

Alma Mater Studiorum – Università di Bologna

DOTTORATO DI RICERCA IN

Istituzioni e Mercati, Diritti e Tutele

Ciclo XXVIII

Settore Concorsuale di afferenza: 12/B

Settore Scientifico disciplinare: IUS/04

TITOLO TESI

La disciplina sulla remunerazione del management come stimolo alla produttività
dell'impresa

Presentata da: dott. Manuel Del Linz

Coordinatore Dottorato

Relatore

Ch.mo Prof. Giulio Illuminati

Ch.mo Prof. Vincenzo Calandra Buonauro

Esame finale anno 2016

Indice sommario

Premessa

- 1. La remunerazione degli *executives* alla luce della “Agency Theory”**
 - 1.1 La “Agency Theory”

- 2. L’evoluzione della disciplina in tema di politiche di remunerazione negli Stati Uniti e in Europa**
 - 2.1 La normativa statunitense
 - 2.1.1 Il Securities Exchange Act del 1934 e le modifiche apportate dal Sarbanes-Oxley Act del 2002
 - 2.1.2 Il Dodd Frank Act del 2010
 - 2.1.3 Dopo il Dodd Frank: le regole di implementazione SEC e uno sguardo al futuro
 - 2.2 La normativa europea
 - 2.2.1 I primi interventi in materia di remunerazione
 - 2.2.2 Gli interventi in materia di OICVM, GEFIA e imprese assicurative
 - 2.2.3 Proposte europee de jure condendo

- 3. La disciplina sulla remunerazione degli amministratori e dei *managers* aziendali della società quotate italiane**
 - 3.1 Il quadro normativo tra codice civile e T.u.f.
 - 3.1.1 La disciplina generale del codice civile
 - 3.2 L’articolata disciplina delle società quotate
 - 3.2.1 Il regolamento “Parti Correlate”
 - 3.2.2 L’art. 114-*bis* t.u.f.: i piani di compensi basati su strumenti finanziari
 - 3.2.3 L’art. 123-*ter* T.u.f.
 - 3.2.4 L’art. 84-*quater* e l’allegato n. 3A, schema 7-*bis* del Regolamento Emittenti
 - 3.2.5 La disciplina sulla remunerazione degli amministratori nel codice di autodisciplina
 - 3.2.6 Le speciali discipline sulla remunerazione nel settore bancario, assicurativo e pubblico
 - 3.2.6.1 La rigida disciplina del settore bancario
 - 3.2.6.2 Il settore assicurativo
 - 3.2.6.3 Le società quotate a partecipazione pubblica

4. I meccanismi di risoluzione del potenziale conflitto di interessi nelle procedure di determinazione del compenso

4.1 Il Comitato per la remunerazione (CoRem)

- 4.1.1 Il ruolo
- 4.1.2 La disciplina italiana
- 4.1.3 I rapporti endoconsiliari: il CoRem, gli altri Comitati e gli amministratori delegati
- 4.1.4 Profili comparatistici
- 4.1.5 I consulenti esterni del CoRem
 - 4.1.5.1 Il ruolo
 - 4.1.5.2 L'effetto legittimante della consulenza
 - 4.1.5.3 Il potenziale conflitto di interessi connesso all'attività di consulenza

4.2 Il controllo degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli *executives*

- 4.2.1 Il ruolo del “*Say-on-Pay*”
- 4.2.2 Sintesi comparativa sul *Say-on-Pay*
 - 4.2.2.1 Regno Unito
 - 4.2.2.2 Stati Uniti
 - 4.2.2.3 Australia
 - 4.2.2.4 Germania
 - 4.2.2.5 Svizzera
 - 4.2.2.6 Israele
- 4.2.3 L'ordinamento italiano
 - 4.2.3.1 Delibere assembleari “consultive” e profili di responsabilità dell'organo amministrativo
 - 4.2.3.2 Gli effetti connessi alla violazione delle norme in materia di relazione sulla remunerazione
- 4.2.4 *Shareholder activism* in tema di remunerazione e *long termism*
 - 4.2.4.1 La promozione della gestione nella logica *long-termism*
 - 4.2.4.2 Lo *shareholder engagement* come nuovo paradigma di *governance*
 - 4.2.4.3 L'attivismo degli investitori istituzionali in Italia sulle politiche di remunerazione
 - 4.2.4.4 Il ruolo dei *proxy advisor* nell'esercizio del diritto di voto

5. L'architettura della politica di remunerazione

- 5.1** La funzione della remunerazione
- 5.2** Le componenti della remunerazione
- 5.3** Gli elementi strutturali
- 5.4** *Performance*: il nuovo orientamento comunitario
- 5.5** I compensi basati su azioni

Conclusioni

It is good to have money and the things that money can buy, but it's good too, to check up once in a while and make sure you haven't lost the things money can't buy

(GEORGE HORACE LORIMER)

Premessa

Il tema della remunerazione degli amministratori di società quotate, in particolare quella degli amministratori esecutivi, ha acquisito nell'ultima decade un rilievo sempre più crescente, attirando l'attenzione tanto dei legislatori nazionali, quanto di quelli sovranazionali.

Le ragioni di un simile interesse per il tema sono da ricercare, *in primis*, negli scandali societari emersi sia negli Stati Uniti, a partire dai casi *Enron*, *Tyco* e *WorldCom* ⁽¹⁾, sia nel continente europeo, a partire dai casi *Royal Ahold* e *Vivendi Universal* ⁽²⁾, poi, nella crisi che ha investito l'economia globale dal 2008 con lo scoppio della bolla speculativa dei mutui *subprime*.

Tutto ciò, infatti, ha attirato l'attenzione dell'opinione pubblica, indignata anche dalla circostanza che le remunerazioni dei *manager* continuavano comunque ad aumentare in modo sproporzionato rispetto a quelle dei lavoratori ⁽³⁾, incrementando il divario sociale ⁽⁴⁾.

La risposta dei legislatori non si è fatta attendere. In particolare, sono stati intrapresi dei percorsi diretti a riformare in prima battuta la *Corporate Governance* delle società quotate, mediante la valorizzazione del ruolo degli amministratori indipendenti e dei soci (in particolare degli investitori istituzionali), con l'obiettivo di assicurare una negoziazione del pacchetto

(1) Ai fini di una visione complessiva degli altri casi scoppiati negli Stati Uniti (es. *Citigroup*, *J.P. Morgan*, *Ubs*, *Goldman Sachs*, ecc...) si v. CASICCIA, *Il trionfo dell'élite manageriale*, Torino, Bollati Boringhieri, 2004, pp. 104 s.

(2) Nel caso *Royal Ahold* (società olandese operante nel settore della distribuzione) la società nel 2003, dopo aver riconosciuto ricche remunerazioni ai propri amministratori, annunciò di aver sovrastimato gli utili operativi degli esercizi del 2001 e del 2002 per circa 500 milioni di euro, mentre nel caso *Vivendi Universal* (società francese attiva nel capo dei media e della comunicazione) la società riconobbe nel 2002 al suo CEO Jean-Marie Messier un trattamento di fine mandato di circa 21 milioni di euro, nonostante pochi mesi dopo sarebbe emersa una manipolazione contabile, con conseguente frode degli investitori per un ammontare di circa 59 milioni di euro.

(3) La retribuzione degli amministratori delegati è crescita del 937% tra il 1978 e il 2013, mentre quella del lavoratore tipo solo del 10,2% (DAVIS A.-LAWRENCE M., *CEO Pay Continues to Rise as Typical Workers Are Paid Less*, June 12, 2014, consultabile all'indirizzo <http://www.epi.org/publication/ceo-pay-continues-to-rise>).

(4) Per approfondimenti sull'aumento del divario sociale si v. REICH R.B., *Come salvare il capitalismo*, Roma, Fazi Editore, 2015, pp. 165 ss.

retributivo bilanciata ed equilibrata (“*at arm’s length*”). Mentre, in un secondo momento – tuttora in atto – attraverso interventi diretti sull’architettura del pacchetto retributivo, con lo specifico fine di incentivare il perseguimento della creazione di valore sostenibile per l’impresa nel medio-lungo periodo.

La trattazione che segue mira appunto ad esaminare la complessa disciplina dettata in tema di remunerazione del *top management* di società quotate, le cui origini possono farsi risalire alla nuova visione della società proposta – con riferimento alle *Public Company* – da Berle e Means negli anni ’30.

Nel primo capitolo, pertanto, si procederà a un breve *excursus* dello sviluppo della c.d. “*Agency Theory*”, la quale ha evidenziato e affrontato il punto fondamentale in materia di c.d. “*Moral Hazard*” (post-contrattuale) – derivante dalla circostanza che l’amministratore non sopporta le conseguenze delle sue azioni – concludendo per l’adozione di “*contratti incentivanti*” ai fini dell’allineamento degli interessi tra *Principal* e *Agent*.

Al termine dell’analisi della “*Agency Theory*”, nel secondo capitolo il tema sarà affrontato attraverso una ricostruzione storica dell’evoluzione della disciplina dapprima negli Stati Uniti, ordinamento che per quasi sessant’anni è stato l’unico ad aver affrontato la questione, e poi in Europa dove negli ultimi decenni si è assistito al proliferare di interventi regolatori relativi a numerosi settori, tra cui quello bancario, assicurativo e delle società pubbliche.

Nel terzo capitolo, invece, si procederà all’analisi della disciplina sulle *executives remuneration* nelle società quotate italiane a partire dal dato codicistico dell’art. 2389 c.c. per arrivare all’art. 123-ter t.u.f., introdotto nel 2010 in recepimento delle raccomandazioni comunitarie del 2004 e 2009. In questo capitolo l’analisi si soffermerà anche sul contenuto della relazione sulla remunerazione di cui all’art. 84-*quater* e l’allegato n. 3A, schema 7-*bis*, del Regolamento emittenti. Inoltre, si procederà all’analisi delle peculiari discipline sulla remunerazione dei *managers* del settore bancario e assicurativo, nonché di quella dettata per le società partecipate dalla pubblica amministrazione.

Nel quarto capitolo saranno analizzati i meccanismi di *Corporate Governance* adottati a livello comunitario e nazionale per risolvere i potenziali conflitti di

interesse nelle procedure di determinazione del compenso. In particolare, l'analisi si concentrerà sul peculiare ruolo del Comitato per la remunerazione e la funzione dei relativi consulenti esterni, nonché sul ruolo dell'assemblea nella determinazione delle politiche di remunerazione (il c.d. "*say-on-pay*"), con un accenno all'effetto che l'attivismo degli investitori istituzionali può avere sulle remunerazioni.

Infine, nel quinto capitolo saranno brevemente analizzati i principali profili strutturali del pacchetto retributivo e l'utilizzo degli strumenti finanziari come modalità di remunerazione.

CAPITOLO 1

LA REMUNERAZIONE DEGLI *EXECUTIVE* ALLA LUCE DELLA “AGENCY THEORY”

1.1. La “Agency Theory”

Il tema delle remunerazioni dei *manager* ha origine con la nascita e la diffusione delle *public company*, le quali si sono sviluppate in America negli anni '30 principalmente nel settore pubblico e di utilità sociale (ad esempio, le ferrovie, le banche, le assicurazioni) ⁽⁵⁾, che richiedevano ingenti investimenti di capitale e un'elevata sopportazione del rischio d'impresa.

La nascita delle grandi *Corporations* americane ha determinato una concentrazione del potere economico in capo a queste nuove realtà imprenditoriali, che ha modificato la struttura stessa del mercato da concorrenziale a oligopolistico ⁽⁶⁾.

Al processo di concentrazione del potere si è poi accompagnato il procedimento di frazionamento delle partecipazioni azionarie ⁽⁷⁾, in risposta al crescente fabbisogno finanziario di queste gigantesche società, che ha portato a sua volta a delle modifiche alle condizioni di governo e controllo dell'impresa ⁽⁸⁾.

In particolare, con il frazionamento delle partecipazioni si è assistito a un radicale cambiamento del significato di proprietà nei seguenti termini: “*The property owner who invests in a modern corporation so far surrenders his wealth to those*

⁽⁵⁾ ZONA, *Teorie e metodologie di analisi della remunerazione dei manager con responsabilità strategiche*, Milano, Egea, 2015, p. 48, il quale evidenzia che nel secolo XIX lo sviluppo di attività imprenditoriali ad alta intensità di capitale richiedevano un impegno finanziario e una capacità di sostenimento del rischio d'impresa ben elevati e, comunque, ben superiori alle capacità finanziarie del singolo investitore-imprenditore.

⁽⁶⁾ Nel 1932 le 200 società di maggiori dimensioni dell'economia statunitense costituivano il 49% della ricchezza complessiva di tutte le società per azioni, il 38% della ricchezza impiegata in attività economiche (escluse le attività bancarie) e il 22% della ricchezza nazionale.

⁽⁷⁾ Con la crescita dimensionale dell'impresa si registrano una riduzione delle partecipazioni dei soggetti preposti al governo dell'impresa e la diffusione delle nuove forme di azionariato dei dipendenti e dei consumatori. In particolare, più della metà del risparmio nazionale – compreso anche di quello delle famiglie e dei piccoli investitori – viene investito nel capitale di rischio delle società per azioni.

⁽⁸⁾ In particolare, con la diffusione delle *Public Company* si osserva la diffusione di un nuovo tipo di “controllo di fatto”, che può consistere nel “controllo di minoranza” (ad esempio, *Standard Oil*) e nel “controllo dell'amministrazione” (ad esempio, *Pennsylvania Railroad*).

in control of the corporation that he has exchanged the position of independent owner for one in which he may become merely recipient of the wages of capital... (such owners) have surrendered the right that the corporation should be operated in their sole interest [...]"⁽⁹⁾.

In altre parole, nelle *Public Company* gli azionisti rinunciano al "potere di disposizione o controllo di fatto del bene" ⁽¹⁰⁾, che viene esercitato dagli amministratori in base a un rapporto simile al mandato, riservandosi solo il "potere di fruizione dei benefici" derivanti dal medesimo bene, equamente temperato dal diritto di *exit*.

A tale scissione dei poteri è però collegata anche una scissione dell'interesse economico, il quale si traduce in una divergenza tra interessi dei "Principal" (azionisti) e degli "Agent" (managers), che dà origine agli "agency problems" ⁽¹¹⁾. I primi, infatti, sono interessati alla massimizzazione del profitto, entro limiti di rischio accettabile, da realizzare mediante la distribuzione di utili, nonché a un'agevole negoziazione del proprio pacchetto azionario. Gli amministratori, invece, sono interessati da un lato a conservare il loro ruolo manageriale di comando e il potere decisionale; dall'altro lato, a massimizzare il profitto personale e incrementare il prestigio sociale connesso al raggiungimento di obiettivi dell'impresa pubblicamente riconosciuti ⁽¹²⁾.

Questi obiettivi, non essendo sempre coincidenti, possono generare conflitti tra manager e azionisti, conducendo a una netta separazione tra rischio e direzione, in

⁽⁹⁾ Appare fondamentale lo studio di BERLE-MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, MecMillan, New York, 1932. Sul concetto di separazione tra proprietà e controllo si v. anche il contributo di FISHER I., *Mathematical Investigation in the Theory of Value and Prices*, trad. italiana, Opere, 1974, p. 272, il quale evidenziava già nel 1911 che "la proprietà delle ricchezze è spesso divisa: e questo fatto comporta la necessità di distinguere tra cosa posseduta e diritti di proprietà. In questo modo, una ferrovia è ricchezza. Le sue azioni e obbligazioni rappresentano diritti a questa proprietà. Ogni proprietario di azioni o obbligazioni ha diritto a una frazione di vantaggi derivanti dalla ferrovia".

⁽¹⁰⁾ Al "controllo di fatto" si contrappone il "controllo di diritto" esercitato attraverso la proprietà di un pacchetto azionario che rappresenta la maggioranza assoluta o relativa del capitale sociale.

⁽¹¹⁾ *If both to an agency relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal.* Sul punto si v. SMITH, *On the Wealth of Nations*, Glasgow, Cannan, 1976, p. 741, il quale, riferendosi all'"agency problem", sottolinea la potenziale negligenza della gestione di un'impresa da parte degli amministratori, non proprietari, che agiscono con minore diligenza e perseguendo interessi differenti.

