutte le parti coinvolte, compresa la società⁴⁰⁵. Allo stesso modo, la retribuzione degli amministratori (riconducibile nell'alveo delle operazioni con parti correlate)⁴⁰⁶, e segnatamente la remunerazione variabile, non può reputarsi esclusivamente come fonte di abusi ben potendo rappresentare (anche nei sistemi a proprietà concentrata) un valido strumento funzionale al perseguimento dell'interesse sociale, nella misura in cui esso riesca ad allineare gli interessi degli amministratori con quello degli azionisti (esterni). Coerentemente allora a quanto si sostiene in materia di operazioni con parti correlate, anche in tema di *executive compensation* la consapevolezza del "momento patologico" pone la necessità che siano predisposti appositi presidi procedurali che garantiscano la piena trasparenza del processo di negoziazione dei compensi e che lo depurino da ogni contaminazione con interessi extra-sociali⁴⁰⁷.

⁴⁰⁵ Cfr. L. ENRIQUES – G. HERTIG – H. KANDA, *Related-Party Transactions*, in AA. VV., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, cit., p. 154, ove ci si pone il quesito «*why are related-party transactions permitted at all?*»; nonché L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (With a Critique of the European Commission Proposal)*, cit., pp. 14-15, il quale osserva che l'obiettivo principale della regolamentazione in materia di operazioni con parti correlate è appunto di minimizzare il rischio che esse siano impiegate per scopi di *tunnelling* (riducendo così i casi di "falsi negativi") senza al contempo impedire il compimento di operazioni che potrebbero risultare vantaggiose per la società (così da evitare il più possibile i "falsi positivi").

⁴⁰⁶ È superfluo precisare che la sussunzione della remunerazione nella fattispecie delle operazioni con parti correlate prescinde dalla circostanza che la funzione gestoria sia in concreto affidata al socio di controllo o meno, già qualificandosi come "parte correlata" l'amministratore. Né, al contempo, può esserci alcun dubbio sulla possibilità che la remunerazione si qualifichi come "trasferimento di risorse", altro elemento cruciale perché ricorra una operazione tra parti correlate.

⁴⁰⁷ Per una disamina delle diverse strategie regolatorie di contrasto ai rischi insiti nelle operazioni con parti correlate, v. L. ENRIQUES – G. HERTIG – H. KANDA, *Related-Party Transactions*, cit., pp. 155 ss. nonché L. ENRIQUES, *Related Party*

A seguito di quanto detto, diviene ora possibile enucleare la funzione che il *Say on Pay* è chiamato a svolgere in un sistema prevalentemente caratterizzato da assetti proprietari concentrati, qual è quello italiano.

In realtà, si ritiene ancor più utile precisare dapprima quale funzione il voto sulla politica di remunerazione *non* possa essere deputato a dispiegare nel nostro ordinamento. A questo punto della trattazione, pare infatti chiaro che il *Say on Pay*, nel nostro sistema societario, non possa reputarsi uno strumento di rafforzamento del ruolo dei soci, intesi come un'unica categoria, per due ordini di motivi. In primo luogo il riconoscimento di un potere di *voice* è ridimensionato dalla presenza di uno o più azionisti di maggioranza o comunque dalla presenza di uno stabile gruppo di comando che, in concreto, ha altri strumenti per determinare, o almeno controllare, il livello delle remunerazioni⁴⁰⁸. In secondo luogo, sotto un profilo di diritto positivo, occorre ricordare che nel nostro ordinamento l'assemblea è già titolare della generale competenza decisionale in materia retributiva; sebbene la fissazione dei compensi degli amministratori investiti di particolari cariche sia rimessa all'organo di gestione, l'assemblea può di fatto svuotare di poteri il consiglio di amministrazione attraverso la fissazione di un tetto massimo *ex art.* 2389, 3° co., c.c.⁴⁰⁹.

In definitiva, il voto assembleare sulla politica retributiva *non* può essere invocato quale “contrappeso” ad una posizione egemone

Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (With a Critique of the European Commission Proposal), cit., pp. 14 ss.

⁴⁰⁸ V. *supra* note 355-361 e testo corrispondente.

⁴⁰⁹ V. in tal senso, S. BRUNO – F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, cit., p. 1271, ove si giunge addirittura a qualificare come meramente «dispositiva» la norma che attribuisce all'organo di gestione la competenza a fissare il compenso degli amministratori investiti di particolari cariche. L'argomento è stato già ampiamente trattato *supra*, nota 198 e testo corrispondente.

dell'organo amministrativo *né* come rimedio ad una autoreferenzialità nella condotta dei gestori in sede di fissazione dei compensi, per il semplice motivo che tali problemi non ricorrono nella tipica società italiana, ma sono bensì tipici di un azionariato disperso e dell'assenza di soci di controllo⁴¹⁰.

Volendo rispondere in termini positivi al quesito sopra posto, diviene allora evidente che il *Say on Pay* è piuttosto chiamato a prevenire il peculiare problema che la remunerazione degli amministratori può porre in un sistema a proprietà concentrata, ossia l'estrazione di benefici privati da parte del socio di controllo, secondo una delle forme sopra indicate⁴¹¹. 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. Più precisamente, i principali destinatari di un simile potere di *voice* devono essere identificati negli investitori istituzionali, per i quali appare maggiormente plausibile ed economicamente razionale (rispetto ai piccoli risparmiatori)

⁴¹⁰ In tali società, tipicamente ricondotte ai sistemi anglosassoni, è centrale la dialettica e la (potenziale) conflittualità tra *manager* e azionisti, dalla quale deriva l'esigenza di individuare adeguati strumenti di monitoraggio e repressione di possibili condotte opportunistiche dei gestori, al fine di assicurare il perseguimento, da parte di costoro, degli interessi degli azionisti "proprietari". Cfr. C. ANGELICI, *Le "minoranze" nel decreto 58/1998: "tutela" e "poteri"*, cit., p. 209.

⁴¹¹ V. B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblee nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 1, 2001, pp. 87 ss., ove si osserva che nelle società ad assetti proprietari concentrati il problema si sposta sul piano delle minoranze, rispetto al quale la trasparenza può costituire un utile presidio.

un'attività di monitoraggio sulla gestione nonché l'esercizio dei diritti di *voice*⁴¹².

D'altro canto, le evidenze empiriche mostrano come le recenti riforme intervenute nel nostro ordinamento (su impulso dell'Unione Europea)⁴¹³ abbiano condotto ad un forte incremento della partecipazione di investitori istituzionali, specialmente stranieri, nelle assemblee annuali delle principali società quotate italiane: nel corso della stagione assembleare del 2015, in particolare, l'incidenza sul capitale presente nelle assemblee e, in ultima istanza, il potere di *voice* di tale categoria di azionisti ha registrato una media del 20,8%, dal 13,3% del 2012⁴¹⁴. Il fenomeno, peraltro, è principalmente dovuto all'aumentata partecipazione degli investitori istituzionali esteri, passati dal 12% nel 2012 all'attuale 19,7%⁴¹⁵.

Il *Say on Pay*, in conclusione, diviene uno strumento volto ad arricchire il processo decisionale in ordine alla determinazione della remunerazione degli amministratori esecutivi mediante il contributo

⁴¹² Cfr. M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, cit., p. 725, ove si osserva che «[...] la *Say-on-Pay Rule*, come tutti gli strumenti volti a rafforzare il potere di *voice* nelle società quotate, è in realtà rimedio che si rivolge ad una particolare categoria di azionisti, gli investitori istituzionali, i quali sono in grado di valutare equità ed equilibrio delle decisioni sui compensi degli amministratori»; S. BRUNO – F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, cit., pp. 1290 ss. e M. BELCREDI – L. ENRIQUES, *Institutional Investor Activism in a Context of Concentrated Ownership and High Private Benefits of Control: The case of Italy, passim*, ove pure il riconoscimento del *Say on Pay* è identificato come strumento di rafforzamento del ruolo degli investitori istituzionali.

⁴¹³ V. S. BRUNO, *Il ruolo dell'assemblea di s.p.a. nella corporate governance*, cit., pp. 249 ss.

⁴¹⁴ Dati riferiti alla partecipazione degli investitori istituzionali alle assemblee delle società quotate incluse nell'indice Ftse Mib e Mid Cap, v. CONSOB, *2015 Report on corporate governance of Italian listed companies*, cit., p. 35, Tabella 3.1. Il dato diviene ancor più evidente se si prende in considerazione le sole società incluse nell'indice Ftse Mib, ove gli investitori istituzionali, nel 2014, avevano raggiunto un'incidenza sul capitale presente in assemblea del 36,9%, contro il 14,8% del 2005. Così, F. BIANCONI, *Proxy Season 2014, Partecipazione ed attivismo delle minoranze*, 2 luglio 2014, disponibile sul sito www.georgeson.it, slide n. 5.

⁴¹⁵ V. CONSOB, *2015 Report on corporate governance of Italian listed companies*, cit., p. 35, Tabella 3.1.

offerto dagli azionisti esterni, e segnatamente gli investitori istituzionali.

27. Il regime italiano di *Say on Pay*: rilievi critici e prospettive di riforma

Dopo aver chiarito quale funzione il voto assembleare sulla politica delle remunerazioni sia chiamato a svolgere nel nostro sistema societario, non resta che valutare le implicazioni sul piano regolatorio e segnatamente verificare “l’effettività” della disciplina introdotta nell’ordinamento italiano in forza del d.lgs. n. 259 del 2010.