⁽¹²⁾ Per un approfondimento sulla curva di utilità del *manager* si v. MARRIS L.R., *La teoria economica del capitalismo manageriale*, Torino, Einaudi, 1972.

quanto gli effetti della gestione non si ripercuotono sul patrimonio degli amministratori non esistendo una coincidenza tra profitto d'impresa e remunerazione ⁽¹³⁾.

Di conseguenza, in assenza di controllo sugli amministratori, i medesimi perseguiranno i propri interessi personali, causando agli azionisti un danno economico, che si realizza sottoforma di espropriazione di ricchezza ⁽¹⁴⁾.

Per risolvere tale problema si è pertanto sviluppato negli anni '70 un filone di studi sull'"economia dei contratti" denominato "*Agency Theory*" – affrontato sotto molteplici approcci ⁽¹⁵⁾ – , il quale, abbandonando le precedenti analisi economiche sul rapporto tra operatore economico e mercato, si è concentrato esclusivamente sugli aspetti economici del rapporto bilaterale di scambio cooperativo che si instaura tra la società e i suoi amministratori ⁽¹⁶⁾, tra cui rientra anche la delega di poteri agli amministratori.

In particolare, detta teoria, partendo dal presupposto dell'impossibilità di ottenere dagli amministratori delle decisioni ottimali per gli azionisti a costo zero, in quanto l'interesse personale dei primi è disallineato da quello degli azionisti e comporta dei costi (c.d. *Agency costs*) ⁽¹⁷⁾, ricerca i migliori meccanismi per

⁽¹³⁾ COSTANZO-PRIORI-SANGUINETTI, *Governance e tutela del risparmio*, Milano, Vita e pensiero, 2007, p. 11, i quali evidenziano che tra profitto d'impresa e remunerazione del manager esiste al massimo una relazione "non sempre molto stretta".

⁽¹⁴⁾ BERLE-MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, cit., che suggeriscono una maggiore presenza dello stato nel controllo dell'attività di gestione degli amministratori.

⁽¹⁵⁾ Tra i principali approcci di studio si ricordano: (i) gli studi sul modello di equilibrio generale; (ii) gli studi sulla "*property right*" e sui "*transaction cost*" dell'economia neo-istituzionale; (iii) gli studi giuridici sulle relazioni esistenti tra teorie economiche dei contratti e soluzioni giuridiche. Per un approfondimento si v. ZONA, *Teorie e metodologie di analisi delle remunerazioni dei manager con responsabilità strategica*, cit., pp. 93 s., il quale parte dal modello base elaborato da Arrow-Debreu, che assume l'esistenza di una simmetria informativa perfetta fra gli attori del mercato, e analizza il successivo filone di studi denominato dell'Economia dell'informazione (o Teoria dei contratti).

⁽¹⁶⁾ Per ulteriori approfondimenti si v. JENSEN-MACKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, October, 1976, vol. 3, n. 4, pp. 305-360, consultabile all'indirizzo <http://hupress.harvard.edu/catalog/JENTHF.html>, i quali evidenziano che i costi di agenzia sono presenti in ogni rapporto di cooperazione tra due o più persone; EISENHARDT K.M., *Agency Theory: An Assessment and Review*, in *ACAD MANAGE REV*, January, 1989, vol. 14, n. 1, pp. 57-74.

⁽¹⁷⁾ Gli *agency costs* sono rappresentati dalla sommatoria delle seguenti tipologie di costi: (i) "*the monitoring expenditures of the principal*" – costo legato a tutte le attività di controllo intraprese dal *principal*; (ii) "*the bonding expenditures by the agent*" – costi di riassicurazione; (iii) "*the residual loss*" – costi relativi a qualsiasi altra divergenza.

allineare gli interessi delle parti del rapporto, al fine di minimizzare i costi di agenzia ⁽¹⁸⁾.

La “*Agency Theory*” partendo dagli assunti che gli individui sono *self-interested*, dotati di razionalità limitata e diversamente propensi al rischio, e che nell’organizzazione sono riscontrabili diversi obiettivi dei partecipanti e sussiste asimmetria informativa, affronta e cerca di dare soluzione al problema di agenzia esclusivamente sotto l’aspetto economico ⁽¹⁹⁾.

In particolare, usufruendo di alcuni concetti base degli studi sulle assicurazioni, il problema di agenzia è stato scomposto nel problema della “*Adverse selection*” (pre-contrattuale), che emerge al momento della selezione dell’amministratore ⁽²⁰⁾, e in quello del “*Moral Hazard*” (contrattuale), che deriva dall’asimmetria informativa esistente tra le parti del contratto e dalla circostanza, già precedentemente evidenziata, che l’amministratore non sopporta le conseguenze delle sue azioni ⁽²¹⁾.

A riguardo, nonostante sia una mera specificazione del generale problema di agenzia, appare opportuno segnalare anche il problema del *risk-sharing*, il quale è connesso alla diversa attitudine al rischio degli amministratori e degli azionisti ⁽²²⁾. In linea di principio, infatti, gli amministratori sono meno propensi al rischio, essendo la remunerazione derivante dall’incarico gestorio l’unica o, comunque, la principale fonte di reddito, mentre gli azionisti sono più propensi al rischio, non

⁽¹⁸⁾ Appare opportuno evidenziare che l’“*Agency Theory*”, diversamente da quanto prospettato da alcuni studi empirici aziendalistici italiani, non è volta a rintracciare meccanismi diretti alla massimizzazione del valore della società, ma solo a ricercare di un approccio efficiente al rapporto di agenzia.

⁽¹⁹⁾ Sul punto si v. ZONA, *Teorie e metodologie di analisi delle remunerazioni dei manager con responsabilità strategica*, cit., pp. 99 s.

⁽²⁰⁾ Il *principal* non sceglie correttamente l’*agent*, in quanto non è in grado di valutare a priori con precisione le sue capacità effettive.

⁽²¹⁾ L’*agent* adotta un comportamento sleale nei confronti del *principal*, non essendo quest’ultimo in grado di verificare l’operato in modo efficiente. Per approfondimenti si v. MILGROM P.-ROBERTS J., *Economics, Organization, and Management*, NJ, Prentice-Hall, 1992; COUGHLAN A.T.-SCHMIDT R.M., *Executive Compensation, Management Turnover and Firm Performance*, An Empirical Investigation, in *Journal of Accounting and Economics*, 1985, vol. 7, issue 1-3, pp. 43-66.

Sul punto si v. anche GENCO, *Corporate governance. Sistemi e strutture di governo dell’impresa*, Torino, Giappichelli, 2014, pp. 33 ss.

⁽²²⁾ Sul punto si v. EISENHARDT K.M., *Agency Theory: An Assessment and Review*, cit.

essendo gli utili percepiti la loro esclusiva o prevalente fonte di reddito, e potendo gli stessi diversificare l'investimento.

Gli studi in tema di remunerazione si sono principalmente concentrati sul problema del “*Moral Hazard*”, essendo la questione dei compensi circoscritta all'opportunità contrattuale degli amministratori una volta assunto l'incarico⁽²³⁾.

Sulla base dei c.d. modelli di “*Hidden Action*”, sono state quindi elaborate le seguenti strategie d'intervento – che sono alla base di tutte gli interventi normativi in tema di remunerazione dei *manager* che si analizzeranno nel prosieguo – per ridurre gli *agency cost* del rapporto di amministrazione: (i) l'allineamento degli interessi dei *manager* e degli azionisti attraverso i contratti di incentivazione (remunerazione variabile), come componente complementare del “*managerial contract*” (remunerazione fissa); (ii) la riduzione dell'asimmetria informativa, che generalmente consente agli amministratori di abusare del proprio ruolo, mediante appositi meccanismi e procedure interne di controllo (es. *budgeting*, *reporting procedures*, struttura e composizione del consiglio di amministrazione, divulgazione informazioni, etc...).

Tuttavia, anche questi meccanismi comportano dei costi per gli azionisti, che, nonostante siano ineliminabili, possono comunque essere ridotti attraverso i “contratti di incentivazione”, il cui scopo è proprio quello minimizzare i costi di incentivazione e ottimizzare il *trade-off* tra condivisione del rischio e incentivi⁽²⁴⁾.

Anche i contratti di incentivazione, però, non sono, a loro volta, esenti da vizi.

Nella prassi applicativa, infatti, da un lato è stato riscontrato l'“*Effetto Ratchet*” (c.d. effetto cricchetto), dal quale emerge una disfunzionalità nell'elaborazione degli obiettivi di *performance* degli amministratori sulla base dei piani di

⁽²³⁾ Si evidenzia che nella realtà sia il problema di “*Adverse selections*” sia di “*Moral Hazard*” possono coesistere in sede di *budgeting* e fissazione degli obiettivi.

⁽²⁴⁾ MILGROM P.-ROBERTS J., *Economics, Organization, and Management*, cit., i quali dettano le seguenti linee guida per strutturare una remunerazione ottimale: (i) *Informativeness Principle*; (ii) *Incentive Intensity Principle*; (iii) *Monitoring Intensity Principle*; (iv) *Equal Compensation Principle*.

incentivazione pregressi, e dall'altro lato, è emerso con evidente il problema della determinazione dei parametri di misurazione delle *performance*.

In particolare, sono spesso utilizzati valori contabili, come voci di conto economico, ricavi, risultato operativo, utile lordo, utile netto, conto economico complessivo, utile per azione, o rapporti come il ritorno sugli investimenti-ROI, il ritorno sul patrimonio netto-ROE, il rendimento delle attività-ROA e il ritorno sulle vendite-ROS, che hanno il vantaggio di essere semplici da comprendere e utilizzare, ma anche lo svantaggio di essere basati su costi storici, facilmente manipolabili mediante cambiamenti di principi contabili e propensi a determinare decisioni a breve termine (c.d. *short termism*). In alternativa, vengono altresì utilizzati valori di mercato come, ad esempio, il prezzo delle azioni, i rendimenti azionari, il prezzo a valore di libro, il Tobin Q, il *dividend yield*, la crescita degli utili sul prezzo-PEG, e il rapporto di distribuzione degli utili, che hanno l'innegabile vantaggio di riflettere il valore dei titoli azionari, ma lo svantaggio da un lato di riflettere le aspettative di mercato, piuttosto che vere e proprie prestazioni reali, e dall'altro lato, di rispecchiare le imperfezioni di mercato che possono condurre a sopravvalutazioni o sottovalutazioni dei corsi azionari non collegati alla *performance*.

A prescindere da tali vizi, si ritiene che i veri problemi dei “contratti incentivanti” consistano da un lato nell'impossibilità di prevedere a priori la mutevolezza dell'ambiente interno ed esterno al contesto aziendale e, dall'altro lato, nell'assunzione, come paradigma che fonda l'allineamento degli interessi dell'*agent* a quello dei *principal*, del modello dell'*homo oeconomicus* più riduzionista ⁽²⁵⁾.

⁽²⁵⁾ I contratti incentivanti affrontano il problema dell'allineamento degli interessi in base ad un approccio monodimensionale fondato sull'utilità economica, il quale presupporrebbe che l'*agent* sia un individuo isolato che razionalmente agisce al fine di massimizzare il proprio grado di utilità, non soggiacendo il denaro alla legge dell'utilità marginale decrescente. Tale approccio, però, non considera la reale complessità dell'essere umano, il quale agisce tenendo considerazione non solo l'incremento della propria ricchezza ma anche della felicità personale, che si manifesta soprattutto sotto il profilo della vita di relazione. Sul punto si v. BECCHETTI, *Oltre l'homo oeconomicus*, Roma, Città Nuova, 2009.

Di conseguenza, gli azionisti si trovano comunque nell'impossibilità di far sì che il *top management* persegua il loro interesse in forza del solo contratto di incentivazione ⁽²⁶⁾.

A ciò, poi, si aggiunge il fatto che, se i contratti di incentivazione sono predisposti in modo autoreferenziale dall'organo di amministrazione, diventano essi stessi la fonte del problema del disallineamento di interessi tra *principal* e *agent*.

La soluzione, quindi, dev'essere rintracciata non solo nello strumento contrattuale, ma a priori anche nelle scelte di *Corporate Governance*.

Con tale espressione polivalente – utilizzata per la prima volta da Richard Eells per indicare la struttura e il funzionamento della politica aziendale ⁽²⁷⁾ – si fa riferimento al criterio per ordinare gli interessi coinvolti istituzionalmente nella gestione dell'impresa, secondo regole che ne esprimono giuridicamente i poteri e gli assetti ⁽²⁸⁾.

In altre parole, è necessario adottare un insieme di meccanismi, quali il “*Say-on-Pay*”, la figura degli amministratori indipendenti, il Comitato per la Remunerazione e la *disclosure* al mercato, al fine di ridurre al minimo il conflitto di interesse all'interno della società e garantire una corretta strutturazione dei contratti incentivanti dirette ad aumentare il valore dell'impresa nel medio-lungo periodo.

⁽²⁶⁾ SHLEIFER A.-VISHNY R., *A Survey of Corporate Governance*, in *Journal of Finance*, n. 52, 1997.

⁽²⁷⁾ Per approfondimenti sull'evoluzione del concetto si v. ZATTONI, *Il governo delle imprese*, in Zattoni, Airoldi, Perrini, Borgonovi (a cura di), *Management*, Milano, Università Bocconi Editore-IISole24Ore, 2006, pp. 41 ss.

⁽²⁸⁾ Per approfondimenti si v. MONTALENTI, *Persona giuridica, gruppi di società, Corporate Governance*, Padova, Cedam, 1999.

CAPITOLO 2

L'EVOLUZIONE DELLA DISCIPLINA IN TEMA DI POLITICHE DI REMUNERAZIONE NEGLI STATI UNITI E IN EUROPA

SOMMARIO: **2.1.** *La normativa statunitense* – 2.1.1. *Il Securities Exchange Act del 1934 e le modifiche apportate dal Sarbanes-Oxley Act del 2002* – 2.1.2. *Il Dodd Frank Act del 2010* – 2.1.3. *Dopo il Dodd Frank: le regole di implementazione SEC* – **2.2.** *La normativa europea* – 2.2.1. *I primi interventi in materia di remunerazione* – 2.2.2. *Gli interventi in materia di OICVM, GEFIA e imprese assicurative* – 2.2.3. *Proposte europee de jure condendo*

2.1. L'evoluzione della normativa negli Stati Uniti

2.1.1. Il Securities Exchange Act del 1934 e le modifiche apportate dal Sarbanes Oxley Act del 2002

Prima di affrontare il tema della disciplina sui compensi dei *manager* nel continente europeo, appare opportuno ripercorrere brevemente la storia degli interventi legislativi in materia adottati negli Stati Uniti, in quanto è stato per quasi sessant'anni l'unico paese ad aver previsto una disciplina *ad hoc* in materia. Infatti, il primo stato ad aver adottato regole in materia di trasparenza sulle remunerazioni dopo gli Stati Uniti è stato il Canada nel 1993, seguito dal Regno Unito nel 1997, dall'Irlanda e dal Sud Africa nel 2000, dall'Australia nel 2004.

L'obbligo di *disclosure* dei compensi dei *top manager*, oggi ritenuto quasi scontato, ha avuto origine sotto la spinta dei politici del “*New Deal*” capitanati dal Presidente Roosevelt, indignati dalle remunerazioni eccessive percepite dagli *executive* dopo la *Great Depression* che aveva travolto gli Stati Uniti a partire dal 24 ottobre 1929 (il c.d. «Giovedì nero»), giorno in cui si è assistito al crollo della borsa di Wall Street.

In particolare, tutto ebbe inizio nell'aprile del 1932 quando, a fronte delle proposte di aiuti di stato da parte della Reconstruction Finance Corporation (RFC), la Interstate Commerce Commission richiese informazioni in merito alle remunerazioni degli *executives* delle ferrovie i cui guadagni erano pari a più di diecimila dollari l'anno, imponendo successivamente l'introduzione informale di un tetto massimo alla remunerazione di sessantamila dollari l'anno.

L'iniziativa assunta dalla Interstate Commerce Commission suscitò immediatamente l'attenzione di altre Autorità governative, tanto che nel mese di ottobre del 1933, la Federal Trade Commission (FTC) impose analogamente a tutte le società con capitale o patrimonio superiore a un milione di dollari un obbligo di *disclosure* su tutti gli stipendi ed i *bonus* corrisposti ai propri *manager* ⁽²⁹⁾.

In seguito, venne adottato il Securities Act del 1934, che portò alla creazione della Securities and Exchange Commission (c.d. SEC), alla quale è stato attribuito il potere di imporre alle società quotate specifici obblighi d'informazione dettagliata relativamente agli stipendi, *bonus*, azioni e *stock option* attribuiti ai tre *manager* più pagati della società, pena il *delisting* in caso di inottemperanza ⁽³⁰⁾.

La SEC di anno in anno ha sistematicamente ampliato l'obbligo di *disclosure* in tema di remunerazioni, introducendo importanti revisioni nel 1978, 1993, 2006 e 2009, nel tentativo di frenare gli abusi nelle politiche di remunerazione dei *top manager*.

⁽²⁹⁾ Per approfondimenti si v. MURPHY K.J., *The Politics of Pay: A Legislative History of Executive Compensation*, in Research Handbook on Executive Pay, edited by Randall S. Thomas-Jennifer G. Hillm, Edward Elger, Cheltenham-Northampton, 2012, p. 12 s., il quale sottolinea che tale richiesta d'informazione, senza alcuna spiegazione sull'utilizzazione dei dati e sulla loro riservatezza, ha suscitato irritazione negli *executives*.

⁽³⁰⁾ Sul punti si v. MURPHY K.J., *The Politics of Pay: A Legislative History of Executive Compensation*, cit., p. 13, il quale evidenzia che diverse società hanno subito richiesto alla SEC, senza successo, di poter tenere segrete tali informazioni, in quanto la loro diffusione "would be conducive to disturbing the morale of the organization and detrimental to the best interests of the registrant and its stockholders".

In particolare, la modifica del 1978, intervenuta in seguito della stagnazione del mercato mobiliare, ha comportato un ampliamento dell'obbligo d'informazione dal punto di vista soggettivo, attraverso l'ampliamento del numero dei soggetti la cui remunerazione doveva essere resa pubblica – l'obbligo d'informazione è stato esteso dai primi tre ai primi cinque *executives* più pagati della società – e dal punto di vista oggettivo, ricomprendendo nell'obbligo d'informazione anche le gratifiche e le indennità di assicurazione ⁽³¹⁾.

La seconda importante revisione si è registrata nel 1993, in occasione dell'ampio dibattito pubblico del 1990, che si era sviluppato in concomitanza con l'uscita dagli Stati Uniti dalla recessione determinata dal crollo dei mercati nell'ottobre 1987 ed aveva come argomento gli eccessi degli stipendi degli *manager*, causati dall'utilizzo a partire dalla fine del 1980 delle *stock option* come componente della remunerazione ⁽³²⁾, le quali aveva aumentato ingiustificatamente il divario tra la remunerazione dei dipendenti e quella degli *executive*.

In risposta all'indignazione dell'opinione pubblica, nel 1991 la Camera dei Rappresentanti ha quindi introdotto delle restrizioni alla deducibilità dal reddito della società dei costi relativi alla remunerazione dei *manager* e il Senato a sua volta con il Corporate Responsibility Pay Act ha proposto una modifica del Securities Exchange Act del 1934, che prevedeva nuovi obblighi d'informazione sul valore complessivo della remunerazione degli *executives* e, soprattutto, attribuiva maggiori diritti agli azionisti sulle politiche di remunerazione ⁽³³⁾.

La SEC, prendendo spunto della proposta del Senato, nel febbraio 1992, è intervenuta imponendo alle società di introdurre nei propri *company proxy statements* la previsione del voto consultivo degli azionisti sulle politiche di

⁽³¹⁾ La proposta iniziale SEC richiedeva l'informazione sulla remunerazione dei primi dieci *top management*.

⁽³²⁾ In tal senso si v. SALY P.J., *Repricing Executive Stock Options in a Down Market*, in *Journal of Accounting and Economics*, 1994, 18, pp. 325-356.

⁽³³⁾ Per un approfondimento v. il testo e l'iter all'indirizzo www.govtrack.us.

remunerazione dei CEO. Inoltre, nell'ottobre del medesimo anno, ha provveduto ad ampliare la *disclosure* sulla remunerazione, introducendo l'obbligo di predisposizione della *Summary Compensation Table*, contenente la descrizione delle principali voci delle remunerazioni del CEO e degli *executive* della società più pagati negli ultimi tre anni, e ulteriori tabelle dettagliate sull'attribuzione di *stock option*.

Tuttavia, l'ampliamento degli obblighi di trasparenza sulla remunerazione, che imponeva l'indicazione anche del valore monetario delle *stock option*, ha suscitato subito ampie critiche da parte di molte grandi società della Silicon Valley e di alcuni consulenti sulle remunerazioni, costringendo la SEC a limitare l'obbligo d'informazione nella *Summary Compensation Table* solo al numero delle *stock option* assegnate, senza alcun riferimento al valore, in tal modo vanificando l'ambizioso obiettivo di fornire un valore univoco e intellegibile della remunerazione totale dei *manager* ⁽³⁴⁾.

Ulteriore fenomeno che ha inciso sulla disciplina delle remunerazioni nella storia americana è rappresentato dalla tipologia di compenso sotto forma di *stock option* e dal loro proliferare nel mercato statunitense soprattutto a partire dagli anni novanta, sotto la spinta di politiche legislative favorevoli ⁽³⁵⁾.

Tale fenomeno ha generato grande attenzione da parte della dottrina americana che ha fondato la propria analisi giuridica dell'aumento dei compensi dei CEO registratosi in quegli anni principalmente su due cause: da un lato, il potere dei *manager* di influenzare la determinazione dei compensi; dall'altro, la contrattazione efficiente. Sotto il primo profilo, è stato sostenuto in particolare, che il livello e la composizione delle remunerazioni fossero

⁽³⁴⁾ In tal senso si v. MURPHY K.J., *The Politics of Pay: A Legislative History of Executive Compensation*, cit., p. 35.

⁽³⁵⁾ Le politiche del governo nei primi anni novanta ha creato una tempesta perfetta che virtualmente ha garantito l'esplosione dell'utilizzo delle *stock options*: nel 1991, la decisione della SEC in virtù della quale le azioni acquisite esercitando le opzioni avrebbero potuto essere vendute immediatamente dopo l'esercizio dell'opzione; nel 1992, la SEC ha richiesto la disclosure unicamente del numero di opzioni assegnate e non il valore delle opzioni stesse; nel 1993, la Sezione 162(m), nonostante fosse stata inserita per ridurre i livelli di retribuzione degli esecutivi, ha previsto una sorta di "porto sicuro" per le *stock options*, esentando le opzioni dal limite di deducibilità all'epoca fissato alla somma di un milione di dollari.

determinati non tanto da effettive forze competitive sul mercato, quanto piuttosto da membri del consiglio di amministrazione in cerca di una sorta di relazione “privilegiata” con i membri esecutivi. Sotto il secondo profilo, invece, è stato sostenuto che le remunerazioni sarebbero, più “genuinamente”, frutto di un equilibrio competitivo nel mercato relativo ai *manager* considerati talentuosi e, quindi, strutturate in modo da ottimizzare il valore dell’impresa.

Il riferimento è ovviamente al Sarbanes-Oxley Act.

La *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act*, comunemente chiamati Sarbanes-Oxley Act (³⁶), è una legge federale approvata dal Congresso nel luglio 2002, a seguito di diversi scandali contabili e societari scoppiati negli Stati Uniti durante i primi anni del 2000, che hanno distrutto la reputazione di importanti società come Enron, WorldCom, Qwest, Global Crossing, HealthSouth, Cendant, Rite-Aid, Lucent, Xerox, Tyco International, Adelphia, Fannie Mae, Freddie Mac e Arthur Anderson.

Tale legge si è concentrata principalmente sulle regole di *corporate governance* con l’obiettivo di garantire maggiore trasparenza in tema di scritture contabili, agendo da un lato sugli *standard* e i profili di responsabilità dei revisori contabili e, dall’altro lato, incrementando le pene degli amministratori in caso di falso in bilancio. E nella medesima sede il Congresso ha colto l’occasione per intervenire anche su alcuni aspetti della disciplina della remunerazione dei *manager*.

In particolare, per quel che qui interessa, alla luce di quanto era accaduto nel caso di Tyco International, nella sezione 402 del Sarbanes-Oxley Act è stato introdotto un espresso divieto di concessione di finanziamenti, sotto qualsiasi forma e per qualsiasi motivo, da parte della società ai propri *manager*, che

(³⁶) Il testo della legge prende il nome dei deputati repubblicano Mike Oxley, eletto nell’Ohio, e dal senatore democratico Paul Sarbanes, eletto nel Maryland, che in origine avevano proposto due diversi disegni di legge, poi unificati da una commissione bicamerale nell’atto finale approvato il 24 luglio 2002 con grandissima maggioranza in entrambe le camere, e firmato dal Presidente George W. Bush il 30 luglio 2002.

spesso erano utilizzati per l'acquisto di azioni della medesima società oppure per l'acquisto dell'abitazione ⁽³⁷⁾.

In secondo luogo, con la sezione 304 del Sarbanes-Oxley Act è stato anche introdotto l'obbligo di restituzione alla società da parte del CEO e CFO dei *bonus* ricevuti nei casi in cui vi sia stata una *non-compliance*, un mancato rispetto delle norme finanziarie previste dal Sarbanes-Oxley Act, nei dodici mesi a decorrere dal deposito di un bilancio d'esercizio ⁽³⁸⁾.

Parte della dottrina ha evidenziato come questa previsione di "recupero" del Sarbanes Oxley – il cui uso è stato successivamente ampliato nel Dodd-Frank Act – non abbia avuto molto successo, dal momento che, nonostante l'ondata di rettifiche contabili avutesi con l'introduzione del Sarbanes-Oxley Act, la prima vera applicazione si è avuta soltanto cinque anni più tardi, quando l'ex CEO di UnitedHealth Gruppo, William McGuire, fu costretto a restituire circa seicento milioni di dollari a titolo di risarcimento.

Infine, con la sezione 403 del Sarbanes-Oxley Act è stato inserito un obbligo d'informazione in capo ai dirigenti da adempiere entro due giorni lavorativi dalla concessione di nuove *stock option*; prima del Sarbanes Act, infatti, le opzioni non venivano rese pubbliche fino a 45 giorni dopo la chiusura

⁽³⁷⁾ Rubricata "*Prohibition on personal loans to executives*" la disposizione prevede infatti che: "It shall be unlawful for any issuer, directly or indirectly, including through any subsidiary, to extend or maintain credit, to arrange for the extension of credit, or to renew an extension of credit, in the form of a personal loan to or for any director or executive officer (or equivalent thereof) of that issuer. An extension of credit maintained by the issuer on the date of enactment of this subsection shall not be subject to the provisions of this subsection, provided that there is no material modification to any term of any such extension of credit or any renewal of any such extension of credit on or after that date of enactment."

⁽³⁸⁾ Ai sensi della Sec. 304, infatti, rubricata *Forfeiture of certain bonuses and profits*: "If an issuer is required to prepare an accounting restatement due to the material noncompliance of the issuer, as a result of misconduct, with any financial reporting requirement under the securities laws, the chief executive officer and chief financial officer of the issuer shall reimburse the issuer for — (1) any bonus or other incentive-based or equity-based compensation received by that person from the issuer during the 12-month period following the first public issuance or filing with the Commission (whichever first occurs) of the financial document embodying such financial reporting requirement; and (2) any profits realized from the sale of securities of the issuer during that 12-month period"; inoltre, con riferimento ai termini, viene previsto che "the issuer (if the issuer maintains a corporate website) shall provide that statement on that corporate website, not later than the end of the business day following that filing".

dell'esercizio della società ⁽³⁹⁾. Una delle conseguenze positive dell'entrata in vigore della norma è stata individuata nella cessazione della diffusa pratica della retrodatazione delle opzioni da parte degli amministratori esecutivi più di due anni prima che tale pratica fosse stata scoperta.

Sul quadro appena delineato hanno inciso ovviamente anche fattori di natura tributaria. Come evidenziato da alcuna dottrina, infatti, negli anni '80 si sono registrati alcuni interventi del Financial Accounting Standards Board (FASB) che hanno proposto trattamenti contabili particolari per le *stock option* delle società americane.

La SEC è intervenuta nuovamente nel 2006, alla luce degli scandali emersi con riferimento alla manipolazione del bilancio ⁽⁴⁰⁾, al *backdating option* ⁽⁴¹⁾, ai *golden parachute* ⁽⁴²⁾ e alle prestazioni pensionistiche ⁽⁴³⁾, ampliando sensibilmente l'obbligo di trasparenza informativa.

In particolare, il 29 agosto 2006 la SEC ha adottato la *Final Rule "Executive Compensation and Related Person Disclosure"* e il 22 dicembre 2006 la *Final Rule "Executive Compensation Disclosure"*, in tal modo stabilendo che l'obbligo d'informazione sui compensi dei *top manager* doveva comprendere tre sezioni: la prima sulla *Compensation Discussion and Analysis*, diretta a

³⁹ Così la Sec. 403: *Every person who is directly or indirectly the beneficial owner of more than 10 percent of any class of any equity security (other than an exempted security) which is registered pursuant to section 12, or who is a director or an officer of the issuer of such security, shall file the statements required by this subsection with the Commission (and, if such security is registered on a national securities exchange, also with the exchange).*

⁽⁴⁰⁾ Ad esempio, lo scandalo General Electric del 2005 che ha riguardato i benefit non dichiarati dell'ex CEO Jack Welch, che riguardavano un lussuoso appartamento a Manhattan, una limousine con autista e l'uso degli aerei della società.

⁽⁴¹⁾ Tale pratica fu scoperta nel 2005 grazie a una ricerca del professor Erik Lie dell'University di Iowa, il quale individuò che alcune società falsificavano la data di attribuzione delle *stock option*, in modo da attribuire un prezzo di esercizio ben al di sotto del prezzo di mercato alla data di assegnazione effettiva. Per un approfondimento si v. LIE E., *On the Timing of CEO Stock Options Awards*, in *Management Science*, 2005, 51, pp. 802-812.

⁽⁴²⁾ Ad esempio, le buonuscite ricevute, nonostante le scarse *performance* della società, rispettivamente dal CEO dell'azienda farmaceutica Pfizer, Henry McKinnell, che nel luglio 2006 ha ricevuto ben 190 milioni di dollari, e dal CEO di Sovereign Bank, Jay Sidhu, che nell'ottobre 2006 ha percepito 44 milioni di dollari.

⁽⁴³⁾ Ad esempio, lo scandalo che ha coinvolto il CEO di New York Stock Exchange, Richard Grasso, nel 2003 per la previsione di una prestazione pensionistica di quasi 140 milioni di dollari e ha portato alle sue dimissioni.

fornire una descrizione complessiva della politica retributiva della società; la seconda sezione con la *Summary Compensation Table*; la terza sezione con altre tabelle volte a informare sugli importi già corrisposti oppure semplicemente maturati, nonché relativamente a tutte le prestazioni pensionistiche accordate ai singoli *manager*, comprese le indennità di buonuscita.

Infine, un altro importante intervento da parte della SEC si è registrato il 16 dicembre 2009, che ha portato all'adozione della *Final Rule "Proxy Disclosure Enhancements"*, entrata in vigore nel febbraio 2010, con la quale è stato previsto l'obbligo in capo alle società quotate di fornire adeguate informazioni sulle relazioni tra la politica retributiva ed il rispettivo profilo di rischio, nonché sull'ammontare delle *stock option award* corrisposte agli *executive* e ai *director*.

2.1.2. Il Dodd-Frank Act del 2010

La Dodd-Frank Wall Street Reform e il Consumer Protection Act (c.d. Dodd-Frank Act), firmato dal Presidente Barack Obama il 21 luglio 2010, è considerato la più grande riforma finanziaria adottata negli Stati Uniti dalla *Great Depression* ⁽⁴⁴⁾.