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, non pare una soluzione del tutto convincente.

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 intervenire⁴¹⁶.

⁴¹⁶ Così K. KASTIEL, *Executive Compensation in Controlled Companies*, cit., p. 1169, il quale rileva che «*It is often the case that controlling shareholders of C[ontrolling] S[hareholders] companies have the ability to use their voting power to approve compensation packages even if they are suboptimal for other shareholders. This, in turn, makes the typical say-on-pay arrangement, which usually requires a vote by the shareholders as a whole and does not have different voting requirements for C[ontrolling] S[hareholders] companies, less effective for C[ontrolling] S[hareholders] companies*». Sul punto, sia pur solo incidentalmente, si v. anche J. R. DELMAN, *Structuring Say on Pay: A Comparative Look at Global Variations in Shareholder Voting on Executive Compensation*, cit., p. 615, n. 152, ove si osserva «*It is ironic that the relatively diffuse share ownership in the US has been used as a rationale for arguing against shareholder voting on compensation. After all, the need for shareholder voice [...] is more usually associated with dispersed ownership. [...] In blockholding systems common in Europe, shareholder votes often serve to formalize the implicit influence large shareholders have on the board*».

Il riconoscimento di un voto all'*intera* compagine sociale, ponendo le condizioni per (un più che probabile) esito positivo della consultazione assembleare, impedisce di fatto che la delibera consultiva possa produrre gli effetti giuridici ad essa riconducibili. Si è visto, infatti, che il voto consultivo, benché privo di efficacia vincolante e idoneo a porre un argine alla discrezionalità degli amministratori, è ugualmente suscettibile di far sorgere in capo all'organo di gestione un *dovere* di motivazione, ove esso intenda discostarsi dal pronunciamento degli azionisti. La violazione di tale dovere di motivazione, al ricorrere di alcune condizioni, può giustificare l'esperimento di strumenti di tutela reali o obbligatori.

La scelta di coinvolgere l'*intero* organo assembleare, invece, fa sì che l'unica fonte di un genuino dissenso in ordine alle politiche di remunerazione (ossia, quello espresso dagli azionisti di minoranza) non possa emergere in una delibera il cui esito positivo è scontato: resta così "lettera morta" la possibilità che gli amministratori siano *obbligati* a motivare la propria decisione divergente dalle istanze assembleari ovvero la possibilità che operino i connessi rimedi sanzionatori, in caso di violazione dell'obbligo medesimo⁴¹⁷.

Quanto osservato trova sostanziale riscontro nei risultati dei primi quattro anni di applicazione del voto assembleare sulle politiche di remunerazione in Italia.

In primo luogo, il livello di consenso manifestato nelle assemblee delle società quotate italiane si è attestato in media su livelli molto alti (il 94,9% del capitale sociale presente in

⁴¹⁷ Per una analitica trattazione dei rimedi reali e obbligatori connessi all'obbligo di motivazione degli amministratori che intendano discostarsi dal pronunciamento assembleare, v. *supra* §21.1.

assemblea)⁴¹⁸. Un simile dato offre un primo, utile spunto di riflessione ove si consideri che si tratta di una percentuale di consenso superiore a quelle (pur elevate) registrate nei sistemi anglosassoni⁴¹⁹: una differenza di valori che può apparire già indicativa del forte peso che i soci di controllo sono in grado di esercitare in sede di delibera⁴²⁰.

D'altro canto, era facilmente immaginabile che, grazie all'attuale formulazione della disposizione, i casi di voto negativo sarebbero stati estremamente rari grazie (ancora una volta) all'influenza che il gruppo di comando dispiega sull'esito finale della deliberazione. Non stupisce quindi che i pur pochi episodi di "bocciatura" sinora verificatisi non siano stati determinati da un effettivo dissenso sulle politiche retributive ma da più ampie tensioni

⁴¹⁸ Il dato si riferisce alla stagione assembleare del 2012 ed è tratto da M. BELCREDI – S. BOZZI – A. CIAVARELLA – V. NOVEMBRE, *Say on Pay in a context of concentrated ownership. Evidence from Italy*, Quaderni di finanza CONSOB n. 76, febbraio 2014, p. 24. Le evidenze empiriche relative alle successive stagioni assembleari, infatti, si sono occupate di enucleare i livelli medi di consenso raggruppando le società analizzate per indici di mercato. Così, F. BIANCONI, *Proxy Season 2014, Partecipazione ed attivismo delle minoranze*, cit., p. 15, ove il livello di consenso medio delle società incluse nell'indice Ftse Mib è indicato nell'88,5% (2012), 90,4% (2013), 91,4% (2014) e il medesimo dato, relativo alle società incluse nell'indice Mid Cap è indicato nell' 95,4% (2012), 94,8% (2013), 92,6% (2014).

⁴¹⁹ V. M. BELCREDI – S. BOZZI – A. CIAVARELLA – V. NOVEMBRE, *Say on Pay in a context of concentrated ownership*, cit., p. 24, ove si osserva che il livello di dissenso medio negli Stati Uniti (nel 2011) è stato dell'8,9%, mentre nel Regno Unito (nel 2003) il livello di dissenso medio si è attestato tra il 7,9% e il 16%, a seconda del campione analizzato, a fronte della percentuale di dissenso registrata in Italia, pari al 5,1%.

⁴²⁰ Nello stesso senso anche S. BRUNO – F. BIANCONI, *FTSE Mib: Proxy Season 2013. Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze*, p. 36, disponibile sul sito www.archivioceradi.luiss.it. *Contra* M. BELCREDI – S. BOZZI – A. CIAVARELLA – V. NOVEMBRE, *Say on Pay in a context of concentrated ownership*, cit., p. 24, ove si osserva che in realtà il livello di dissenso registrato in Italia è in linea con quello rilevato nel 2010 in Germania, pari al 6,5%. Tuttavia, si può osservare che il confronto non pare del tutto appropriato, atteso che in Germania il voto assembleare è solo facoltativo. V. infatti D. POWELL – M. S. RAPP, *Non-Mandatory Say on Pay Votes and AGM Participation: Evidence from Germany*, cit., p. 13, ove si rileva che nel 2010 soltanto in 110 assemblee su 300 l'ordine del giorno contemplava il pronunciamento assembleare sulla politica di remunerazione degli amministratori.

endo-societarie⁴²¹. L'assenza di un solo caso di voto negativo originato da un genuino disaccordo tra soci e *management* in ordine alle linee guida delle retribuzioni induce a sospettare della piena efficacia del *Say on Pay*, così come attualmente formulato: o l'assenza di voti contrari è da giustificare in ragione delle indefettibili pratiche retributive caratterizzanti le società quotate italiane (e allora non vi era un fallimento del mercato che giustificasse l'intervento del legislatore) ovvero, come si ritiene, la presenza del socio di controllo non consente l'emersione di un reale, fondato dissenso.

Ulteriori indicazioni, che inducono a propendere per la seconda delle alternative ora prospettate, provengono dall'analisi degli orientamenti di voto dei soli investitori istituzionali. Le evidenze empiriche hanno infatti mostrato la rilevanza della posizione espressa dalle minoranze delle società quotate: nel 2014, solo il 73% degli investitori istituzionali ha approvato le relazioni sulle politiche di

⁴²¹ V. M. BELCREDI – S. BOZZI – A. CIAVARELLA – V. NOVEMBRE, *Say on Pay in a context of concentrated ownership*, cit., p. 22, ove si dà conto che nella stagione assembleare del 2012 sono stati soltanto quattro i casi di voto negativo espresso dalle assemblee delle società quotate italiane: Cape Live, Screen Service, Impregilo e Retelit. Gli Autori, in più, evidenziano come: *i*) Cape Live nello stesso anno aveva fatto istanza (poi omologata) di ammissione alla procedura di concordato preventivo e i relativi azionisti, in occasione della medesima assemblea in cui si è registrato il *Say on Pay* negativo, hanno deliberato l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità nei confronti dell'organo di gestione; *ii*) Screen Service, era oggetto di una contesa per il controllo societario tra un *private equity fund* (Opera) e un *hedge fund* (Permian); l'intero consiglio di amministrazione rassegnò le proprie dimissioni nel corso dell'assemblea in occasione della quale lo stesso socio di controllo (Opera) espresse voto contrario alla politica di remunerazione; *iii*) quanto a Impregilo e Retelit, il voto negativo trova probabilmente la propria giustificazione in uno scontro per il controllo societario (rispettivamente, tra la famiglia Gavio e il gruppo Salini, per Impregilo, e tra Lybian Post & Telecom Company e Sirti, per Retelit). Dalle analisi empiriche relative alle stagioni assembleari del 2013 (S. BRUNO – F. BIANCONI, *FTSE Mib: Proxy Season 2013. Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze*, disponibile sul sito www.archivioceradi.luiss.it) e del 2014 (F. BIANCONI, *Proxy Season 2014, Partecipazione ed attivismo delle minoranze*, cit.), nonché da un'analisi dei verbali relativi alle assemblee delle società quotate tenutesi nel 2015 (svolta dall'Autore di questa trattazione), non risulta che vi siano più stati casi di bocciatura nell'esperienza italiana.

remunerazione, mentre il resto ha espresso un voto contrario, segno di un persistente disallineamento tra le aspettative degli investitori istituzionale e le pratiche in tema di retribuzione poste in essere dalle società italiane⁴²². Ancora più importante è il dissenso manifestato nella precedente stagione assembleare, dove il 65% delle minoranze ha supportato l'approvazione della delibera (mentre nel 2012 la percentuale era ancora più bassa: 56%). Inoltre, se avessero votato solo gli azionisti di minoranza, la politica di remunerazione non sarebbe stata approvata in almeno undici società del FTSE Mib nel 2013 e in almeno cinque nel 2014⁴²³.