Scopo principale dell'intervento era quello di regolare il mercato di Wall Street a seguito delle crisi finanziarie ⁽⁴⁵⁾; tuttavia la riforma è stata anche l'occasione per il legislatore americano di metter mano alla materia dei compensi degli esecutivi e ai profili di *corporate governance* ad essa correlati in tema di grandi società quotate.

⁽⁴⁴⁾ In tal senso si v. PALETTA D. – LUCCHETTI A., *Law Remakes U.S. Financial Landscape*, in *Wall Street Journal*, July 22, 2010;

⁽⁴⁵⁾ Tra i numerosi contributi sul punto, di recente, COFFEE, *The political economy of Dodd-Frank: why financial reform tends to be frustrated and systemic risk perpetuated*, in working paper, 2012, disponibile su www.ssrn.com, il quale evidenzia che: "A good crisis should never go to waste. In the world of financial regulation, experience has shown – since at least the time of the South Seas Bubble three hundred years ago – that only after a catastrophic market collapse, can legislators and regulators overcome the resistance of the financial community and adopt comprehensive "reform" legislation".

Tra gli aspetti più rilevanti, infatti, emerge l'obbligo per la SEC di promulgare nuove regole di *corporate governance*, tese soprattutto a cristallizzare una serie di obblighi di trasparenza e informazione.

La disciplina è contenuta in sette sezioni, in particolare dalla Sezione. 951 alla Sezione 957 destinate a modificare il Securities Exchange Act del 1934 e dedicate rispettivamente a: *i)* il voto dei soci sulla *disclosure* dei compensi degli esecutivi; *ii)* l'indipendenza del comitato remunerazioni; *iii)* la *disclosure* dei compensi degli esecutivi; *iv)* la riparazione di compensi erroneamente attribuiti; *v)* la *disclosure* riguardante gli impiegati e i direttori di copertura; *vi)* il *report* rafforzato circa la struttura dei compensi; *vii)* il voto dei *brokers*.

Prima di analizzare specificamente il quadro normativo, anche alla luce delle implementazioni effettuate dalla SEC, ora preme evidenziare come parte della dottrina abbia già manifestato alcune perplessità circa l'effettiva utilità di una simile regolamentazione fortemente incentrata sugli obblighi di *disclosure*.

La Sec. 953, infatti, prevede che vengano resi pubblici: (A) la media del totale dei compensi annui di tutti gli impiegati della società, eccetto quella del CEO (o di ogni posizione equivalente); (B) il compenso totale del CEO (o di ogni posizione equivalente); e infine, (C) il rapporto tra l'importo del primo e del secondo.

A riguardo, sono state sottolineate tre principali criticità. Da un lato i costi di calcolo dei menzionati elementi potrebbero risultare di gran lunga superiori agli effettivi benefici derivanti da tali obblighi; e ciò soprattutto all'interno di grandi multinazionali dove il sistema delle remunerazioni e dei compensi è decentralizzato, ove quindi vi sarebbe necessità di un data base sulle singole remunerazioni di tutti gli impiegati distribuiti nelle diverse sedi del mondo che spesso è inesistente.

In secondo luogo, ci si è chiesti quale possa essere l'effettivo utilizzo da parte dei soci di queste nuove informazioni e come questi ultimi potrebbero o

dovrebbero determinare se il rapporto tra i compensi del CEO sia troppo alto o troppo basso.

Infine, da ultimo, la previsione di legge rifletterebbe in parte un convincimento del Congresso, una *ratio* legislativa, che probabilmente non trova fondamenti empirici: nei casi in cui il compenso del CEO dovesse risultare eccessivo, infatti, la sua pubblicazione, nella mente del legislatore probabilmente dovrebbe, tra le altre cose, avere l'effetto di mettere in imbarazzo i consigli di amministrazione, con una conseguente "auto-riduzione" dei compensi del CEO.

Alla luce di tali perplessità, la dottrina americana si è dunque chiesta quale possa essere l'effettivo beneficio di tali obblighi di *disclosure*, giungendo alla conclusione che la vera logica sottostante tali regole, sia fondata non tanto sulla possibilità che i soci avrebbero di giudicare l'adeguatezza o l'eccessività del compenso, quanto piuttosto sulla conseguente possibilità di monitorare la *performance* a fronte di un consiglio di amministrazione potenzialmente "inerte".

2.1.3. Dopo il Dodd Frank del 2010: le regole di implementazione SEC e uno sguardo al futuro

Per quanto attiene l'attuale normativa emanata dalla SEC, vi sono due aspetti da sottolineare: da un lato il processo di implementazione, ancora in corso, della norme del Dodd Frank Act ad opera della SEC; dall'altro, il dibattito di grande attualità circa la futura possibile deregolamentazione della materia.

Per quanto attiene il primo profilo, ad oggi la SEC ha adottato sette regole delle dodici previste, mentre cinque sono in fase di proposta ⁽⁴⁶⁾.

Quelle già adottate sono in particolare le seguenti: *in primis*, la regola, approvata il 25 gennaio 2011, che implementa la sezione 951 del Dodd Frank Act, la quale a sua volta modifica la sezione 14A del Securities Exchange Act.

⁽⁴⁶⁾ I dati sono disponibili su www.sec.gov.

Ai sensi della Sezione 951 del Dodd Frank ⁽⁴⁷⁾, viene prevista l'approvazione dei soci non solo sui compensi degli amministratori esecutivi e sugli eventuali accordi dei c.d. paracaduti d'oro con frequenza almeno triennale, ma anche l'obbligo per le società di sottoporre ai soci anche il c.d. "*frequency vote*", ovvero il voto sulla frequenza con cui le delibere assembleari dovranno avere ad oggetto il voto sui compensi. Tali convocazioni dovranno avvenire almeno ogni sei anni.

In secondo luogo sono state approvate, con riferimento alla sezione 952 riguardante l'indipendenza del comitato remunerazioni, quattro regole specifiche in virtù delle quali la Commissione proibisce di quotare la società in mancanza dei requisiti di indipendenza del comitato remunerazioni (a); viene previsto inoltre che sia la Commissione ad identificare i fattori che possono influenzare l'indipendenza del Comitato (b) e che la Commissione sia competente ad emettere regole relative alla *disclosure* di deleghe riguardante i consulenti sui compensi (c).

Sul punto, la SEC ha specificato che il significato di indipendente deve essere individuato prendendo in considerazione i c.d. "*relevant factors*" quali la fonte del compenso dell'amministratore, ivi compresa ogni consulenza, parere o altra voce di compenso corrisposti dalla società all'amministratore e l'eventuale affiliazione dell'amministratore alla società o a una controllata della società ⁽⁴⁸⁾. Viene ulteriormente affermato inoltre che sebbene i requisiti e gli *standard* di indipendenza possano variare di volta in volta, gli *standard* per la quotazione relativi all'indipendenza generalmente prescrivono determinati "*bright-line independence tests*" che gli amministratori devono

⁽⁴⁷⁾ La sezione richiede alle società "*to conduct a separate shareholder advisory vote to approve the compensation of executives, [...]*" e di "*conduct a separate shareholder advisory vote to determine how often an issuer will conduct a shareholder advisory vote on executive compensation. In addition, Section 14A requires companies soliciting votes to approve merger or acquisition transactions to provide disclosure of certain "golden parachute" compensation arrangements and, in certain circumstances, to conduct a separate shareholder advisory vote to approve the golden parachute compensation arrangements*".

⁴⁸ Rimane salva per la SEC la possibilità di esentare particolari rapporti dai requisiti di indipendenza ove lo ritenga opportuno considerando le dimensioni della società e "*any other relevant factors*".

soddisfare per essere considerati indipendenti, tra cui restrizioni sui compensi, rapporti di impiego o familiari o di altra natura con la società quotata con l'amministratore esecutivo che possono interferire con l'esercizio di un giudizio indipendente ⁽⁴⁹⁾.

Il 5 agosto 2015 infine è stata approvata la regola, relativa alla sezione 953 del Dodd Frank Act in tema di c.d. “*pay ratio disclosure*”, che richiede alle società quotate di rendere pubblici i compensi del suo CEO e i compensi medi dei suoi impiegati, nonché il rapporto tra i due elementi. La regola risponde alle preoccupazioni manifestate a seguito dell'entrata in vigore del Dodd Frank Act circa i costi di *compliance* che tali obblighi di disclosure avrebbero generato per le società sottoposte alla normativa.

Introducendo un margine di flessibilità per le società nel conformarsi alla norma, infatti, la SEC ha previsto che, per esempio, a una società possa essere consentito di scegliere un proprio metodo per identificare il suo “impiegato medio” e la sua relativa retribuzione, con ciò includendo anche esemplificazioni statistiche o campioni della propria “popolazione di impiegati” o altri metodi ragionevoli.

La regola inoltre consente alle società di individuare l'“impiegato medio” solo ogni tre anni e di scegliere una data per tale determinazione entro gli ultimi tre mesi dell'anno fiscale della società. Infine la regola permette alle società di escludere gli impiegati non-U.S. dai paesi in cui le leggi sulla *privacy* non permettono alla società di conformarsi alla regola ⁽⁵⁰⁾.

È ancora in fase di proposta invece la regola, contenuta sempre all'interno della sezione 953, riguardante la *disclosure* del compenso legato alla *performance* (c.d. *performance disclosure*) in virtù della quale le società

⁽⁴⁹⁾ Il 20 gennaio 2012 è stata adottata, con riferimento alla sezione 952, la regola che richiede degli “exchange listing standards” riguardanti l'indipendenza del comitato remunerazioni e la disclosure dei conflitti dei consulenti delle remunerazioni.

⁽⁵⁰⁾ Infine, viene evidenziato che: “*The rule does not apply to smaller reporting companies, emerging growth companies, foreign private issuers, MJDS filers, or registered investment companies. The rule does provide transition periods for new companies, companies engaging in business combinations or acquisitions, and companies that cease to be smaller reporting companies or emerging growth companies*”.

potrebbero essere obbligate a “*disclose in a clear manner the relationship between executive compensation actually paid and the financial performance of the registrant*”.

Nei documenti pubblicati dalla SEC viene enunciata chiaramente la *ratio* della norma, ovvero: “*to provide shareholders with information that will help them assess a registrant’s executive compensation when they are exercising their rights to cast advisory votes on executive compensation under Exchange Act Section 14A*”.

Da ultimo, sono ancora in fase di implementazione e oggetto di proposta la Sezione 954 in tema di “*Recovery of executive compensation*”, la Sezione 955 dedicata alla disclosure riguardante determinati impiegati e direttori di copertura, e le Sezioni 956 (a) e (b) relative rispettivamente a “*Compensation structure reporting*” e “*Prohibition on certain arrangements*” finalizzate ad evitare un’eccessiva assunzione di rischio da parte degli amministratori esecutivi.

Questo dunque appare lo stato dell’arte per quanto riguarda le regole di *disclosure* sulle remunerazioni degli esecutivi negli Stati Uniti.

Accanto a una simile tendenza di regolamentazione sempre più pregnante, va segnalata tuttavia anche l’opposta tendenza, per ora solo in fase di prospettazione teorica, consistente nella eventuale e futura deregolamentazione della materia.

Il discorso tenuto dal direttore della Divisione di *Corporate Finance* della SEC il 17 novembre 2015 titolato “*Executive Compensation: Looking Beyond the Dodd-Frank Horizon*” ne è una dimostrazione ⁽⁵¹⁾.

In quella sede, infatti, è stato evidenziato che indubbiamente a partire dal Dodd Frank Act si sono riscontrati effetti positivi della normativa sulle remunerazioni e sul *say on pay* dati anche dal fatto che molte società hanno aumentato gli sforzi di coinvolgimento degli azionisti ⁽⁵²⁾.

⁽⁵¹⁾ Il testo del discorso è disponibile su www.sec.gov.

⁽⁵²⁾ “*Since the enactment of the Dodd-Frank Act and, in particular, the adoption of mandatory say on pay, compensation disclosures appear to have taken a turn for the better. Many*

Ciononostante, sotto diverso profilo, sono rimaste aperte alcune questioni in punto di effettivo grado di soddisfazione circa la chiarezza e la fruibilità delle informazioni comunicate. È stato evidenziato che numerose tavole rotonde sono state tenute per comparare le voci dei compensi; tuttavia gli investitori continuano a pensare che i documenti con i dati sulle remunerazioni siano troppo lunghi.

Alla luce di queste perplessità è stata dunque prospettata la possibilità di eliminare nuovamente il *report* relativo alle remunerazioni e mantenere unicamente il report dell'*audit*.

2.2. La storia europea della disciplina sulle remunerazioni

2.2.1. I primi interventi in materia di remunerazione

A livello europeo, le debolezze strutturali del rapporto d'incentivazione e il conflitto d'interessi congenito nel procedimento di determinazione del compenso degli *executive* hanno acquistato interesse solo di recente ⁽⁵³⁾.

Infatti, il primo intervento sul tema si è registrato il 4 novembre 2002, quando il “*High Level Group of Company Law Experts*”, nominato dal Commissario Bolkestein nel settembre del 2001 e presieduto dal professor Jaap Winter, ha presentato alla Commissione una relazione finale intitolata “*A modern regulatory framework for company law in Europe*” ⁽⁵⁴⁾, la quale conteneva delle proposte di modernizzazione della *corporate governance* a livello

companies have significantly changed the way they approach both their disclosure and their engagement with shareholders on their executive compensation arrangements. Reports indicate that say-on-pay voting significantly affected the design and communication of executive pay packages and many companies have increased their shareholder engagement efforts”.

⁽⁵³⁾ FERRARINI-MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, in *Riv. soc.*, 2005, pp. 615 s.; SANTOSUOSSO, *La remunerazione degli amministratori: nuove norme per «sanare» le cattive prassi*, in *RDS*, 2010, p. 341; ID., *Conflitti di interessi nella remunerazione degli amministratori*, in Sarcina – J.A. García Cruces (a cura di), *L'attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario italiano e spagnolo a confronto*, Bari, 2010, p. 125.

⁽⁵⁴⁾ Il testo della relazione è consultabile all'indirizzo www.ecgi.org.

paneuropeo e forniva alcune raccomandazioni in tema di remunerazione degli amministratori ⁽⁵⁵⁾.

La relazione ha suscitato molto interesse, tanto che la Commissione Europea, in data 21 maggio 2003, ha inoltrato una 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*”, in cui si suggeriva, in linea con le principali proposte elaborate dal “*High Level Group of Company Law Experts*”, di dare idonea pubblicità al sistema retributivo degli amministratori, di sottoporre i relativi *stock option plan* al voto dell’assemblea e l’istituzione all’interno dei *board* dei comitati per la remunerazione ⁽⁵⁶⁾.

Il piano d’azione ha posto le basi delle due Raccomandazioni adottate dalla Commissione nel biennio 2004-2005, che si sono concentrate sulla procedura di determinazione della remunerazione, promuovendo da un lato il ruolo degli amministratori indipendenti e dall’altro l’attivismo degli azionisti, lasciando però libere le società nella determinazione del *quantum* ⁽⁵⁷⁾.

Tali interventi, peraltro, sono stati modulati espressamente per tenere in considerazione sia i differenti contesti proprietari esistenti nei vari paesi europei, sia le differenze dei sistemi di *governance*. Entrambe le Raccomandazioni, infatti, hanno lasciato ai singoli ordinamenti la scelta se intervenire in materia attraverso misure legislative di *hard law* oppure con

⁽⁵⁵⁾ In particolare, la relazione evidenziava che la “*Remuneration is one of the key areas where executive directors have a conflict of interests*” e sottolineava la necessità di adottare misure *ad hoc* per rendere maggiormente trasparente il compenso che trovava *disclosure* in bilancio (si v. pp. 68-71).