Simili percentuali hanno senz'altro incentivato un maggiore dialogo tra gli organi di gestione e gli azionisti di minoranza. L'intervento critico degli investitori istituzionali, specialmente quelli esteri, è stato senz'altro preso in considerazione dagli emittenti, i quali hanno tenuto conto delle loro osservazioni, talvolta modificando la formulazione della politica di remunerazione. Purtroppo non si può trascurare che un simile dialogo è risultato molto più difficile nelle società di minori dimensioni in termini di capitalizzazione, che rappresentano la maggioranza (numerica) delle società quotate italiane e nelle quali non si è assistito ad alcun miglioramento delle pratiche retributive, registrandosi piuttosto un incremento nel dissenso degli investitori istituzionali⁴²⁴. Non solo: nel 2015, con riferimento alle società di maggiori dimensioni (quelle incluse nell'indice Ftse Mib), i *proxy advisor* hanno continuato a formulare raccomandazioni negative

⁴²²Così S. BRUNO – F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, cit., p. 1291.

⁴²³*Ibidem*.

⁴²⁴La percentuale dei voti contrari espressi dagli investitori istituzionali (calcolata sul totale dei voti a loro disposizione) è infatti cresciuta dal 27,5% al 39% nel 2015, cfr. V. CONSOB, *2015 Report on corporate governance of Italian listed companies*, cit., p. 37, Tabella 3.5.

in ordine al 40% degli emittenti⁴²⁵; inoltre, se avessero votato i soli soci di minoranza, il pronunciamento assembleare sarebbe stato di segno negativo in sei società⁴²⁶.

In conclusione, le argomentazioni di carattere giuridico e le evidenze empiriche ora esposte inducono ad esprimere un giudizio fortemente critico sull'efficacia dell'attuale regime di *Say on Pay* che, così come strutturato, risulta del tutto inidoneo a realizzare una concreta responsabilizzazione del *management* e, con esso, del gruppo di controllo nella materia della retribuzione degli amministratori.

Un correttivo alle debolezze della disciplina italiana pare essere suggerito dalla recente riforma intervenuta in Israele, un Paese il cui sistema finanziario ha le stesse caratteristiche di concentrazione di

⁴²⁵ F. SAVELLI, *Il nodo dei compensi e il rapporto con le performance. Gli investitori istituzionali contano di più: remunerazioni da ripensare*, in *Il Corriere della Sera*, 14 dicembre 2015, disponibile sul sito internet del quotidiano www.corriere.it.

⁴²⁶ Questo è quel che emerge da un'analisi dei verbali assembleari, pubblicati sui rispettivi siti *internet* delle società, di Mediaset s.p.a., Luxottica Group s.p.a., Italcementi s.p.a., Unipolsai Assicurazioni s.p.a., Mediolanum s.p.a., Telecom Italia s.p.a.. Il dato risulta ancor più evidente ove si confrontino le percentuali finali di voto (così come indicate nei verbali e nelle quali un peso determinante è esercitato dal socio/dai soci di controllo) con quello che sarebbe stato l'esito finale della delibera se il socio/i soci di controllo non vi avessero partecipato: *i*) in Mediaset s.p.a., ove la delibera *ex art. 123-ter* T.U.F. è stata approvata dal 61,33% del capitale rappresentato in assemblea, l'83% dei soci di minoranza ha votato in senso opposto; *ii*) in Luxottica Group s.p.a., ove avessero votato solo i soci di minoranza, la politica di remunerazione sarebbe stata bocciata, con il voto contrario del 75% delle azioni degli investitori istituzionali (benché, nella realtà, essa sia stata approvata con il voto favorevole dell'81% del capitale sociale presente in assemblea); *iii*) in Italcementi la politica di remunerazione è stata approvata dal 74,99% del capitale presente in assemblea, benché gli investitori istituzionali abbiano espresso un dissenso pari al 75,16% dei voti loro spettanti; *iv*) in Unipolsai Assicurazioni s.p.a., se il socio di controllo non avesse concorso all'approvazione della delibera (adottata con il voto favorevole del 90,31% del capitale presente in assemblea), la politica di remunerazione sarebbe stata bocciata, avendo i soci di minoranza espresso il proprio dissenso per il 63,71% dei voti ad essi spettanti; *v*) in Mediolanum s.p.a., ove la delibera è stata approvata dall'86% del capitale presente in assemblea, il 61,38% dei soci di minoranza ha votato in senso contrario; *vi*) infine, in Telecom Italia s.p.a., se avessero votato i soli soci di minoranza, la politica di remunerazione (approvata dal 65,89% del capitale rappresentato in assemblea) sarebbe stata bocciata con il voto contrario del 55,85% delle azioni degli investitori istituzionali.

quello italiano⁴²⁷ ed il cui ordinamento giuridico è noto per vantare una delle più sofisticate discipline di tutela degli azionisti di minoranza⁴²⁸.

Nel novembre del 2012 è stato adottato l'*Amendment 20*, in virtù del quale è stata modificata la disciplina societaria contenuta nel *Companies Law 1999* ed è stato introdotto una versione di *Say on Pay* che rappresenta una novità assoluta nel panorama internazionale. Discostandosi dagli imperanti modelli di derivazione anglosassone, la disciplina israeliana non si limita a perseguire i “tradizionali” obiettivi che governano il tema dell'*executive compensation* (ossia un maggiore coinvolgimento degli azionisti e una più stretta correlazione della remunerazione alle *performance* aziendali) ma tiene in debito conto i peculiari assetti proprietari prevalenti nel proprio sistema finanziario e la connessa esigenza di tutela delle minoranze.

Secondo la normativa in esame, infatti, la politica di remunerazione per gli amministratori, formulata da un comitato di amministratori indipendenti, deve essere sottoposta ad una delibera consultiva dell'organo assembleare; il diritto di voto, tuttavia, è attribuito ai *sol*i soci che siano estranei al gruppo di controllo.

In caso di esito negativo della votazione, la politica delle remunerazioni può essere egualmente approvata dall'organo di gestione, in capo al quale permangono quindi le prerogative decisorie, *purché* lo scostamento dalla delibera assembleare sia motivato alla luce del “superiore interesse sociale”.

⁴²⁷ A. LICHT – R. TALMORE – H. SACHS, *Israel's Executive Compensation Reform*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation* (<http://corpgov.law.harvard.edu>), 7 gennaio 2013.

⁴²⁸ OECD, *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*, OECD Publishing, p. 104, ove si osserva che «*Israel has broadly implemented the OECD Principles relevant to the prevention of abuse of related party transactions, with one of the most elaborated systems of disclosure and review among OECD countries reviewed*».

Un simile meccanismo, in grado di valorizzare la tutela delle minoranze azionarie anche in tema di *executive compensation*, potrebbe essere mutuato nel nostro ordinamento ove, peraltro, non rappresenterebbe affatto una novità: il voto della maggioranza della minoranza (c.d. *whitewash*) è già contemplato dalla disciplina domestica per le operazioni con parti correlate di “maggiore rilevanza”.

La disciplina dettata dal Regolamento Consob ha quindi già consacrato la concezione secondo cui le istanze e gli interessi economici di cui possono essere portatori i soci possono essere tra loro assai diversi, e talvolta anche radicalmente incompatibili. Con la conseguenza così che, quando emerge siffatta incompatibilità, l’approvazione di operazioni che non incidono in maniera omogenea sugli interessi dei soci devono essere sottratte alla regola maggioritaria.

Si è infatti osservato in dottrina che la soggezione della minoranza dissenziente rispetto alla decisione assunta dalla maggioranza trova la sua ragion d’essere nella circostanza che l’interesse su cui la delibera viene ad incidere sia pur sempre un interesse qualitativamente comune⁴²⁹, mentre essa non ha più motivo di operare ove manchi una tale premessa, potendo in questi casi l’operatività del principio maggioritario, tipicamente caratterizzante la tecnica assembleare, essere sacrificata a (e sostituita da) altri criteri e meccanismi di formazione delle decisioni⁴³⁰.

Tale ordine di ragioni può ben essere replicato per le decisioni in materia di remunerazione degli amministratori, ove è facile

⁴²⁹ In tal senso, P. FERRO-LUZZI, *La conformità delle deliberazioni alla legge ed all’atto costitutivo*, Miano, 1993, pp. 154 ss.; M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, 2010, pp. 61 ss.

⁴³⁰ In tal senso, v. G. GUIZZI, *Azioni e assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *RDS*, 1, 2011, p. 16.

ipotizzare che i soci non siano tutti mossi da un interesse comune, idea che da sola altrimenti giustificerebbe la sovranità assembleare, e quindi l'operatività del principio maggioritario.

Un voto della maggioranza della minoranza, peraltro, andrebbe limitato alla sola politica delle remunerazioni e non anche ai compensi concretamente spettanti agli amministratori ⁴³¹. Il riparto di competenze all'interno della società resterebbe così immutato ma l'*iter* decisionale sarebbe arricchito da un ulteriore passaggio procedurale, e segnatamente dal coinvolgimento degli investitori istituzionali *a monte*, ossia nel momento della definizione delle linee guida in coerenza con le quali saranno poi determinati i compensi dei *manager*.

In conclusione, il *whitewash* consultivo, sul modello offerto dall'ordinamento israeliano, consentirebbe di realizzare un delicato bilanciamento tra le istanze del gruppo di controllo e dei soci di minoranza, scongiurando ogni potere di veto in capo a questi ultimi e al contempo assicurando che il socio di controllo e l'organo di gestione abbiano *l'obbligo* di tenere in debita considerazione l'opinione espressa dagli investitori istituzionali, quantomeno nel senso di dover motivare le ragioni di un eventuale dissenso.

⁴³¹ V. S. BRUNO – F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, cit., p. 1294, ove si propone, per identificare il socio di controllo, di considerare la percentuale prevista dall'art. 106 d.lg. n. 58/1998 in materia di obbligo di offerta pubblica totalitaria e sintomatica dell'esistenza del controllo, con la conseguenza che si potrebbe considerare soltanto il voto espresso dalla maggioranza degli azionisti che non partecipano ad essa e che possono, pertanto, definirsi, indipendenti.

BIBLIOGRAFIA

- ABBADESSA P. – MIRONE A., *Le competenze dell'assemblea nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2-3, 2010, pp. 269 ss.;
- ABBADESSA P., *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in CARIELLO V. (a cura di), *Le operazioni con parti correlate*, Milano, 2011;
- ABBADESSA P., *L'assemblea: competenza*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, vol. III, Torino, 1994;
- ABRIANI N., *Sub art. 2380 bis*, in COTTINO G. - BONFANTE G. - CAGNASSO O. - MONTALENTI P. (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004;
- ADMATI A. – P. PFLEIDERER, *The “Wall Street Walk” and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice*, in *Rev. Fin. Stud.*, 20, 2008, pp. 2445 ss.;
- ALCHIAN A. - DEMSETZ H., *Production, Information and Economic Organization*, in *Am. Econ. Rev.*, 62, 1972, pp. 777 ss.;
- ALLEGRI V., *Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori*, Milano, 1979;
- ALLEN F. – QIAN J. – QIAN M., *Law, finance and economic growth in China*, in *J. Financ. Econ.*, 77, 2005, pp. 57 ss.;
- ALVISI C., *Informazioni al mercato in materia di attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti e collaboratori*, in GALGANO F. – ROVERSI MONACO F. (a cura di), *Le nuove regole del mercato finanziario*, Padova, 2009;
- AMATUCCI C. – LUBRANO DI SCORPANIELLO M., *Director and executive compensation regulations for Italian listed and closed corporations*, in THOMAS R.S. – HILL J.G. (a cura di), *Research Handbook on Executive Pay*, Cheltenham, 2012;
- AMATUCCI C., *I riflessi delle stock options sulle cause determinanti della crisi finanziaria*, in *Riv. dir. civ.*, 5, 2009, pp. 547 ss.;
- AMATUCCI C., *Responsabilità degli amministratori di società e ruolo del giudice. Un'analisi comparatistica della business judgment rule*, Milano, 2014;

- AMBROSINI S., *L'amministrazione e i controlli nella società per azioni*, in *Giur. comm.*, 3, 2003, pp. 308 ss.;
- ANGELICI C., *Amministratori di società, conflitto di interessi e art. 1394*, in *Riv. dir. comm.*, 1, 1970, pp. 135 ss.;
- ANGELICI C., *La società per azioni. I principi e i problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, 2012;
- ANGELICI C., *Le "minoranze" nel decreto 58/1998: "tutela" e "poteri"*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, pp. 207 ss.;
- ANNUNZIATA F., *Art. 114 bis*, in FRATINI M. – GASPARRI G. (a cura di), *Il Testo Unico della finanza*, Torino, 2012;
- ARLEN J., *Designing Mechanisms to Govern Takeover Defenses: Private Contracting, Legal Intervention and Unforeseen Contingencies*, in *U. Chicago Law Rev.*, 69, 2002, pp. 917 ss.;
- ARMOUR J. – HANSMANN H. – KRAAKMAN R., *Agency Problems and Legal Strategies*, in AA. VV., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2009;
- ARNOLD C., *Stock Options and Dividend Protection*, in *J. Inst. Theor. Econ.*, 161, 2005, pp. 453 ss.;
- ARROW K., *The Limits of Organization*, New York, 1974;
- ASSONIME, *La disciplina sulle remunerazioni per le società quotate. Circolare n. 8/2012*, in *Riv. soc.*, 4, 2012, pp. 782 ss.;
- ASSONIME, *Le nuove disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari. Il commento dell'Assonime*, in *Riv. soc.*, 2-3, 2006, pp. 445 ss.;
- ATANASOV V. – BLACK B. – CICCOTELLO C.S., *Law and Tunnelling*, in *J. Corp. L.*, 37, 2011, pp. 1 ss.;
- ATANASOV V. – BLACK B. – CICCOTELLO C.S., *Unbundling and Measuring Tunnelling*, in *U. Ill. L. Rev.*, 2014, pp. 1697 ss.;
- ATTARI M. – BANERJEE S. – NOE T., *Crushed by Rational Stampede: Strategic Share Dumping and Shareholder Insurrections*, in *J. Fin. Econ.*, 79, 2006, pp. 181 ss.;
- BACHELDER J., *A Say on "Say on Pay": Assessing Impact After Four Years*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 3 aprile 2015 (<http://corpgov.law.harvard.edu>);
- BAINBRIDGE S., *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, in *Nw. U. L. Rev.*, 2003, pp. 547 ss.;

- BAINBRIDGE S., *Executive compensation*, in S. BAINBRIDGE, *Corporate Governance after the Financial Crisis*, Oxford, 2012;
- BAINBRIDGE S., *Remarks on Say on Pay: An Unjustified Incursion on Director Authority*, UCLA School of Law, Law and Economics Research Paper No. 08-06, 4 marzo 2008;
- BAINBRIDGE S., *Shareholder Empowerment*, in S. BAINBRIDGE (a cura di), *Corporate Governance after the Financial Crisis*, Oxford, 2012;
- BANK S.A. – GEORGIEV G.S., *Paying High for Low Performance*, 7 agosto 2015 (<http://ssrn.com>);
- BARACHINI F., *Il comitato per la remunerazione: attualità e prospettive alla luce della Commissione Europea 2009/385/CE*, in AA. VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber Amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010;
- BARCA F. – BECHT M., *The Control of Corporate Europe*, Oxford, 2001;
- BARONTINI R. – BOZZI S., *Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies*, in *J. Manag. Gov.*, 2, 2011, pp. 59 ss.;
- BARONTINI R. – BOZZI S., *CEO Compensation and performance in family firms*, 19 febbraio 2010 (<http://ssrn.com>);
- BARONTINI R. – BOZZI S. – FERRARINI G. – UNGUREANU M.C., *Directors' Remuneration Before and After the Crisis: Measuring the Impact of Reforms in Europe*, in M. BELCREDI – G. FERRARINI, *Boards and Shareholders in European Listed Companies*, Cambridge, 2013;
- BARTALENA A., *Note in tema di compenso degli amministratori delegati*, in *Giur. comm.*, 1988, I, pp. 212 ss.;
- BARTHOLD B.M. – RIZZI M. – MONTANARI M., *Swiss Ordinance against Excessive Compensation in Listed Stock Companies – first experiences after the shareholder's meeting season 2014*, Lexology, 29 luglio 2014;
- BEBCHUK L. – FRIED J. – WALKER D., *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, in *U. Chicago Law Rev.*, 69, 2002, pp. 751 ss.;
- BEBCHUK L. – FRIED J., *Executive Compensation as an Agency Problem*, in *J. Econ. Perspect.*, 17, 2003, pp. 71 ss.;

- BEBCHUK L. – FRIED J., *Pay without Performance. The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge-Massachusetts, 2004;
- BEBCHUK L. – HAMDANI A., *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, in *U. Pa. L. Rev.*, 157, 2008, pp. 1263 ss.;
- BEBCHUK L. – KRAAKMAN R. – TRIANTIS G., *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*, in MORCK R.E. (a cura di), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago-London, 2000;
- BEBCHUK L., *Corporate Pyramids in the Israeli Economy: Problems and Policies*, Marzo 2012 (www.financeisrael.mof.gov.il);
- BECHT M., BOLTON P. – RÖELL A., *Corporate Governance and Control*, in CONSTANTINIDES G.M., HARRIS M. – STULZ R. M., *Handbook of the Economics of Finance*, Amsterdam, 2003;
- BEGHETTO A., *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1, 2012, pp. 70 ss.;
- BELCREDI M. – BOZZI S. – CIAVARELLA A. – NOVEMBRE V., *Say on pay in a context of concentrated ownership. Evidence from Italy*, Quaderni di finanza CONSOB n. 76, febbraio 2014;
- BELCREDI M. – ENRIQUES L., *Institutional Investor Activism in a Context of Concentrated Ownership and High Private Benefits of Control: The case of Italy*, ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper n. 225/2013, 2014;
- BELINFANTI, *The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control*, in *Stan. J. L. Bus. & Fin.*, 14, 2009, pp. 384 ss.;
- BENASSI R., *Art. 2389*, in MAFFEI ALBERTI A. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005;
- BENTIVEGNA A.M., *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123 t.u.f.*, in *Riv. dir. impresa*, 2011, pp. 277 ss.;
- BENTIVEGNA A.M., *La remunerazione degli amministratori: abusi, eccessività sopravvenuta e rimedi attivabili*, in *AGE*, 2, 2014, pp. 317 ss.;
- BERGSTRESSER D. – T. PHILIPPON, *Ceo Incentive and Earnings Management*, in *J. Financ. Econ.*, 80, 2006, pp. 511 ss.;