⁽⁵⁶⁾ Ai fini della presente ricostruzione, non vanno dimenticate sia l’esperienza del Regno Unito, che è intervenuto per la prima volta in materia di remunerazioni nel 2002 con le raccomandazioni *Greenbury*, sia quella Svizzera, che a partire dalla *Initiative populaire fédérale «contro les rémunérations abusives»*, presentata il 5 ottobre 2006 e approvata il 27 aprile 2008 (su quest’ultima iniziativa si v. SHORNO A., *Les dessous de L’Empir du Mal*, Éditions Baudelaire, 2015, p. 32).

⁽⁵⁷⁾ CAMPOBASSO M., *I compensi degli amministratori di società quotate: l’esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 2011, p. 712; FERRARINI-MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, cit., p. 616.

codici di autodisciplina soggetti al principio “*comply or explain*”⁽⁵⁸⁾.

In particolare, con la Raccomandazione 2004/913/CE⁽⁵⁹⁾ la Commissione ha proposto *in primis* l'introduzione in tutti gli stati membri della regola del “*Say-on-Pay*”, consistente nella sottoposizione della relazione sulla politica di remunerazione al voto consultivo o vincolante dell'assemblea generale degli azionisti⁽⁶⁰⁾.

Invece, per quanto concerne i piani di remunerazione incentivanti basati su azioni, opzioni o altri diritti di acquisto di azioni o in base alle variazioni di prezzo delle azioni, la Commissione ha proposto maggiore *disclosure*, attraverso la predisposizione di una relazione dettagliata⁽⁶¹⁾, e l'approvazione preliminare dell'assemblea generale⁽⁶²⁾. Infine, ha invitato tutti gli ordinamenti comunitari a promuovere anche la trasparenza sulla remunerazione dei singoli amministratori, attraverso l'introduzione nei conti annuali o nella relazione sulla remunerazione di informazioni dettagliate.

Con la seconda Raccomandazione 2005/162/CE⁽⁶³⁾ la Commissione, facendo proprie le indicazioni contenute nei codici di autodisciplina, raccomanda

⁽⁵⁸⁾ FERRARINI-MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, cit., p. 617, i quali hanno giudicato positivamente l'adozione dello strumento della Raccomandazione, osservando che la non vincolatività può incoraggiare la convergenza verso una buona *governance* paneuropea.

⁽⁵⁹⁾ Il testo della Raccomandazione 2004/913/CE della Commissione è consultabile all'indirizzo www.eur-lex.europa.eu. Per un approfondimento si v. GARRIDO J.M., *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate nell'ordinamento spagnolo*, in Sarcina e García Cruces J.A. (a cura di), *L'attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario italiano e spagnolo a confronto*, Bari, Cacucci Editore, 2010, pp. 146-148 e ASSONIME, Circolare n. 8 del 26 marzo 2012, intitolata “*La disciplina sulla remunerazione delle società quotate*”, p. 4.

⁽⁶⁰⁾ In particolare, la Raccomandazione, rispettivamente al punto (7) delle considerazioni preliminari e al punto 4.1. del testo, sottolinea l'opportunità di trattare la politica delle remunerazioni come punto separato all'ordine del giorno dell'assemblea generale annuale.

⁽⁶¹⁾ Il testo della Raccomandazione parla “progetto di risoluzione” che dovrebbe contenere almeno l'intero testo dei regimi di remunerazione basati su azioni, oppure una descrizione delle principali condizioni, nonché i nomi degli interessati, precisando anche il nesso fra tali regimi e l'insieme della politica di remunerazione degli amministratori (si v. punto 7. del testo).

⁽⁶²⁾ Peraltro, al punto 6.1. del testo precisa che “*l'approvazione dovrebbe riferirsi al regime in sé e non alla concessione, in base al regime, di tali prestazioni basate su azioni, ai singoli amministratori*”.

⁽⁶³⁾ Il testo della Raccomandazione 2005/162/CE della Commissione è consultabile all'indirizzo www.eur-lex.europa.eu.

l'istituzione di comitati interni al consiglio di amministrazione formati da amministratori senza incarichi esecutivi e principalmente indipendenti ⁽⁶⁴⁾, tra cui il Comitato per le remunerazioni, con funzioni meramente istruttorie e propositive volte ad aumentare l'efficienza del lavoro del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza, garantendo che le decisioni siano ben fondate e scevre di conflitti d'interessi ⁽⁶⁵⁾.

A circa due anni di distanza dall'adozione delle due Raccomandazioni, la Commissione presentava una Relazione sullo stato d'applicazione da parte degli Stati membri, evidenziando che l'impatto era stato minimo, in quanto *“the recommended transparency requirements on the remuneration policy and individual directors' pay appears to be applied in a majority of Member States”*, ma *“the same cannot be said of those recommendations which aim at eliminating conflicts of interests [...] and give shareholders more influence over pay”* ⁽⁶⁶⁾.

Nel 2009, in pieno periodo di crisi finanziaria, tenuto conto che i compensi dei *manager* non avevano cessato di aumentare e che non si era assistito nemmeno ad una correlazione più stretta tra retribuzione e *performance* della società nel medio-lungo periodo, la Commissione prende atto dell'insufficienza dei rimedi di carattere solo procedimentale adottati nelle precedenti Raccomandazioni.

Contestualmente, l'*European Corporate Governance Forum*, al termine di un'analisi sulle prassi adottate in tema di remunerazione dalle società quotate europee, evidenziava la presenza di diverse disfunzioni nelle politiche retributive, in particolare: eccessiva sproporzione tra parte fissa e parte variabile del *pay package*; eccessiva complessità degli schemi di

(64) In particolare la Raccomandazione al punto 5. raccomanda ai consigli d'amministrazione o di sorveglianza la costituzione dei *“comitati per le nomine, le remunerazioni e la revisione dei conti”*.

(65) Al punto 6.1., infatti, la Raccomandazione precisa che *“i comitati non sono istituiti con lo scopo di esautorare il consiglio d'amministrazione o di sorveglianza stesso per le questioni ad essi demandate”*, restando quest'ultimi interamente responsabili delle decisioni adottate nel loro ambito di competenza.

(66) Il testo della Relazione SEC (2007) 1022 del 13 luglio 2007 è consultabile all'indirizzo www.ec.europa.eu.

remunerazione; scarsa trasparenza nei confronti degli azionisti sulle politiche di remunerazione adottate dal *board*; buonuscite non correlate ai risultati della società (c.d. *pay for failure*); piani d'incentivazione che aumentavano il rischio di *short-termism*; *golden parachutes* sproporzionati ⁽⁶⁷⁾.

Tutto ciò ha spinto la Commissione a nuovi interventi nel biennio 2009-2010, fondati su un approccio completamente diverso dal precedente, in quanto incentrati non più sul procedimento di adozione dei compensi, ma sul contenuto stesso della politica retributiva per una sana e corretta gestione.

La Commissione Europea, infatti, con la Raccomandazione 2009/385/CE ⁽⁶⁸⁾, integrativa delle Raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE, ha dettato dei criteri specifici per la pianificazione della struttura del compenso degli amministratori delle società quotate, nel tentativo di allineare le remunerazioni degli amministratori agli interessi a lungo termine delle società ⁽⁶⁹⁾.

In particolare, la Raccomandazione ha previsto che: *i*) la componente variabile della remunerazione sia soggetta ad un limite massimo e che buona parte di questa venga differita nel tempo; *ii*) la possibilità per la società di ridurre la parte variabile della remunerazione, fino eventualmente ad azzerarla, sulla base di meccanismi di correzione *ex post* (c.d. clausole di *malus*) e richiedere

⁽⁶⁷⁾ Tutta la documentazione analizzata e le relazioni del *Forum* sono consultabili all'indirizzo del Ecg-forum www.ec.europa.eu; FERRARINI-MOLONEY-UNGUREANU, *Understanding Directors' Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis*, (June 9, 2009), ECGI - Law Working Paper No. 126/2009, p. 7, consultabile all'indirizzo www.ssrn.com; CAMPOBASSO M., *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, cit., pp. 710 s.

⁽⁶⁸⁾ Il testo della Raccomandazione 2009/385/CE è consultabile sul sito della Consob all'indirizzo www.consob.it. L'integrazione è stata oggetto di diverse critiche da parte degli studiosi v. FERRARINI-MOLONEY-UNGUREANU, *Executive Remuneration in Crisis: A Critical Assessment of Reforms in Europe*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2010, consultabile all'indirizzo www.orizzontideldirittocommerciale.net.

⁽⁶⁹⁾ Vista la grande importanza dell'argomento, il Parlamento Europeo è successivamente ritornato sul tema da prima con la Relazione del 18 maggio 2010, relativa alle “*questioni deontologiche connesse con la gestione d'impresa*”, e, poi, con la Relazione del 7 luglio 2010, in merito alla “*remunerazione degli amministratori delle società quotate e politiche retributive nei settori dei servizi finanziari*”, segnalando l'opportunità di determinare delle strutture remunerative idonee ad incentivare gli amministratori, prevedendo una diversificazione dei compensi in base ai rischi e alle responsabilità, tenendo in considerazione anche le dimensioni e l'organizzazione interna dell'impresa, nell'ottica di sostenibilità dei risultati dell'impresa a lungo termine.

la restituzione di tutta o parte delle componenti variabili della remunerazione già versate in caso di dati rivelatisi poi errati (c.d. clausola di *claw back*); iii) la predeterminazione dell'importo massimo per la perdita della carica (c.d. *golden parachutes*), che non dovrebbe superare il valore di due anni della componente fissa della retribuzione e non dovrebbe essere erogato in caso di risultati negativi; iv) la previsione di un periodo di *vesting* di almeno tre anni prima dell'esercizio del diritto di opzioni su azioni (o di ogni altro diritto di ricevere remunerazioni basate sulla variazione del prezzo delle azioni) e l'obbligo di conservazione di almeno una parte delle azioni così conseguite fino al termine dell'incarico (c.d. *share retention*).

La medesima Raccomandazione, peraltro, è intervenuta anche sul contenuto della relazione sulla remunerazione, al fine di renderla più chiara e facilmente comprensibile ⁽⁷⁰⁾, e sulle funzioni del Comitato per le remunerazioni, per aumentarne l'indipendenza di giudizio e l'integrità nell'esercizio dei suoi compiti. Nello specifico, ha posto l'accento sulla necessità che almeno uno dei membri del Comitato per le remunerazioni abbia sufficiente esperienza nell'ambito retributivo, che il consulente esterno (qualora intervenga) non svolga contemporaneamente altri incarichi di consulenza per altri organi della società e che il Comitato riferisca agli azionisti circa il proprio operato intervenendo nell'assemblea generale annuale ⁽⁷¹⁾. Infine, la Commissione ha pure evidenziato la necessità di incoraggiare la partecipazione mediante l'esercizio del diritto di voto sulle politiche di remunerazione degli azionisti

⁽⁷⁰⁾ Il punto 5.1. della Raccomandazione 2009/385/CE, in aggiunta alle informazioni richieste al punto 3.3. della Raccomandazione 2004/913/CE, richiede anche le seguenti indicazioni aggiuntive: “a) una spiegazione su come la scelta di criteri relativi ai risultati contribuisca agli interessi a lungo termine della società [...]; b) una spiegazione sui metodi applicati al fine di determinare se i criteri in materia di risultati sono stati soddisfatti; c) informazioni sufficienti sui periodi di dilazione applicati alle componenti variabili della remunerazione [...]; d) informazioni sufficienti sulla politica in materia di trattamento di fine rapporto [...]; e) informazioni sufficienti sui periodi per l'acquisizione della remunerazione basata su azioni [...]; f) informazioni sufficienti sulla politica relativa all'obbligo di mantenere le azioni dopo la loro acquisizione [...]; g) informazioni sufficienti sulla composizione di gruppi di società pari, la cui politica retributiva è stata valutata per determinare la politica in materia di remunerazione della compagnia in esame”.

⁽⁷¹⁾ In tal senso si v. i punti 7., 8. e 9. della Raccomandazione.

istituzionali.

Tali principi sono stati sostanzialmente ripresi anche nella Raccomandazione 2009/384/CE ⁽⁷²⁾, riguardante le politiche retributive nel settore dei servizi finanziari, terminata nella Direttiva 2010/76/CE (c.d. CRD III), che, in recepimento delle indicazioni del *Summit* del G20 di Londra del 2 aprile 2009 ⁽⁷³⁾ e dei principi fissati in materia dal *Financial Stability Forum* ⁽⁷⁴⁾, hanno introdotto il criterio del rischio nella strutturazione della politica di remunerazione, evidenziando la necessità di non incoraggiare un'assunzione di rischi superiore al livello tollerato dell'ente creditizio o dall'impresa d'investimento.

La medesima Direttiva, peraltro, al fine di assicurare un efficiente controllo di vigilanza dei rischi connessi a strutture remunerative inadeguate, ha introdotto un vero e proprio controllo pubblico dell'Autorità di vigilanza, attribuendogli sia il potere di riesaminare le politiche e le prassi remunerative adottate, sia il potere di limitare la componente variabile, sotto forma di percentuale dei ricavi netti complessivi, quando la stessa sia incompatibile con il mantenimento di una solida base di capitale ⁽⁷⁵⁾.

La normativa prudenziale per gli istituti di credito e le imprese d'investimento è stata da ultimo aggiornata dalla Direttiva 2013/36/UE (c.d. CRD IV), la quale, pur mantenendo l'impianto e i principi cardine della precedente disciplina dettata in materia di remunerazione, con gli artt. 92-96 ha apportato alcuni importanti cambiamenti: (i) introduzione di un limite

⁽⁷²⁾ Il testo della Raccomandazione 2009/384/CE è consultabile all'indirizzo www.eur-lex.europa.eu.

⁽⁷³⁾ Al punto 15 della Risoluzione del Parlamento Europeo del 19 aprile 2009 sul Vertice del G20, il Parlamento sottolinea che “*il sistema di remunerazione per i dirigenti e gli operatori nel settore finanziario sia una questione fondamentale da affrontare al fine di garantire la stabilità finanziaria; si compiace, in tale contesto, della volontà del G20 di garantire che le tabelle salariali siano compatibili con gli obiettivi a lungo termine dell'impresa e con un'assunzione prudente del rischio*”.

⁽⁷⁴⁾ Gli *FSF Principles for Sound Compensation Practices* sono consultabili all'indirizzo www.fsb.org, al paragrafo 2 evidenziano che “*An employee's compensation should take account of the risks that the employee takes on behalf of the firm. Compensation should take into consideration prospective risks and risk outcomes that are already realised*”.

⁽⁷⁵⁾ Il testo della Direttiva, che ha rettificato le Direttive nn. 2006/48/CE e 2006/49/CE, è consultabile all'indirizzo www.eur-lex.europa.eu.

massimo di 1:1 al rapporto tra la componente fissa e variabile della remunerazione, al fine di evitare che i compensi incentivino l'assunzione eccessiva dei rischi; (ii) attribuzione all'assemblea dei soci, a discrezione di ciascuno Stato membro, del potere di approvare un limite più elevato rispetto al rapporto 1:1, nel rispetto di condizioni ed entro limiti definiti dalla direttiva stessa; (iii) rafforzamento dei meccanismi di aggiustamento per i rischi *ex post* (clausole *malus* e *claw-back*), mediante l'introduzione di indicatori di carattere anche qualitativo; (iv) previsione di limiti alle remunerazioni variabili nel caso in cui le banche non rispettino gli specifici requisiti di solidità patrimoniale.

La medesima Direttiva ha attribuito all'EBA il potere di definire *regulatory technical standards* (c.d. RTS) in tema di criteri qualitativi e quantitativi per l'identificazione del personale più rilevante – che ha condotto all'adozione del Regolamento delegato (UE) n. 604/2014 approvato dalla Commissione il 4 marzo 2014 – e caratteristiche degli strumenti finanziari da utilizzare per il riconoscimento delle remunerazioni variabili – che ha portato all'adozione del Regolamento delegato n. 527/2014 approvato dalla Commissione il 12 marzo 2014.

Il quadro regolamentare europeo in materia di remunerazione negli istituti di credito è stato da ultimo completato con l'adozione da parte dell'EBA, ai sensi degli artt. 74 e 75 della Direttiva 2013/36/UE, delle *Guidelines on sound remuneration policies and its Opinion on the application of proportionality*, presentate il 21 dicembre 2015 ⁽⁷⁶⁾, che entreranno in vigore il 1° gennaio 2017, abrogando le vigenti linee guida del CEBS.