- BERLE A. – MEANS G., *The Modern corporation and Private Property*, New York, 1932;
- BERTOLOTTI A., *Le competenze*, in G. CAVALLI (a cura di), *Assemblea e amministratori*, Torino, 2013;
- BHAGAT S. - BLACK B., *The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance*, in *J. Corp. Law*, 27, 2002, pp. 231 ss.;
- BIANCHI M. – BIANCO M. – ENRIQUES L., *Pyramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy*, in BARCA F. – BECHT M., *The Control of Corporate Europe*, Oxford, 2001;
- BIANCHI M. – CIAVARELLA A. – ENRIQUES L. – NOVEMBRE V. – SIGNORETTI R., *Regolamentazione e auto-regolamentazione delle operazioni con parti correlate. Un'analisi empirica*, Quaderni di finanza CONSOB n. 75, gennaio 2014 (www.consob.it);
- BIANCONI F., *Proxy Season 2014, Partecipazione ed attivismo delle minoranze*, 2 luglio 2014 (www.georgeson.it);
- BIGELLI M. – MEHROTRA V. – RAU P.R., *Why are shareholders not paid to give up their voting privileges? Unique evidence from Italy*, in *J. Corp. Financ.*, 17, 2011, pp. 1619 ss.;
- BLACK B. – COFFEE J., *Hail Britannia? Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation*, in *Mich. L. Rev.*, 92, 1994, pp. 2007 ss.;
- BLACK B. – KRAAKMAN R., *A Self-Enforcing Model of Corporate Law*, in *Harv. L. Rev.*, 109, 1996, pp. 1911 ss.;
- BLACK B., *Agents Watching Agents: the Promise of Institutional Investor Voice*, in *UCLA*, 39, 1991, pp. 811 ss.;
- BLACK B., *Shareholder activism and corporate governance in the United States*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, vol. 3, New York, 1998;
- BONAFINI A.L., *Art. 2389*, in MARCHETTI P. – BIANCHI L. – GHEZZI F. – NOTARI M. (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, 2005, Milano;
- BONAFINI A.L., *I compensi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2005;
- BONELLI F., *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004;
- BONELLI F., *La responsabilità degli amministratori*, Milano, 1992;

- BOZZI S., *La retribuzione del top management nella prospettiva degli azionisti*, in FONTANA F. – BOZZI S. (a cura di), *Il ruolo delle stock options e degli altri strumenti a base azionaria*, Roma, 2008;
- BRUDNEY V., *The Independent Director: Heavenly City or Potemkin Village?*, in *Harv. L. Rev.*, 95, 1982, pp. 597 ss.;
- BRUNO S. – BIANCONI F., *FTSE Mib: Proxy Season 2013. Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze* (www.archivioceradi.luiss.it);
- BRUNO S. – BIANCONI F., *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, in *Riv. soc.*, 6, 2014, pp. 1269 ss.,
- BRUNO S., *Il ruolo dell'assemblea di s.p.a. nella corporate governance*, Padova, 2012;
- BRUTTI N., *Remunerazione degli amministratori di società quotate e trasparenza*, in *Società*, 10, 2005, pp. 1315 ss.;
- BRUTTI N., *Rilevanza giuridica dell'autoregolamentazione: osservazioni sui «codici di comportamento» di società quotate*, in *Società*, 10, 2007, pp. 1215 ss.;
- CALANDRA BUONAURA V., *Crisi finanziaria, governo delle banche e sistemi di amministrazione e controllo*, in BENAZZO P. – CERA M. – PATRIARCA S. (a cura di), *Il diritto delle società oggi: innovazioni e persistenze: studi in onore di Giuseppe Zanarone*, Torino, 2011;
- CALANDRA BUONAURA V., *Funzione amministrativa e interesse sociale*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders: in ricordo di Pier Giusto Jaeger. Atti del Convegno di Milano, 9 ottobre 2009*, Milano, 2010;
- CALANDRA BUONAURA V., *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985;
- CALANDRA BUONAURA V., *Il potere di gestione degli amministratori*, in COLOMBO G.E. - PORTALE G.B., (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1991;
- CAMPOBASSO M., *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 4, 2011, pp. 702 ss.;
- CAPPIELLO S. – MORERA U., *Del merito e delle ricompense dei vertici dell'impresa bancaria*, in *AGE*, 2, 2007, pp. 409 ss.;

- CAPPIELLO S., *La remunerazione degli amministratori. “Incentivi azionari” e creazione di valore*, Milano, 2005;
- CASELLI G., *La determinazione del compenso*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 2004;
- CERVIO E., *Solo consultivo il voto espresso dai soci in ordine alla relazione sui «compensi»*, in *Guida al Diritto*, 9, 2011;
- CHAPPLE L. - CHRISTENSEN B., *The Non-Binding Vote on Executive Pay: A Review of the CLERP 9 Reform*, in *Austl. J. Corp. L.*, 18, 2005, pp. 263 ss.;
- CHEFFINS B.R., *Tendenze attuali di corporate governance: da Londra a Milano, via Toronto*, in *Giur. Comm.*, 2001, pp. 161 ss.;
- CHOI S. – FISCH J. – KAHAN M., *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*, in *Emory Law J.*, 59, 2010, pp. 869 ss.;
- CHOI S., *A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries*, in *BERKELEY BUS. L. J.*, 1, 2004, pp. 45 ss.;
- CLARK R. C., *Corporate Law*, New York, 1986;
- CLAWSON M. A. – KLEIN T. C., *Indexed Stock Options: a Proposal for Compensation Commensurate with Performance*, in *Stanford J. Law, Bus. & Fin.*, 3, 1997, pp. 31 ss.;
- COFFEE J., *Gatekeepers: The Role of the Professions and Corporate Governance*, Oxford, 2006;
- COFFEE J., *Il cedimento degli “intermediari reputazionali” e la riforma del Sarbanes-Oxley Act*, in C. AMATUCCI, *I controlli esterni nelle società quotate*, Milano, 2005;
- COFFEE J., *Liquidity versus Control: the Institutional Investor as Corporate Monitor*, in *Colum. L. Rev.*, 91, 1991, pp. 1318 ss.;
- COFFEE J., *The Regulation of Entrepreneurial Litigation: Balancing Fairness and Efficiency in the Large Class Action*, in *U. Chi. L. Rev.*, 54, 1987, pp. 877 ss.;
- COHEN S. – LAUTERBACH B., *Differences in pay between owner and non-owner CEOs: Evidence from Israel*, in *J. of Multi. Fin. Manag.*, 18, 2008, pp. 4 ss.;
- CONARD, *Beyond Managerialism: Investor Capitalism*, in *U. Mich. J. L. Ref.*, 22, 1988, pp. 117 ss.;
- CONFORTINI C., *Stock option e bonus tra rischio d’impresa e rischio sistemico*, in *Contr. impr.*, 4-5, 2011, pp. 978 ss.;

- CONSOB, *2015 Report on corporate governance of Italian listed companies*, 18 gennaio 2015 (www.consob.it);
- CONSOB, *Attuazione dell'art. 123 ter del d.lgs. 58/1998 in materia di trasparenza delle remunerazioni degli amministratori di società quotate. Documento di consultazione*, 11 ottobre 2011 (www.consob.it);
- CONSOB, *Disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-bis del codice civile in materia di operazioni con parti correlate*, 3 agosto 2009 (www.consob.it);
- CONSOB, *Documento di consultazione sulla disciplina attuativa dell'articolo 114 bis del TUF introdotta dalla legge n. 262/2005 su informazione al mercato in materia di attribuzione ai piani di compensi basati su strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori*, 23 febbraio 2007 (www.consob.it);
- CONSOB, *Documento di consultazione sulla disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391 bis del codice civile in materia di operazioni con parti correlate*, 9 aprile 2008 (www.consob.it);
- CONYON M. – LEECH D., *Top Pay, Company Performance and Corporate Governance*, in *Oxford B. Econ. Stat.*, 56, 1994, pp. 229 ss.;
- CONYON M. – SADLER G., *Shareholder voting and Directors' Remuneration Report Legislation: Say on Pay in the UK*, in *Corp. Gov.*, 18, 2010, pp. 296 ss.;
- CORE E. – GUAY W. R., *Stock Option Plans for Non-Executive Employees*, in *F. Financ. Econ.*, 61, 2001, pp. 253 ss.;
- CORE J. E. – GUAY W.R. – LARCKER D.F., *Executive Equity Compensation and Incentives: a Survey*, in *FRNBY Economic Policy Review*, 9, 2003, pp. 27 e ss.;
- CORREA R. – LEL U., *Say on Pay Laws, Executive Compensation, Pay Slice and Firm Valuation Around the World*, 20 gennaio 2016 (www.ssrn.com);
- COSTI R., *L'azionista accomandatario*, Padova, 1969;
- CUTILLO G. – FONTANA F., *Executive compensation e strategia aziendale*, in CUTILLO G. – FONTANA F. (a cura di), *Manuale di Executive Compensation e Corporate Governance*, Milano, 2012;
- CUTILLO G., *I compensi variabili di lungo termine (ILT)*, in in CUTILLO G. – FONTANA F. (a cura di), *Manuale di Executive Compensation e Corporate Governance*, Milano, 2012;