2.2.2. Gli interventi in materia di OICVM, GEFIA e imprese assicurative

⁽⁷⁶⁾ Il testo definitivo è consultabile all'indirizzo www.eba.europa.eu.

Gli interventi europei tuttavia non si sono ancora esauriti.

Nel 2013 l'ESMA, l'autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, ha emanato degli "Orientamenti per sane politiche retributive a norma della direttiva GEFIA" (Gestori di fondi di investimento alternativi) finalizzati a garantire "un'applicazione comune, uniforme e coerente delle disposizioni in materia di remunerazione della direttiva GEFIA" ⁽⁷⁷⁾.

Tali orientamenti si occupano principalmente delle remunerazioni riguardanti il personale c.d. "più rilevante", che include diverse categorie di soggetti tra cui: da un lato, l'alta direzione, i soggetti che assumono il rischio ("risk-takers"), i soggetti preposti alle funzioni di controllo e qualsiasi dipendente che riceva una remunerazione complessiva che lo collochi nella stessa fascia remunerativa dell'alta direzione e dei soggetti che assumono il rischio, le cui attività professionali abbiano un impatto rilevante sul profilo di rischio del GEFIA o sui profili di rischio dei FIA che gestiscono; dall'altro, le categorie di personale del o dei soggetti ai quali il GEFIA ha delegato attività di gestione del portafoglio o di gestione del rischio, le cui attività professionali abbiano un impatto rilevante sui profili di rischio dei FIA che il GEFIA gestisce ⁽⁷⁸⁾.

Al tempo stesso gli Orientamenti dedicano una parte specifica al Comitato remunerazioni che viene poi ripresa senza sostanziali variazioni anche dal *Consultation paper* finalizzato a una revisione di tali orientamenti.

Tale revisione si è resa necessaria dall'entrata in vigore di alcune nuove Direttive europee.

⁽⁷⁷⁾ Orientamenti del 3 luglio 2013, ESMA/2013/232 disponibili su www.esma.europa.eu

⁽⁷⁸⁾ Più specificamente rientrano nella nozione di "identified staff", i membri esecutivi e non esecutivi dell'organo di gestione a seconda della struttura società, quali: direttori, il CEO, i partners esecutivi e non esecutivi; i senior managers; le funzioni di controllo, lo staff responsabile per la direzione della gestione degli investimenti, dell'amministrazione, del marketing e delle risorse umane, e altri "risk takers" (letteralmente: assuntori di rischio) le cui attività, individualmente o collettivamente possono esercitare un'influenza materiale sul profilo di rischio dell'amministrazione della società, incluse le persone in grado di entrare in contratti e posizioni e prendere decisioni che materialmente riguardano le posizioni di rischio dell'amministrazioni della società. Tale staff può includere per esempio persone addette alla vendita, trader individuali specific trading desks.

Il 17 settembre 2014, infatti, è entrato in vigore il testo della Direttiva 2014/91/UE (c.d. UCTIS V) ⁽⁷⁹⁾, adottato rispettivamente dal Parlamento europeo e dal Consiglio dell'Unione europea il 15 aprile 2014 e 23 luglio 2014, il cui contenuto è diretto ad armonizzare le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (c.d. OICVM). In particolare, la Direttiva ha introdotto alcune modifiche alle politiche di remunerazione, al fine di promuovere una gestione efficace dei rischi in linea con il profilo di rischio dell'OICVM, e ha stabilito specifici principi da seguire a seconda dell'organizzazione, della natura, della portata e della complessità delle attività della società di gestione.

Accanto a tale Direttiva UCTIS V, si colloca poi la più risalente direttiva GEFIA ⁽⁸⁰⁾, in materia di Gestori di Fondi di investimento alternativi.

Il *Consultation paper* dunque, alla luce del mutato quadro normativo, è finalizzato alla pubblicazione di nuove linee guida che si occupano tanto delle retribuzioni del c.d. personale più rilevante, quanto degli aspetti di *governance* societaria collegati alle politiche di remunerazione ⁽⁸¹⁾, che appaiono interessante sotto molteplici profili ⁽⁸²⁾.

In primo luogo, viene previsto che la politica di remunerazione debba prendere in considerazione la necessità di allineare il rischio sia in termini di gestione che di esposizione. Viene specificato, inoltre, che tale politica deve essere allineata con la strategia di *business*, con gli obiettivi, i valori e gli interessi della società, che non deve incoraggiare un'eccessiva assunzione di rischio in comparazione con la politica degli investimenti che gestisce e deve consentire, infine, di allineare gli interessi degli OICVM e dei loro investitori con quelli

⁽⁷⁹⁾ Acronimo per *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*, Direttiva 2009/65/CE relativa agli Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari come modificata dalla direttiva 2014/91/EU.

⁽⁸⁰⁾ Acronimo per *Alternative investment fund managers directive*, Direttiva 2011/61/UE, relativa ai gestori di fondi di investimento alternativi.

⁽⁸¹⁾ *Consultation paper, Guidelines on sound remuneration policies under UCITS Directive and AIFMD* del 24 luglio 2015, 2015/ESMA/1172 disponibile su www.esma.europa.eu

⁽⁸²⁾ Il riferimento è ai par. 40 e seguenti del *Consultation paper*.

del c.d. *identified staff* che gestisce tale organismo, nonché di raggiungere e mantenere una stabile situazione finanziaria.

Il *Consultation paper* prevede inoltre, in linea con la normativa già esaminata, che non siano gli stessi *manager* a determinare la propria remunerazione ma che di ciò si occupi “*la funzione di supervisione*”, la quale deve anche approvare la remunerazione dei *senior executive* e dei membri dello *staff* che ricevono i più alti importi di remunerazione all’interno del *management* della società.

Viene poi dedicata una parte di grande importanza al comitato remunerazioni⁽⁸³⁾, per il quale, sotto il profilo strutturale, è richiesto che un adeguato numero di membri debba avere una sufficiente esperienza e una capacità professionale concernente la gestione del rischio e le attività di controllo, specificamente con riferimento al meccanismo per allineare la struttura delle remunerazioni al rischio della società di gestione e ai profili di capitale. Inoltre, al fine dello svolgimento della propria funzione, viene anche previsto che il comitato remunerazioni abbia accesso a tutte le informazioni e ai processi di decisione della funzione di supervisione, nonché alle informazioni e ai dati del “*risk management*” e delle funzioni di controllo con l’onere però di non ostacolare le ordinarie attività della società⁽⁸⁴⁾.

Sempre nel contesto dei più recenti interventi di settore, il 10 ottobre 2014 la Commissione ha approvato il Regolamento delegato (UE) n. 2015/35⁽⁸⁵⁾, che integra la Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (c.d. *Solvency II*), il quale introduce anche per le imprese assicurative una specifica disciplina relativa alle politiche di remunerazione. In

⁽⁸³⁾ Par. 11.2 e ss. (pag.70 ss) del Consultation paper.

⁽⁸⁴⁾ Si evidenzia che il comitato remunerazioni deve inoltre assicurare l’adeguato coinvolgimento del controllo interno e delle altre funzioni (quali le risorse umane e il *planning* strategico) e deve collaborare con altri comitati le cui attività potrebbero avere un impatto sulla struttura e sull’adeguato funzionamento delle politiche di remunerazione (quali ad esempio, *risk audit* e comitato nomine).

⁽⁸⁵⁾ Il testo del Regolamento (UE) n. 2015/35 è consultabile all’indirizzo www.eur-lex.europa.eu.

particolare, si evidenzia che anche nel settore assicurativo, in linea con quanto accaduto nel settore bancario, all'art. 275 è stato stabilito che la politica di remunerazione debba essere *“collegata alla strategia operativa e di gestione dei rischi dell'impresa, al suo profilo di rischio, ai suoi obiettivi, alle sue pratiche di gestione dei rischi, ai suoi interessi di lungo termine e ai risultati dell'impresa nel suo insieme”*. Inoltre, al fine di non pregiudicare l'allineamento tra pacchetto remunerativo e rischio d'impresa, viene sottolineata la necessità di vietare ai soggetti destinatari della retribuzione l'adozione di strategie di copertura personali o assicurazioni relative alle passività⁽⁸⁶⁾.

2.2.3. Proposte europee *de jure condendo*

Infine, si deve segnalare la proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 9 aprile 2014⁽⁸⁷⁾, di modifica delle Direttive 2007/36/CE e 2013/34/UE, la quale introduce diverse novità in tema di remunerazione del *management* delle società quotate, sul duplice presupposto che la *“remunerazione degli amministratori riveste un ruolo fondamentale nell'allineare gli interessi degli azionisti e degli amministratori e nel garantire che questi ultimi agiscano nel migliore interesse della società”* e che il *“controllo degli azionisti impedisce agli amministratori di applicare strategie di remunerazione che li ricompensano personalmente ma che possono non contribuire ai risultati a lungo termine della società”*⁽⁸⁸⁾.

⁽⁸⁶⁾ Tali strategie, infatti, sterilizzerebbero la funzione della struttura del pacchetto remunerativo e della componente incentivante, disallineando gli interessi del *management* rispetto all'interesse società.

⁽⁸⁷⁾ L'*iter* procedimentale di approvazione della proposta di direttiva della Commissione non è ancora terminato, in quanto il Parlamento Europeo ha proposto degli emendamenti al testo, tra cui appare meritevole di segnalazione l'introduzione della previsione che *“I risultati degli amministratori dovrebbero essere valutati utilizzando criteri finanziari e non, inclusi i fattori ambientali, sociali e di governo”*, che sembra introdurre un dovere in capo agli amministratori di darsi carico anche degli interessi dei *nonshareholders*. Per la consultazione del testo e degli emendamenti si rinvia al sito dell'Unione Europea: www.eur-lex.europa.eu.

⁽⁸⁸⁾ CODAZZI, *Gli azionisti e la società nel modello europeo di cd. “say on pay”*: alcuni spunti di riflessione alla luce dell'art. 123-ter, comma 6, TUF, relazione al VII° Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale “Orizzonti del

In particolare, nell'introduzione della proposta di Direttiva, si dà atto che nei diversi ordinamenti europei sono riscontrabili numerose carenze sia sotto il profilo dell'informazione dei soci, non essendo “*le informazioni comunicate dalle società [...] complete, chiare e confrontabili*”, sia per quanto riguarda gli strumenti messi a disposizione di questi ultimi per esprimere il loro parere sulla remunerazione degli amministratori. Tutto ciò avrebbe quindi cagionato “*una correlazione insufficiente tra la remunerazione e i risultati degli amministratori delle società quotate*”.

Al fine di rimediare a tale situazione, la Commissione propone quindi di introdurre un modello di disciplina che consenta agli azionisti, debitamente informati, di esprimersi *ex ante* sulla politica di remunerazione ed *ex post* sulla relazione avente ad oggetto le relative retribuzioni corrisposta in applicazione della politica precedentemente approvata ⁽⁸⁹⁾.

In tal senso, la proposta di Direttiva, attraverso l'art. 9 *bis* modifica la Direttiva 2007/36/CE (c.d. direttiva azionisti), prescrivendo agli Stati membri l'obbligo di garantire agli azionisti l'esercizio del “*diritto di voto sulla politica retributiva degli amministratori*” e subordinando il pagamento della retribuzione all'approvazione degli azionisti della politica retributiva, con voto vincolante ⁽⁹⁰⁾, almeno ogni tre anni ⁽⁹¹⁾. Mentre, con l'art. 9 *ter* richiede agli

Diritto Commerciale”, sul tema “L'influenza del diritto europeo sul diritto commerciale italiano: valori, principi, interessi”, tenutosi a Roma il 26-27 febbraio 2016, pp. 4 s.

⁽⁸⁹⁾ Sul punto si v. anche il *Commission Staff Working Document Impact Assessment*, che accompagna la proposta di modifica di Direttiva, dove si evidenzia che “*The vote on the remuneration policy would ensure that shareholders can have a real influence on shaping important aspects of this policy, while the vote on remuneration report allows them to control the execution thereof*”(p. 59).

⁽⁹⁰⁾ BRUNO-BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedure, risultati, prospettive*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 1299; CODAZZI, *Gli azionisti e la società nel modello europeo di cd. “say on pay”: alcuni spunti di riflessione alla luce dell'art. 123-ter, comma 6, TUF*, cit., p. 5, la quale correttamente osserva che la vincolatività del voto appare “*avallata anche dal recente emendamento apportato alla norma dal Parlamento europeo, che, pur facendo salva la possibilità per gli Stati di optare per il voto consultivo, prevede in prima battuta che le società “elaborino una politica retributiva degli amministratori e la sottopongano alla votazione vincolante dell'assemblea degli azionisti” ovvero che possano retribuire i propri amministratori “solo secondo la politica retributiva votata dall'assemblea degli azionisti*”.

⁽⁹¹⁾ Al comma 1 dell'art. 9 *bis* si precisa che “*In caso di assunzione di nuovi amministratori, le*

Stati membri di assicurare che le società redigano “una relazione sulle retribuzioni, chiara e comprensibile, che fornisca un quadro completo della remunerazione, compresi tutti i benefici in qualsiasi forma, concessa ai singoli amministratori [...]”, sulla quale dovrà essere garantito il diritto di voto, seppur non vincolante ⁽⁹²⁾, degli azionisti in occasione dell’assemblea annuale. Alla luce della ricostruzione storica della copiosa disciplina di cui sopra, si può affermare che in Europa si è assistito, in nemmeno tre lustri, a un cambiamento radicale dell’approccio del legislatore alla materia della remunerazione degli *executives*, iniziato come intervento circoscritto alla *disclosure* e terminato con intrusioni nella struttura stessa delle politiche retributive. Un approccio che, mediante i richiami continui agli obiettivi di medio-lungo periodo e alla necessità di valutazione dei risultati raggiunti in base a parametri anche diversi da quelli finanziari e quantitativi, fornisce una nuova interpretazione del modo con cui gli amministratori sono tenuti a promuovere l’interesse degli azionisti, coincidente con il criterio dell’*Enlightened Shareholder Value* (ESV) ⁽⁹³⁾.

società possono decidere di versare a un singolo amministratore una remunerazione che non rientra nella politica approvata, previa approvazione del pacchetto retributivo del singolo amministratore da parte degli azionisti sulla base delle informazioni sugli aspetti di cui al paragrafo 3. La remunerazione può essere accordata a titolo provvisorio, in attesa dell’approvazione da parte dagli azionisti” (p. 23).

⁽⁹²⁾ La non vincolatività del voto emerge dal fatto che, in caso di mancata approvazione la società sarà tenuta a spiegare nella relazione successiva “*se e come ha tenuto conto del voto degli azionisti*”. Ciò, peraltro, trova conferma anche nel testo emendato dal Parlamento Europeo, nel quale al considerando n. 17 viene precisato che “*Per garantire l’applicazione della politica retributiva approvata, agli azionisti dovrebbe essere concesso il diritto di esprimere un voto di natura consultiva sulla relazione sulle retribuzioni della società. Onde garantire la responsabilità degli amministratori, la relazione sulle retribuzioni dovrebbe essere chiara e comprensibile e dovrebbe fornire un quadro completo della remunerazione corrisposta ai singoli amministratori nel corso dell’ultimo esercizio finanziario. Se gli azionisti votano contro la relazione, ove necessario, la società dovrebbe avviare un dialogo con gli azionisti al fine di individuare le ragioni di tale decisione avversa. La società dovrebbe spiegare, nella relazione successiva, in che modo ha tenuto conto del voto degli azionisti. [Em. 31]*”.

⁽⁹³⁾ Per approfondimenti si v. MILLON D., *Enlightened Shareholder Value, Social Responsibility, and the Redefinition of Corporate Purpose Without Law*, (June 16, 2010), in *Washington & Lee Legal Studies Paper* No. 2010-11, consultabile all’indirizzo www.ssrn.com; LIBERTINI, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale dell’impresa*, in rivista telematica dell’Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale, 30 novembre 2013, consultabile all’indirizzo www.rivistaodc.eu.

CAPITOLO 3

LA DISCIPLINA SULLA REMUENRAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI E DEI MANAGER AZIENDALI DELLE SOCIETÀ QUOTATE ITALIANE

SOMMARIO: 3.1. *Il quadro normativo tra codice civile e T.u.f.* – 3.1.1. *La disciplina generale del codice civile.* – 3.2. *L'articolata disciplina delle società quotate.* – 3.2.1 *Il regolamento "Parti Correlate".* – 3.2.2. *L'art. 114-bis T.u.f.: i piani di compensi basati su strumenti finanziari* – 3.2.3. *L'art. 123-ter T.u.f.* – 3.2.3. *L'art. 84-quater e l'allegato n. 3A, schema 7-bis del Regolamento Emittenti* – 3.2.5. *La disciplina sugli amministratori nel codice di autodisciplina* – 3.2.6. *Le speciali discipline sulla remunerazione nel settore bancario, assicurativo e pubblico* – 3.2.6.1. *La rigida disciplina del settore bancario* – 3.2.6.2. *Il settore assicurativo* – 3.2.6.3. *Le società quotate a partecipazione pubblica*

3.1. Il quadro normativo tra codice civile e T.u.f.

3.1.1. La disciplina generale del codice civile.

Nell'affrontare il tema delle remunerazioni degli *executive* nell'ordinamento italiano è necessario innanzitutto partire dalla disciplina codicistica che ripartisce la relativa competenza tra assemblea e organo di amministrazione⁽⁹⁴⁾.

Il codice civile, nel sistema di amministrazione e controllo "tradizionale", stabilisce da un lato che il compenso degli amministratori è determinato dall'assemblea, salvo sia già stabilito dallo statuto (art. 2364, comma 1, n. 3, c.c.) o all'atto di nomina (art. 2389, comma 1, c.c.), e dall'altro lato che la remunerazione degli amministratori "*investiti di particolari cariche*" è stabilita dal consiglio di amministrazione, sentito il parere del collegio sindacale,

(⁹⁴) BRUONO-BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedure risultati, prospettive*, in *Riv. soc.*, 2014, pp. 1269 s.; ANGELICI, *La società per azioni. I principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, 2012, p. 395 e nt. 108, il quale osserva che questa distribuzione di competenze, e quindi l'attribuzione al consiglio di amministrazione della decisione sui compensi degli amministratori più direttamente coinvolti nella gestione, rappresenterebbe un ulteriore distacco degli azionisti rispetto alla gestione.

lasciando tuttavia all'assemblea dei soci, in presenza di un'apposita clausola statutaria in tal senso, la possibilità di determinare “*un importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori, inclusi quelli investiti di particolari cariche*”⁽⁹⁵⁾ (art. 2389, comma 3, c.c.)⁽⁹⁶⁾.

Si evidenzia che la diversità terminologica che l'art. 2389 c.c. introduce fra compenso, remunerazione e rimunerazione, secondo l'orientamento prevalente in dottrina, non ha alcun significato operativo, ma solo funzione descrittiva⁽⁹⁷⁾.

In particolare, il primo comma dell'art. 2389 c.c. regola la competenza generale in ordine alla determinazione dei compensi dei membri del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo, attribuendola in via esclusiva

⁽⁹⁵⁾ Il legislatore nel 2003 con tale inciso ha volutamente “*introdotto un correttivo alla perdita di potere degli azionisti*” con riguardo all'entità della retribuzione aggiuntiva destinata agli amministratori investiti di particolari cariche e incarichi endoconsiliari. Conf. GIANNELLI, sub art. 2389 c.c., in Abbadessa – Portale (diretto da), *Le Società per azioni*, Tomo I, Milano, Giuffrè, 2016, p. 1317, il quale peraltro ritiene che in caso di fissazione di un *plafond* il collegio sindacale non sarebbe più chiamato a rendere il parere interno sull'attribuzione delle somme. Conf. BONAFINI, *Compensi degli amministratori*, in *Amministratori* a cura di Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, Egea, 2005, p. 356.

Si osserva che la fissazione da parte dell'assemblea di un importo massimo onnicomprensivo per la remunerazione di tutti gli amministratori non incide sul ruolo del ruolo del comitato remunerazioni (c.d. ComRe), che dovrà svolgere la propria funzione relativamente alla ripartizione del *budget* tra i membri del consiglio di amministrazione, in considerazione delle specifiche cariche assunte e degli incarichi svolti da ciascun membro. Cfr. PISANI MASSAMORMILE, Sub art. 2389 c.c., in *Delle Società. Dell'azienda. Della concorrenza* a cura di Santosuosso, in *Commentario del codice civile* diretto da Gabrielli, Milanofiori-Assago, Utet, 2015, pp. 310.

⁽⁹⁶⁾ Si v. CAMPOBASSO G.F., *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, Milanofiori Assago, Utet, 2015, pp. 365 ss.; GIANNELLI, sub art. 2389 c.c., cit., pp. 1311 ss.; DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, Milano, Cedam, 2011, pp. 81 ss.; BONAFINI, *Compensi degli amministratori*, in *Amministratori* a cura di Ghezzi, cit., pp. 351 ss.; FRANZONI M., *Delle società per azioni*, in *Commentario Sialoja-Branca*, 2008, pp. 339 ss.; VELLA – BOSI, *Diritto ed economia delle società*, Bologna, Il Mulino, 2015, p. 190.

⁽⁹⁷⁾ BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2005, pp. 183 ss., la quale svolge un'ampia ricostruzione del problema; PISANI MASSAMORMILE, *Uno sguardo (appena un po' indiscreto) sui pagamenti, diversi da quelli di cui parla l'art. 2389 c.c., della s.p.a. in favore dei propri amministratori, della s.p.a. in favore dei propri amministratori*, in *RDS*, 2010, p. 567.

all'assemblea dei soci quali portatori del *residual claim* ⁽⁹⁸⁾, a prescindere dal fatto che la designazione degli amministratori spetti ad altri soggetti ⁽⁹⁹⁾.

La *ratio* della previsione risiede nella volontà del legislatore di coinvolgere i soci in uno dei più delicati profili del governo societario, tenuto conto del congenito potenziale conflitto d'interessi che accompagna ogni decisione degli amministratori sulla loro retribuzione ⁽¹⁰⁰⁾.

Tale competenza, come evidenziato da autorevole dottrina ⁽¹⁰¹⁾, può essere esercitata dall'assemblea in ogni momento della vita sociale, come emergerebbe *a contrario* dalle previsioni in tema di compensi dei sindaci e dei revisori legali dei conti di cui agli artt. 2402 c.c. e 13, comma 1, del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39.

Il compenso di cui al primo comma dell'art. 2389 c.c. rappresenta la remunerazione "base" spettante a tutti gli amministratori in forza del rapporto

⁽⁹⁸⁾ DE CRESCIENZO, *Gli amministratori nel sistema tradizionale*, in *Le nuove s.p.a.* diretta da Cagnasso-Panzani, Bologna, Zanichelli, 2010, p. 769; PISANI MASSAMORMILE, *Sub art. 2389 c.c.*, cit., pp. 265 ss.; DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., p. 83.

Si evidenzia che l'esclusività della competenza assembleare per la determinazione del compenso degli amministratori era già espressamente sancita nel Codice di Commercio del 1882 all'art. 154, co. 2, n. 4), che rappresentava l'unica previsione in materia.

⁽⁹⁹⁾ Ci si riferisce all'ipotesi della cooptazione da parte degli altri membri del *board ex art. 2386*, co. 1, c.c. e alle fattispecie di cui agli artt. 2351, co. 5, e 2449, co. 1, c.c., che prevedono specifici casi di nomina extrassembleare degli amministratori rispettivamente da parte dei portatori di strumenti finanziari oppure, nelle società partecipate, da parte dello Stato o altri enti pubblici. Conf. DE SANTIS, *op.cit.*, pp. 83 s.; CAPIELLO, *La remunerazione degli amministratori, incentivi azionari e creazione di valore*, Milano, Giuffrè, 2005, p. 151; BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., p. 106, che parla di competenza assembleare inderogabile; Ante riforma del 2003 si v. FRANZONI, *Le società. Gli amministratori e i sindaci*, Torino, Utet, 2002, p. 85.

rt. 2389 c.c., in *Delle Società. Dell'azienda. Della concorrenza* a cura di Santosuosso, in

⁽¹⁰⁰⁾ In tal senso si v. BONAFINI, *Compensi degli amministratori*, cit., p. 353, la quale ritiene rinvenibile la *ratio* della competenza assembleare "nella volontà di evitare che gli amministratori divengano giudici in causa propria, finendo per autoliquidarsi il compenso in condizioni di palese conflittualità"; DE SANTIS, *op.cit.*, p. 82, il quale osserva che la *ratio* di tale previsione consiste "nella volontà del legislatore di non affidare la determinazione del compenso degli amministratori ai soggetti interessati che rischierebbero di non essere imparziali danneggiano gli interessi della società"; conf. AMATUCCI, voce Amministrazione e controllo delle società per azioni, in *Enciclopedia del diritto*, Varese, Giuffrè, 2011, p. 6; BONELLI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1985, p. 146.

⁽¹⁰¹⁾ Entrambe le disposizioni, infatti, al fine di salvaguardare l'indipendenza dei sindaci e del revisore legale dei conti, impongono espressamente la determinazione del corrispettivo direttamente al momento del conferimento dell'incarico. Al contrario, il compenso degli amministratori può essere determinato al momento della nomina, nel corso dell'esercizio della carica oppure al termine della stessa. In tal senso si v. DE SANTIS, *op.cit.*, pp. 84 s. e nota 10.

organico e indipendentemente da ulteriori cariche o incarichi all'interno del consiglio di amministrazione ⁽¹⁰²⁾.

Più in particolare, l'attribuzione di tale corrispettivo agli amministratori trova giustificazione rispettivamente, nel caso in cui non siano presenti organi delegati, nell'esercizio dei poteri gestori su di loro incumbenti per l'attuazione dell'oggetto sociale *ex art. 2380-bis c.c.*, ovvero, se presenti organi delegati nel consiglio, nell'esercizio dei compiti attribuiti indefettibilmente e inderogabilmente al *board* nel *plenum ex art. 2381*, commi 3 e 4, c.c., nonché nell'obbligo di agire informati *ex art. 2381*, comma 6, c.c. ⁽¹⁰³⁾.

Si deve aggiungere che, ai sensi dell'art. 2389, commi 1 e 2, c.c., il compenso "base" può essere costituito sia da una retribuzione fissa e predeterminata *ex ante*, sia da una partecipazione agli utili ⁽¹⁰⁴⁾, sia dall'attribuzione del diritto di sottoscrivere a prezzo predeterminato azioni di futura emissione (c.d. *stock option*), oppure da una loro combinazione in diversa misura ⁽¹⁰⁵⁾.

Il compenso "base" non è l'unica forma di emolumento che può essere elargito dalla società agli amministratori, essendo identificabili altre tre forme di corrispettivo, che rappresentano un *quid* ulteriore per il lavoro svolto e sono in

⁽¹⁰²⁾ PISANI MASSAMORMILE, *Uno sguardo (appena un po' indiscreto) sui pagamenti, diversi da quelli di cui parla l'art. 2389 c.c.*, cit., p. 569; ID., *Sub art. 2389 c.c.*, cit., p. 283; GIANNELLI, *sub art. 2389 c.c.*, cit., p. 1314 s.; CAMPOBASSO G.F., *op.cit.*, p. 366.

⁽¹⁰³⁾ Sul punto si v. PISANI MASSAMORMILE, *Sub art. 2389 c.c.*, cit., p. 283, il quale evidenzia che la remunerazione non sarà normalmente un'entità identica per tutti coloro che siano investiti di particolari cariche, ma diversificata a seconda della carica, della relativa difficoltà, del valore e dell'utilità che comporta.

⁽¹⁰⁴⁾ BENASSI, *Sub art. 2389 c.c.*, in Maffei Alberti, *Commentario breve al diritto delle società*³, Vicenza, Cedam, 2015, p. 689, il quale evidenzia come in tal caso il compenso base diventa in tutto o in parte aleatorio.

Si evidenzia che "il compenso degli amministratori con «partecipazioni agli utili» va inderogabilmente calcolarsi «sugli utili netti risultanti dal bilancio, fatta deduzione della quota di riserva legale», costituendo una spesa da cui gli utili vanno depurati prima di essere distribuiti come dividendi sulle azioni ai soci (sul punto si v. Cass., Sez. I, 16 ottobre 2013, n. 23541, in *Foro it.*, 2014, I pp. 1887 ss.). Pertanto, secondo il Trib. di Milano, 17 settembre 1987, in *Giur. comm.*, 1987, II, pp. 797 ss., contrasterebbe con il principio inderogabile stabilito nell'art. 2430 c.c. la fissazione di un compenso agli amministratori stessi riferito al fatturato dell'esercizio della società.

⁽¹⁰⁵⁾ DE CRESCIENZO, *Gli amministratori nel sistema tradizionale*, cit., p. 769, il quale evidenzia che "la retribuzione degli amministratori in tutto o in parte può essere determinata in vari modi e può essere variamente composta"; BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., pp. 371 ss., la quale evidenzia la natura solo esemplificativa del comma 2 dell'art. 2389 c.c.

particolare: la remunerazione per “particolari cariche”, il corrispettivo per “incarichi particolari interni” e quello per “incarichi esterni”⁽¹⁰⁶⁾.

Nello specifico, per quanto concerne la determinazione della “*remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche in conformità allo statuto*”, il legislatore, ai sensi del terzo comma dell’art. 2389 c.c., ha affiancato alla competenza generale dell’assemblea una competenza speciale in materia di remunerazione del consiglio di amministrazione, seppur con la supervisione del consiglio sindacale.

Il parere del collegio sindacale, anche se negativo, resta però circoscritto alla dialettica interna tra organi societari, non essendo i soci legittimati ai sensi dell’art. 2422 c.c. ad esaminare i libri delle adunanze del consiglio di amministrazione né del collegio sindacale, dai quali potrebbe prendersi cognizione del relativo giudizio dell’organo di controllo⁽¹⁰⁷⁾.

Tra le “particolari cariche” cui fa riferimento la norma è sicuramente ricompresa quella dell’amministratore delegato, a cui sono attribuiti ampi e rilevanti compiti, oggi espressamente istituzionalizzati nel testo dell’art. 2381 c.c. Inoltre, secondo un diffuso orientamento dottrinale e giurisprudenziale, vi rientrerebbe anche la carica di presidente del consiglio di amministrazione – tenuto conto degli specifici compiti a lui attribuiti espressamente dall’art. 2381, comma 1, e implicitamente dall’art. 2375, comma 1, c.c., senza considerare l’importante ruolo di garanzia sui flussi informativi intraorganici e infraorganici a lui demandato dal Codice di autodisciplina di Borsa Italiana⁽¹⁰⁸⁾ – e quella di vice presidente del consiglio di amministrazione, nel caso in

⁽¹⁰⁶⁾ Per un’ampia disamina si v. PISANI MASSAMORMILE, *Uno sguardo (appena un po’ indiscreto) sui pagamenti, diversi da quelli di cui parla l’art. 2389 c.c., della s.p.a. in favore dei propri amministratori*, cit., pp. 567 ss.

⁽¹⁰⁷⁾ GIANNELLI, sub art. 2389 c.c., cit., p. 1317.

⁽¹⁰⁸⁾ Al riguardo, si richiamano i principi 1.C.5. e 1.C.6. del Codice di Autodisciplina che rimettono al presidente del consiglio di amministrazione la cura dei flussi informativi affinché gli amministratori ed i sindaci siano adeguatamente informati prima della discussione e deliberazione sulle materie iscritte all’ordine del giorno.

cui gli sia attribuito il ruolo di vicario e in considerazione della costanza o saltuarietà con cui dovrà svolgere i compiti spettanti al presidente ⁽¹⁰⁹⁾.

Si tratta in altre parole di figure che trovano stabile sistemazione all'interno dell'organizzazione del consiglio di amministrazione e riconoscimento all'esterno della società, i cui compiti sono disciplinati direttamente dalla legge e solo eventualmente integrati dall'autonomia statutaria e dalla volontà consiliare e assembleare.