- DAMMANN J., *Corporate Ostracism: Freezing Out Controlling Shareholders*, in *J. Corp. L.*, 33, 2008, pp. 681 ss.;
- DAVIES – S. WORTHINGTON, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, London, 2012;
- DAVIES P., *Introduction to Company Law*, Oxford, 2010;
- DAVIS S., *Does "Say on Pay" Work? Lessons on Making CEO Compensation Accountable*, Policy Briefing No. 1, The Millstein Center for corporate governance and performance, Yale School of Management, 2007;
- DE ANGELO H. - DE ANGELO L., *Controlling Stockholders and the Disciplinary Role of Corporate Payout Policy: a Study of the Times Mirror Company*, in *J. Fin. Econ.*, 56, 2000, pp. 56 ss.;
- DE SANTIS I., *Remunerazione degli amministratori e governance della società per azioni*, Padova, 2011;
- DEANE S., *Say on Pay: Results from Overseas*, in *Corporate Board*, 28, 2007, pp. 11 ss.;
- DEL LINZ M., *La disciplina sui compensi dei manager nelle società quotate e l'esame delle prime relazioni sulla remunerazione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 3, 2012, pp. 451 ss.;
- DEL LINZ M., *Sub Art. 123 ter*, in VELLA F. (a cura di), *Commentario T.U.F.*, Torino, 2012, pp. 1319 ss.;
- DELMAN J.R., *Structuring Say on Pay: A Comparative Look at Global Variations in Shareholder Voting on Executive Compensation*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2010, pp. 583 ss.;
- DENOZZA F., *Norme efficienti*, Milano, 2002;
- DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS, *Executive Remuneration. Discussion Paper*, settembre 2011;
- DEPARTMENT FOR BUSINESS, INNOVATION & SKILLS, *Directors' Remuneration Reforms: Frequently Asked Questions*, Marzo 2013;
- DI SABATO F., *Diritto delle società*, Milano, 2011;
- DIAMOND C. - YEV MENENKO I., *Who is Overseeing the Proxy Advisors?*, in *Bloomberg Corp. L. J.*, 3, 2008, pp. 606 ss.;
- DYCK A. – ZINGALES L., *The Corporate Governance of the Media*, NBER Working paper series n. 9309;

- DYL E., *Corporate Control and Management Compensation: Evidence on the Agency Problem*, in *Manage. Decis. Econ.*, 9, 1988, pp. 21 ss.;
- EASTERBROOK F. - FISCHER D., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge-Massachusetts, 1991;
- ENGLAND J.D., *Say-on-pay Soul Searching Required at Proxy Advisory Firms*, 20 giugno 2012 (<http://paygovernance.com>);
- ENRIQUES L. – HANSMANN H. – KRAAKMAN R., *The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies*, in AA. VV., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2009;
- ENRIQUES L. – HERTIG G. – KANDA H., *Related-Party Transactions*, in AA. VV., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2009;
- ENRIQUES L. – VOLPIN P., *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, in *J. Econ. Perspect.*, 21, 2007, pp. 117 ss.;
- ENRIQUES L., *Bad Apples, Bad Oranges: a Comment from Old Europe on Post-Enron Corporate Governance Reforms*, in *Wake Forest L. Rev.*, 38, 2003, pp. 912 e ss.;
- ENRIQUES L., *Gruppi piramidali, operazioni intragruppo e tutela degli azionisti esterni: appunti per un'analisi economica*, in *Giur. comm.*, 5, 1997, pp. 698 ss.;
- ENRIQUES L., *Il conflitto d'interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2000;
- ENRIQUES L., *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, in *Giur. comm.*, 4, 2012, pp. 493 ss.;
- ENRIQUES L., *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2002;
- ENRIQUES L., *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (With a Critique of the European Commission Proposal)*, ECGI Law Working Paper n. 267, 2014;
- EREDE M. – SANDRELLI G., *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc.*, 5, 2013, pp. 931 ss.;

- ERICKSON M. – HALON M. – MAYDEW E.L., *Is There a Link Between Executive Compensation and Accounting Fraud?*, in *J. Account. Res.*, 44, 2006, pp. 113 ss.
- ERTIMUR Y. – FERRI F. – OESCH D., *Shareholder Votes and Proxy Advisors: Evidence from Say on Pay*, in *J. Account. Res.*, 51, 2013, pp. 951 ss.;
- FAMA E. – JENSEN M., *Separation of Ownership and Control*, in *J.L. & Econ.*, 26, 1983, pp. 301 ss.;
- FAMA E., *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in *J. Political Econ.*, vol. 88, 1980, pp. 288 ss.;
- FERRARA JR. F. – CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2011;
- FERRARINI G. – GIUDICI P., *Scandali finanziari e ruolo dell'azione privata: il caso Parmalat*, in GALGANO F. – VISINTINI G., *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. 43, Padova, 2006;
- FERRARINI G. – MOLONEY N. – VESPRO C., *Executive Remuneration in the EU: Comparative Law and Practice*, ECGI – Law Working Paper n. 9, 2003;
- FERRARINI G. – MOLONEY N., *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, in *Riv. soc.*, 2-3, 2005, pp. 588 ss.;
- FERRARINI G., *Grandi paghe, piccoli risultati: «rendite» dei managers e possibili rimedi (a proposito di un libro recente)*, in *Riv. soc.*, 4, 2005, pp. 879 ss.;
- FERRI F. – MABER D. A., *Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the U.K.*, in *Rev. Financ.*, 17, 2013, pp. 527 ss.;
- FERRI G., *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, (diretto da) F. VASSALLI, vol. X, tomo III, Torino, 1987;
- FERRI G., *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2010;
- FERRO-LUZZI P., *I contratti associativi*, Milano, 1971;
- FERRO-LUZZI P., *La conformità delle deliberazioni alla legge ed all'atto costitutivo*, Miano, 1993;
- FLEISCHER H., *Proxy Advisors in Europe: Reform Proposals and Regulatory Strategies*, in *European Company Law*, 9, 2012, pp. 12 ss.;

- FOSCHINI M., *Le operazioni con parti correlate e l'attuazione dei principi di cui all'art. 2391-bis del codice civile*, in *Studi per Franco Di Sabato*, Napoli, 2009;
- FRANZONI M., *Della società per azioni. Disposizioni generali degli amministratori. Artt. 2380-2396*, in *Comm. Scialoja-Branca*, vol. I, tomo III, Bologna-Roma, 2008;
- FRÈ G., *Società per azioni*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1982;
- GALGANO F., *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. XXIX, tomo I, Padova, 2006;
- GALGANO F., *Struttura logica e contenuto giuridico del concetto di persona giuridica*, in *Riv. dir. civ.*, 1965, vol. I, pp. 619 ss.;
- GAMBINO A., *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, Milano, 1987;
- GAMBINO A., *La disciplina del conflitto di interessi del socio*, in *Riv. dir. comm.*, 1969, 9-10, pp. 371 ss.;
- GAMBINO A., *Limitazione di responsabilità, personalità giuridica e gestione societaria*, in P. ABBADESSA - G. B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. I, Torino, 2007;
- GILSHAN D., *Say on Pay: Six Years on, Lessons from the UK Experience*, 2009, pp. 28 ss.;
- GILSON R.J. – GORDON J., *Doctrines and Markets. Controlling Controlling Shareholders*, in *U. Pa. L. Rev.*, 152, 2003, pp. 785 ss.;
- GILSON R.J. – GORDON J., *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in *Col. L. Rev.*, 113, 2013, pp. 878 e ss.;
- GILSON R.J. – KRAAKMAN R., *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, in *Stan. L. Rev.*, 18, 1991, pp. 863 ss.;
- GILSON R.J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, in *Harv. L. Rev.*, 119, 2006, pp. 1641 ss.;
- GOPALAN R., *Institutional Stock Sales and Takeovers: The Disciplinary Role of Voting with Your Feet*, luglio 2008 (www.ssrn.com);

- GORDON J., “Say on Pay”: *Cautionary Notes on the U.K. Experience and the Case for Shareholder Opt-In*, in *Harv. J. on Legis.*, 46, 2009, pp. 323 ss.;
- GORDON J., *Executive Compensation and Corporate Governance in Financial Firms: The Case for Convertible Equity-Based Pay*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 1, 2012, pp. 834 ss.;
- GORDON J., *What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections*, in *U. Chicago Law Rev.*, 69, 2002, pp. 1233 ss.;
- GROS-PIETRO G.M. – REVIGLIO E. – TORRISI A., *Assetti proprietari e mercati finanziari europei*, Bologna, 2001;
- GUIZZI G., *Azioni e assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *RDS*, 1, 2011, pp. 2 ss.;
- HALL B.J. – LIEBMAN J.B., *Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?*, in *Q. J. Econ.*, 113, 1998, pp. 653 ss.;
- HALL B.J. – MURPHY K. J., *Stock Options for Undiversified Executives*, in *J. Account. Econ.*, 33, pp. 3 ss.;
- HALL B.J. – MURPHY K.J., *The Trouble with Stock Options*, in *J. Econ. Perspect.*, 17, 2003, pp. 49 ss.;
- HAMDANI A. – YAFEH Y., *Institutional Investors as Minority Shareholders*, in *Rev. Financ.*, 17, pp. 691 ss.;
- HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERT, *Final Report*, 4 novembre 2002 (<http://ec.europa.eu>);
- HILL J. – YABLON C. M., *Corporate Governance and Executive Remuneration: Rediscovering Managerial Positional Conflict*, in *U. N. S. W. L. J.*, 25, 2002, pp. 294 ss.;
- HODGSON, *A Brief History of Say on Pay*, in *Ivey Business Journal Online*, Settembre 2009;
- HOLMSTRÖM B. - J. TIROLE, *The theory of the firm*, in AA. VV., *Handbook of Industrial organization*, North Holland, 1989;
- ILIEV P. – VITANOVA S., *The Effect of the Say-on-Pay in the U.S.*, 1 febbraio 2015;
- INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES, *ISS FAQ: Say-on-Pay Remuneration Changes France 2014*;
- IRRERA M., *Le procedure e il comitato di amministratori indipendenti nel regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate: un nuovo organo a geometria variabile*, *Il Nuovo Diritto delle Società*, 12, 2010, pp. 22 ss.;

- JAEGER P. G. - ANGELICI C. – GAMBINO A. - COSTI R. – CORSI F., *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*, in nota a Cass. 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giur. comm.*, 1996, 3, pp. ss.;
- JENSEN C., *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, in *Eur. Financ. Manag.*, 7, 2001, pp. 297 ss.;
- JENSEN M. C. – MURPHY K. J. – WRUCK E. G., *Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them*, ECGI – Finance Working Paper n. 40, 2004;
- JENSEN M.C. - MECKLING W., *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency costs and Ownership structure*, in *J.Fin.Econ.*, 3, 1976, pp. 305 ss.;
- JENSEN M.C. – MURPHY K.J., *Performance Pay and Top Management Incentives*, in *J. Polit. Econ.*, 98, 1998, pp. 225 ss.
- JENSEN M.C., *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, in *American Economic Review*, 76, 1986, pp. 323 ss.
- JOHNSON K., *Shareholder Say on Pay: Ten points of Confusion*, Shareholder Forum Program on Reconsidering Say on Pay Proposals, Columbia School of Journalism, 14 ottobre 2008;
- JOHNSON S. – LA PORTA R. – LOPEZ DE SILANES F. – SHLEIFER A., *Tunnelling*, in *Am. Econ. Rev.*, 90, 1998, pp. 22 ss.;
- JOHNSON S. A. – RYAN H. E. – TIAN Y. S., *Managerial Incentives and Corporate Fraud: The Sources of Incentives Matter*, in *Rev. Financ.*, 13, 2009, pp. 115 ss.;
- KAHAN M. – ROCK E., *Embattled CEOs*, in *Tex. L. Rev.*, 88, 2010, pp. 987 ss.;
- KAHAN M. – ROCK E., *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in *U. Pa. L. Rev.*, 155, 2007, pp. 1021 ss.;
- KAHAN M. – ROCK E., *How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law*, in *U. Chicago Law Rev.*, 119, 2002, pp. 871 ss.;
- KASTIEL K., *Executive Compensation in Controlled Companies*, in *Indiana Law J.*, 90, 2015, pp. 1131 ss.;
- KATZ D.A., *“Say-on-pay” in the 2012 Proxy Season*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 21 agosto 2012 (<http://corpgov.law.harvard.edu>);

- KERSHAW D., *Company Law in Context*, Oxford, 2009;
- KRAAKMAN R., *The Best of All Possible World (or Pretty Darn Close)*, in *U. Chicago Law Rev.*, vol. 69, 2002, pp. 933 ss.;
- LANFRANCHI V. – SAINO S. – DI NOIA C., *La remunerazione degli amministratori nell'autodisciplina delle società quotate*, in *Rivista bancaria*, 2011, pp. 57 ss.;
- LARCKER – A. MCCALL – G. ORMAZABAL, *Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms*, in *J. Law Econ.*, 58, 2015, pp. 173 ss.;
- LEVMORE S., *Monitors and Freeriders in Commercial and Corporate Settings*, in *Yale L. J.*, 92, 1982, pp. 49 ss.;
- LIBONATI B., *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 1, 2001, pp. 86 ss.;
- LIBONATI B., *L'impresa e le società*, Milano, 2004;
- LIBONATI, *Holding e investment trust*, Milano, 1959;
- LICHT A. – TALMORE R. – SACHS H., *Israel's Executive Compensation Reform*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 7 gennaio 2013 (<http://corpgov.law.harvard.edu>);
- LUO Y. – JACKSON D., *CEO Compensation, Expropriation and Balance of Power among Large Shareholders*, in *Adv. Financ. Econ.* 15, 2012, pp. 195 ss.;
- MAFFEZZONI I., *Sub art. 2364*, in PICCIAU A. (a cura di), *Assemblea*, Milano, 2012;
- MARASÀ G., *Le società. Società in generale*, in G. IUDICA-P. ZATTI (a cura di), *Trattato di Diritto Privato*, Milano, 2000;
- MARCHETTI C., *La "nexus of contracts" theory. Teorie e visioni del diritto societario*, Milano, 2000;
- MARTIN S.L., *Executive Compensation: Reining in Runaway Abuses – Again*, in *U.S.F.L. Rev.*, 41, 2006, pp. 147 e ss.;
- MATERA P., *La nuova disciplina dei compensi degli amministratori delle società di capitali nel diritto societario spagnolo: prime note e cenni comparatistici*, in *Europa e diritto privato*, 4, 2015, pp. 899 ss.;
- MAUGERI M., *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2-3, 2013, pp. 336 ss.

- MAUGERI M., *Le deliberazioni assembleari “consultive” nelle società per azioni*, in AA. VV. (a cura di), *Società, banche e crisi d'impresa: liber amicorum Pietro Abbadessa*, vol. I, Torino, 2014;
- MAUGERI M., *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, 2010;
- MELONCELLI F., *Sub art. 2364 c.c.*, in M. SANDULLI – V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003;
- MENGONI L., *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, pp. 453 ss.;
- MICHIELI N., *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, Milano 2016;
- MIGNOLI A., *Le “partecipazioni agli utili” nelle società di capitali*, Milano, 1966;
- MINERVINI G., *Le funzioni del collegio sindacale. Questioni vecchie, questioni nuove*, in *Soc.*, 2000, pp. 649 ss.;
- MINERVINI G., *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956;
- MINERVINI G., *Sulla tutela dell'«interesse sociale» nella disciplina delle deliberazioni assembleari e di consiglio*, in *Riv. dir. civ.*, 1956, pp. 314 ss.;
- MONTALENTI P. – BALZOLA S., *La società per azioni quotata*, Torino, 2010;
- MONTALENTI P., *L'amministrazione sociale dal Testo Unico alla riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, 4, pp. 423 ss.;
- MONTALENTI P., *Le operazioni con parti correlate: il nuovo regolamento Consob*, in *Il Nuovo Diritto delle società*, 12, 2010, pp. 8 ss.;
- MOSCO G., *Le deleghe assembleari nella società per azioni*, Milano, 2000;
- MOSCO G., *Sub art. 2380 bis*, in NICCOLINI G. - STAGNO D'ALCONTRES A. (a cura di), *Società di capitali*, vol. II, Napoli, 2004;
- MUCCHETTI M., *Licenziare i padroni?*, Milano, 2004;
- MUCCIARELLI, *I compensi degli amministratori esecutivi nelle società quotate: uno sguardo comparatistico a Regno Unito, Germania e Stati Uniti d'America*, in *AGE*, 2, 2014, pp. 295 ss.;

- MURPHY K. J., *Executive Compensation*, in AA. VV., *Handbook of Labor Economics*, New York, 1999, pp. 2485 ss.;
- MURPHY K.J. – SANDINO T., *Executive Pay and “Independent” Compensation Consultants*”, in *J. Account. Econ.*, 49, 2010, pp. 247 ss.;
- MURPHY K.J., *The Politics of Pay: a Legislative History of Executive Compensation*, in THOMAS R.S. – HILL J.G. (a cura di), *Research Handbook on Executive Pay*, Cheltenham, 2012;
- MYERS M., *The Perils of Shareholder Voting on Executive Compensation*, in *Del. J. Corp. Law.*, 36, 2011, pp. 456 ss.;
- NATHAN M., *Proxy Advisory Business: Apotheosis or Apogee?*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 23 marzo 2011 (<http://corpgov.law.harvard.edu>);
- NICCOLINI G., *Il compenso del liquidatore di s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 5, 2010, pp. 1067 ss.;
- NIGRO A., *La remunerazione degli amministratori e degli alti dirigenti delle banche*, in *Dir. banca mercato fin.*, 1, 2013, pp. 11. ss.;
- NIGRO A., *Principio di ragionevolezza e regime degli obblighi e della responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 3, 2013, pp. 457 ss.;
- OECD, *Corporate Governance in Israel*, 2011;
- OFFICE FOR NATIONAL STATISTICS, *Ownership of quoted shares for UK domiciled companies (2014)*, 2 settembre 2015;
- OLSON M., *The Logic of Collective Action. Public goods and the theory of groups*, Cambridge, 1966;
- PACCES A., *Rethinking Corporate Governance. The law and economics of control powers*, London-New York, 2012;
- PARDOLESI R. – PORTOLANO A., *All’ombra delle piramidi. Appunti su OPA, governo societario e concorrenza tra ordinamenti*, in *Mercato concorrenza e regole*, 1, 2001, pp. 67 ss.;
- POLLIO N., *La remunerazione degli amministratori di società quotate: aspetti societari e profili di trasparenza informativa nel nuovo art. 114-bis T.U.F.*, in *Giur. comm.*, 1, 2009, pp. 128 ss.;
- PORTALE G.B., *Un nuovo capitolo del governo societario tedesco: l’adeguatezza del compenso dei Vorstandsmitglieder*, in *Riv. soc.*, 2010, pp. 1 ss.;

- POSITANO G., *Sub art. 2389 c.c.*, in *La riforma delle società: commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, M. SANDULLI – V. SANTORO (a cura di), Torino, 2003;
- POSNER R. A., *Are American CEOs Overpaid, and, if So, What if Anything Should Be Done About it?*, in *Duke Law J.*, 58, 2009, pp. 1013 ss.;
- POWELL D. – M. S. RAPP, *Non-Mandatory Say on Pay Votes and AGM Participation: Evidence from Germany*, SAFE Working Paper No. 107, 1 giugno 2015;
- PREITE D., *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in G.E. COLOMBO - G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1993;
- PRESTIPINO M., *Articolo 114 bis*, in VELLA F. (a cura di), *Commentario T.U.F.*, Torino, 2012;
- RABITTI M. – SPATOLA P., *Sub art. 123 ter*, in FRATINI M. – GASPARRI G. (a cura di), *Il Testo Unico della finanza*, Torino, 2012;
- RAINELLI P., *Articolo 2389*, in COTTINO G. – CAGNASSO O. (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004;
- RAINELLI P., *Il regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate: le linee fondamentali*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 12, 2010, pp. 12 ss.;
- RAPPAPORT A., *New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance*, *Harv. Business Review*, 82, 1999, pp. 91 ss.;
- REDA J.F., *Executive Compensation: Balancing Risk, Performance and Pay*, in *Fin. Executive Mag.*, Novembre 2009, pp. 46 ss.;
- REGOLI D., *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*, Torino, 1996;
- RESCIGNO M., *Eterogestione e responsabilità nella riforma societaria fra aperture ed incertezze: una prima riflessione*, in *Società*, 2 bis, 2003, pp. 331 ss.;
- RIMINI E., *La remunerazione degli amministratori indipendenti: prime osservazioni e qualche suggerimento operativo*, in AA. VV., *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, pp. 497 ss.;
- ROCK E., *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, in *Geo. L. J.*, 79, 1991, pp. 445 ss.;
- RORDORF R., *«Stock options» ed informazione del mercato*, in *Società*, 2, 2001, pp. 147 ss.;

- ROSE P., *The Corporate Governance Industry*, in *J. Corp. L.*, 32, 2007, pp. 898 ss.;
- SALVATO L., *Competenza alla determinazione del compenso di amministratori investiti di particolari cariche*, in *Società*, 6, 2002, pp. 729 ss.;
- SANGIOVANNI V., *Il compenso dei consiglieri di gestione nella società per azioni tedesca*, in *Società*, n. 9, 2009, pp. 1173 ss.;
- SANTORO V., *Articolo 16*, in NIGRO A. – SANTORO V. (a cura di), *La tutela del risparmio: commentario della legge 28 dicembre 2005, n. 262 e del d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303*, Torino, 2007;
- SANTOSUOSSO U., *Il principio di ragionevolezza nella disciplina della remunerazione degli amministratori*, in ABBADESSA P. - PORTALE G. B. (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. II, Torino, 2006;
- SARALE M., *Il nuovo volto dell'assemblea sociale*, in S. AMBROSINI (a cura di), *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, Torino, 2003;
- SCHAUER F., *Le regole del gioco. Un'analisi filosofica delle decisioni prese secondo le regole nel diritto e nella vita quotidiana*, Bologna, 2000;
- SCHOUTEN M.C., *The Mechanisms of Voting Efficiency*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 6, 2010, p. 763.
- SCIUTO M. - SPADA P., *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, (diretto da) COLOMBO G.E. - PORTALE G.B., vol. I, Torino, 2004;
- SEC, *Securities and Exchange Commission v. Parmalat Finanziaria S.p.A.*, Case no. 03 CV 10266 (PKC) (S.D.N.Y.), Accounting and Auditing Enforcement Release n. 1936, 30 dicembre 2003.
- SHLEIFER A. – R. W. VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, in *J. Financ.*, 52, pp. 737 ss.;
- SICILIANO G., *La regolamentazione dei trasferimenti del controllo e delle acquisizioni di società quotate. Efficienza economica e protezione degli azionisti di minoranza*, in *Banca impresa e società*, 1997, pp. 345 ss.;
- SPADA P., *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1, 1985, pp. 95 ss.;

- STANGHELLINI L., *Corporate Governance in Italy: Strong Owners, Faithful Managers. An Assessment and a Proposal for Reform*, in *Ind. Int'l & Comp. L. Rev.*, 6, 1995, pp. 91 ss.;
- STELLA RICHTER JR. M., *La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell'interesse sociale e composizione degli interessi sociali*, in *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, (a cura di) LIBONATI B., Milano, 1995;
- STOUT L.A., *Why Should ISS Be the New Master of the Corporate Governance Universe?*, in *Corp. Gov.*, 4 gennaio 2006, pp. 14 ss.;
- STRINE L., *The Delaware Way: How We Do Corporate Law and Some of the New Challenges We (and Europe) Face*, in *Del. J. Corp. L.*, 30, 2005, pp. 673 ss.;
- THE HIGH PAY COMMISSION, *Cheques With Balances: why tackling high pay is in the national interest*, novembre 2011;
- THE HIGH PAY COMMISSION, *More for Less: what has happened to pay at the top and does it matter?*, maggio 2011;
- THE WALL STREET JOURNAL - HAY GROUP, *Cooking Up A Better Pay Mix: Active Shareholders Emerge As A New Ingredient*, 24 giugno 2015;
- THOMAS R. – PALMITER A. R. – COTTER J. F., *Dodd-Frank's Say on Pay: Will it Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance?*, in *Cornell L. Rev.*, 97, 2012, pp. 1 ss.;
- THOMAS R., *Explaining the International CEO Pay-Gap: Board capture or Market Driven*, in *Vanderbilt Law Rev.*, 57, 2004, pp. 1171 e ss.;
- THOMAS R.S. – VAN DER ELST C., *Say on Pay Around the World*, in *Wash. U. L. Rev.*, 92, 2015, pp. 653 ss.;
- TINA A., *L'esonero da responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Milano, 2008;
- TRÖGER T. – WALZ U., *Does Say on Pay Matter? Evidence from the German Natural Experiment*, SAFE – Goethe University, 13 maggio 2014;
- VENTORUZZO M., *Sub art. 2391 bis*, in P. MARCHETTI – L. BIANCHI – F. GHEZZI – M. NOTARI (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, 2012, Milano;

- VESPER-GRÄSKE M., “Say on Pay” in Germany: the Regulatory Framework and Empirical Evidence, in *Germ. Law J.*, 14, 2013, pp. 749 ss.;
- VIVANTE C., *Trattato di diritto commerciale*, V ed., vol. I, Milano, 1928;
- WAGNER A. – WENK C., *Agency versus Hold-up: On the Impact of Binding Say-on-Pay on Shareholder Value*, Swiss Finance Research Paper No. 11-12, 2015;
- WANG K. – XIAO X., *Controlling shareholders’ Tunnelling and Balance of Power among Large Shareholders*, in *J. Accounting Pub. Policy*, 30, 2011, pp. 89 ss.;
- WEIGMANN R., *La società per azioni*, in *Dig. Disc. Priv.*, sez. comm., vol. XIV, Torino, 1997;
- WEIGMANN R., *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Torino, 1974;
- WELLS H., *No Man Can Be Worth \$1,000,000 a Year: the Fight Over Executive Compensation in 1930s America*, in *U. Rich. L. Rev.*, 44, 2010, pp. 689 ss.;
- WELLS H., *U.S. executive compensation in historical perspective*, in THOMAS R.S. – HILL J.G. (a cura di), *Research Handbook on Executive Pay*, Cheltenham, 2012;
- WILLIAMSON O., *The Economic Institutions of Capitalism*, New York, 1985;
- ZANARDO A., *I piani di stock option dall’esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione dell’ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 5, 2006, pp. 738 ss.;
- ZATTONI A. – MINICHILLI A., *The Diffusion of Equity Incentive Plans in Italian Listed Companies: What is the Trigger?*, *Corporate Governance: An International Review*, 17, 2009, pp. 224 ss.