Altra forma di emolumento, che non risulta esplicitamente prevista dalla legge, ma che si aggiunge al compenso "base", è il corrispettivo per i "particolari incarichi" endoconsiliari (Comitato nomine, Comitato controllo rischi, Comitato per la remunerazione ecc...). Si tratta di compiti aggiuntivi affidati solo ad alcuni dei componenti del consiglio di amministrazione, distinti da quelli tipicamente affidati agli organi delegati e caratterizzati da una forte specializzazione. Essi dipendono dalle dimensioni della società e dalle caratteristiche dell'attività svolta, e trovano la propria fonte principalmente nelle discipline speciali di settore e nel Codice di autodisciplina di Borsa Italiana.

Secondo autorevole dottrina, essendo l'affidamento dei "particolari incarichi" un atto interno al consiglio di amministrazione, la disciplina di cui all'art. 2389, comma 3, c.c., in forza di un'interpretazione estensiva, troverebbe applicazione anche per tali corrispettivi, in quanto si tratta comunque di incarichi diversi da quelli richiesti ad altri componenti dell'organo di gestione, che però non esulano dalle funzioni e dai compiti dell'organo gestorio ⁽¹¹⁰⁾.

⁽¹⁰⁹⁾ Per l'ammissione del vice presidente tra le "particolari cariche" si v. BIANCHI, *Gli amministratori di società di capitali*, Padova, Cedam, 2006, p. 165, il quale richiama anche la figura del direttore generale; BONELLI, *Gli amministratori di società per azioni*, cit., p. 140; ID., *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma*, Milano, Giuffrè, 2004, p. 140; FRANZONI, *Le società. Gli amministratori e i sindaci*, cit., p. 71; PISANI MASSAMORMILE, *Sub art. 2389 c.c.*, cit., p. 290; *contra* BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., pp. 133 ss.

⁽¹¹⁰⁾ Per ulteriori approfondimenti sul punto si v. PISANI MASSAMORMILE, *Uno sguardo (appena un po' indiscreto) sui pagamenti, diversi da quelli di cui parla l'art. 2389 c.c., della s.p.a. in favore dei propri amministratori*, cit., p. 576, il quale ritiene che l'importo massimo che l'assemblea può fissare ai sensi del terzo comma dell'art. 2389 c.c. in favore del consiglio

Nel caso in cui sia adottato il sistema di amministrazione e controllo monistico, nonostante il richiamo espresso all'art. 2389 c.c. operato dall'art. 2409-*noviesdecies* c.c., si ritiene che la norma non possa trovare completa applicazione ⁽¹¹¹⁾, alla luce delle peculiarità che caratterizzano questo modello da quello tradizionale.

Infatti, mentre non sussiste alcun dubbio sull'integrale applicabilità della disciplina richiamata ai membri del consiglio di amministrazione, un problema si pone in merito all'identificazione del soggetto competente a stabilire i compensi dei componenti del comitato per il controllo sulla gestione ⁽¹¹²⁾.

Al riguardo, infatti, parte della dottrina ha ritenuto applicabile l'art. 2389, comma 3, c.c. laddove prevede che il consiglio di amministrazione può stabilire il compenso degli amministratori "*investiti di particolari cariche*", essendo gli stessi membri peraltro nominati – salvo diversa disposizione statutaria – dal medesimo consiglio di amministrazione *ex art. 2409-octiesdecies*, comma 1, c.c. ⁽¹¹³⁾.

Tale interpretazione, però, contrasta con il tenore letterale sia dell'art. 2409-*octiesdecies*, comma 2, c.c., che, nel definire la composizione del comitato, vieta espressamente che ne facciano parte amministratori con "*deleghe o particolari cariche*" ⁽¹¹⁴⁾, sia dell'art. 2409-*septiesdecies*, comma 2, c.c., che

di amministrazione nel suo complesso può estendersi e ricomprendere anche il corrispettivo dei consiglieri a cui sono stati attribuiti "incarichi particolari".

⁽¹¹¹⁾ CAMPOBASSO G.F., *op.cit.*, p. 365 s.; PISANI MASSAMORMILE, *Sub art. 2389 c.c.*, cit., p. 310.

⁽¹¹²⁾ DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., p. 167.

⁽¹¹³⁾ GUACCERO, *Sub artt. 2409-octies/2409-quinduesdecies c.c.*, in Niccolini – Stagno D'Alcontres (a cura di), *Società di capitali. Il nuovo ordinamento aggiornato al d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37*, Napoli, Jovene, 2004, p. 918; SALINAS, *sub art. 2409-octiesdecies c.c.*, in Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti (a cura di), *Il nuovo diritto societario. Commentario*, Bologna, Zanichelli, 2004, p. 1241; BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, cit., p. 135.

⁽¹¹⁴⁾ L'assimilazione tra l'incarico di membro del comitato per il controllo sulla gestione e la "particolare carica" va esclusa tenuto anche conto che la nomina dei membri del comitato non dipende da una decisione discrezionale dell'organo di amministrazione in base a una previsione statutaria, ma dalla legge stessa, che impone obbligatoriamente la costituzione del comitato per il controllo sulla gestione.

richiede ai membri del comitato di controllo sulla gestione il possesso dei requisiti d'indipendenza previsto per i sindaci *ex art. 2399*, comma 1, c.c. ⁽¹¹⁵⁾. Altra parte della dottrina, quindi, ritiene che la competenza spetti all'assemblea dei soci, analogamente a quanto previsto dall'art. 2402 c.c. per il collegio sindacale, in forza dell'art. 223-*septies* disp. att. c.c. ⁽¹¹⁶⁾, che ritiene applicabile ai componenti del comitato per il controllo sulla gestione le norme sul collegio sindacale "*in quanto compatibili*", in quanto eviterebbe di esporre i relativi membri a possibili condizionamenti da parte del consiglio di amministrazione ⁽¹¹⁷⁾.

Tuttavia, appare preferibile il diverso orientamento che attribuisce la relativa competenza all'assemblea dei soci in forza della disposizione di cui all'art. 2389, comma 1, c.c. ⁽¹¹⁸⁾, in quanto la richiamata disciplina del collegio

⁽¹¹⁵⁾ GIANNELLI, sub art. 2389 c.c., cit., p. 1317, il quale evidenzia delle criticità "*allorché il parere dovrebbe essere reso dal comitato interno per il controllo sulla gestione e dunque da componenti effettivi dell'organo di amministrazione, la cui indipendenza dovrebbe comunque essere (se non assicurata quantomeno) favorita, sia dall'impossibilità, per questi ultimi, di essere destinatari di deleghe gestorie ai sensi dell'art. 2409 octiesdecies co. 2 c.c. che al possesso dei requisiti di indipendenza previsti per i sindaci ex art. 2399 co. 1 c.c., secondo il richiamo operato dall'art. 2409 septiesdecies, co. 2, c.c.*".

⁽¹¹⁶⁾ L'art. 223-*septies* disp. att. c.c. prevede che "*Se non diversamente disposto, le norme del codice civile che fanno riferimento agli amministratori e ai sindaci trovano applicazione, in quanto compatibili, anche ai componenti del consiglio di gestione e del consiglio di sorveglianza, per le società che abbiano adottato il sistema dualistico, e ai componenti del consiglio di amministrazione e ai componenti del comitato per il controllo sulla gestione, per le società che abbiano adottato il sistema monistico. Ogni riferimento al collegio sindacale o ai sindaci presente nelle leggi speciali è da intendersi effettuato anche al consiglio di sorveglianza e al comitato per il controllo sulla gestione o ai loro componenti, ove compatibile con le specificità di tali organi*".

⁽¹¹⁷⁾ RIOLFO, *Il sistema dualistico*, Padova, Cedam, 2013, pp. 282 ss.; CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori, "Incentivi azionari" e creazione di valore*, cit., p. 180 ss.; FONDAZIONE ARISTEIA, *Il Sistema di amministrazione e controllo monistico*, documento n. 67, 2006, p. 18, consultabile all'indirizzo <http://www.fondazione nazionale commercialisti.it/system/files/imce/aree-tematiche/ari/docari67.pdf>; MAGNANI, sub art. 2409-octiesdecies c.c., in Maffei Alberti, *Commentario breve al diritto delle società*, cit., p. 941; CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori, "Incentivi azionari" e creazione di valore*, cit., p. 181.

Si ritiene che la quantificazione del compenso spettante ai membri del comitato sia liberamente pattuibile tra le parti in base alla complessità dell'incarico.

⁽¹¹⁸⁾ DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., pp. 170-171; cfr. BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., 2005, pp. 157 s.; CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori, "Incentivi azionari" e creazione di valore*, cit., pp. 181 s., il quale propende per la soluzione della competenza assembleare, in quanto la competenza consiliare frustrerebbe il requisito dell'indipendenza dei componenti del comitato per il controllo sulla gestione.

sindacale *ex art. 223-septies disp. att. c.c.* contrasterebbe con l'articolato sistema di rinvii puntuali operato dall'ultimo comma dell'art. 2409-*octiesdecies c.c.* ⁽¹¹⁹⁾.

Con riferimento al sistema di amministrazione e controllo dualistico l'unica disposizione concernente il trattamento economico dei consiglieri di gestione è contenuta nella scarsa previsione dell'art. 2409-*terdecies*, comma 1, lett. a), c.c., che si limita ad attribuire al consiglio di sorveglianza il potere di determinare il compenso dei componenti del consiglio di gestione, salvo che la relativa competenza non sia attribuita statutariamente all'assemblea ⁽¹²⁰⁾.

Inspiegabilmente il legislatore non ha richiamato l'art. 2389 c.c., suscitando in dottrina un ampio dibattito, viste le conseguenze che potrebbero derivare dal silenzio sia sotto il profilo delle tecniche di remunerazione dei componenti del consiglio di gestione (ad es. mediante *stock option* o partecipazione agli utili), sia in merito alla competenza sull'assunzione della decisione ⁽¹²¹⁾.

⁽¹¹⁹⁾ NUZZO, *Le ragioni dei nuovi sistemi di amministrazione e controllo della società per azioni*, in Panzironi (a cura di), *Riforma delle società in Italia: interventi e discussioni*, Roma, Luiss University Press, 2004, p. 109, che propone un'interpretazione restrittiva dell'art. 223-*septies disp. att. c.c.*, onde evitare un appiattimento ingiustificato dei tre sistemi di amministrazione e controllo. Cfr. CALANDRA BUONAURA, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 548, il quale sottolinea che in presenza di rinvii puntuali non può trovare applicazione l'art. 223-*septies disp. att. c.c.*, come nel caso dell'art. 2406 c.c.

⁽¹²⁰⁾ La norma sostanzialmente ribadisce il principio che il soggetto che provvede alla nomina è anche competente a stabilire il compenso. Sul punto si v. GHEZZI, *Commento all'art. 2409-undecies c.c.*, in *Amministratori* a cura di Ghezzi, in Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, Giuffrè-Egea, 2005, p. 68, il quale rileva che la struttura proposta dal legislatore italiano sarebbe coerente con i modelli tedesco e francese, in quanto conferma l'idea di fondo della sostituzione dell'assemblea con il consiglio di sorveglianza relativamente a tutte le questioni attinenti alla gestione sociale. Per approfondimenti sul tema dei compensi nel sistema dualistico si v. RIOLFO, *Il sistema dualistico*, cit., pp. 282 ss.; CARIELLO, *Il sistema dualistico*, in Abriani – Cariello (a cura di), *Diritto dei sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, vol. 1, Torino, Giappichelli, 2012, pp. 301 ss.; CAPIELLO, *La remunerazione degli amministratori, "Incentivi azionari" e creazione di valore*, cit., p. 180 ss., il quale peraltro evidenzia che l'art. 2389, co. 3, primo periodo, c.c., non sarebbe applicabile al sistema dualistico; CODAZZI, *Gli azionisti e la società nel modello europeo di cd. "say on pay": alcuni spunti di riflessione alla luce dell'art. 123-ter, comma 6, TUF*, relazione al convegno annuale ODC sul tema "L'influenza del diritto europeo sul diritto commerciale italiano: valori, principi, interessi" tenutosi a Roma il 26-27 febbraio 2016, p. 6 nt. 20.

⁽¹²¹⁾ RIOLFO, *Il sistema dualistico*, cit., p. 283; DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., p. 173, il quale ritiene si tratti di una mera svista legislativa; PISANI MASSAMORMILE, *Sub art. 2389 c.c.*, cit., p. 310.

Secondo l'orientamento dominante in dottrina, la norma *de qua* è esegeticamente compatibile e applicabile al modello dualistico, alla luce sia del richiamo alla disciplina degli amministratori operato dall'art. 2380, comma 2, c.c. ⁽¹²²⁾, sia del meccanismo introdotto dall'art. 223-*septies*, comma 1, disp. att. c.c. – sopra richiamato con riferimento a sistema monistico – , che sarebbe perfettamente compatibile stante la coincidenza di prerogative e poteri tra componenti del consiglio di amministrazione del sistema tradizionale e del consiglio di gestione ⁽¹²³⁾.

Tuttavia, l'applicazione dell'art. 2389 c.c. non potrà essere integrale, ma necessiterà di aggiustamenti in considerazione delle specifiche caratteristiche del modello dualistico.

Ad esempio, stante l'impossibilità nel sistema dualistico di deleghe di funzioni ad un comitato esecutivo, tutti i riferimenti contenuti nel primo comma della norma richiamata non potranno trovare alcuna applicazione ⁽¹²⁴⁾.

Per quanto invece concerne i compensi basati in tutto o in parte sulla partecipazione agli utili, nonostante la competenza concorrente tra l'organo di sorveglianza – chiamato a determinare il compenso dei membri del consiglio di gestione – e dell'assemblea – chiamata a stabilire la distribuzione dell'utile realizzato – , la relativa decisione spetterà non all'assemblea dei soci, ma al

⁽¹²²⁾ Il comma 2 dell'art. 2380 c.c. prevede che “*Salvo che sia diversamente stabilito, le disposizioni che fanno riferimento agli amministratori si applicano a seconda dei casi al consiglio di amministrazione o al consiglio di gestione*”.

⁽¹²³⁾ CARIELLO, *Il sistema dualistico*, cit., p. 304, il quale prospetta un recupero parziale del comma 2 e del comma 3, secondo periodo, dell'art. 2389 c.c.; PISANI MASSAMORMILE, *Sub art. 2389 c.c.*, cit., pp. 294 ss., osserva che, “*laddove l'art. 2409 undecies c.c. omette tale richiamo per il dualistico: ciò tuttavia non esclude che singole disposizioni dell'art. 2389 possano risultare [...] applicabili (o analogicamente o per scelta statutaria)*” e richiama ad esempio i metodi di remunerazione di cui all'art. 2389, co. 2, c.c.; PROVIDENTI, *sub art. 2409-terdecies c.c.*, in Lo Cascio (a cura di), *La riforma del diritto societario*, 5, Società per azioni, Milano, Giuffrè 2003, p. 376; GUACCERO, *sub artt. 2409-octies/2409-quindiesdecies c.c.*, cit., p. 872; DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., pp. 173 ss., che propende per un rinvio nei limiti della “compatibilità”.

⁽¹²⁴⁾ BREIDA, *sub art. 2409-terdecies c.c.*, in Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti (a cura di), *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, Bologna, Zanichelli, 2009, p. 1123; BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., p. 197; RIOLFO, *Il sistema dualistico*, cit., p. 287.

consiglio di sorveglianza in piena autonomia, essendo nel sistema dualistico la competenza dell'assemblea limitata alla distribuzione degli utili residui ⁽¹²⁵⁾. Con riferimento, poi, alla disposizione contenuta nel comma 3 dell'art. 2389 c.c., che attribuisce al consiglio di amministrazione la competenza a determinare la remunerazione aggiuntiva degli amministratori investiti di particolari incarichi, la medesima norma non potrà essere riferita al consiglio di gestione, non sussistendo le ragioni che giustificano nel sistema tradizionale la ripartizione di competenze tra assemblea e consiglio di amministrazione ⁽¹²⁶⁾. Tale interpretazione, peraltro, appare avvalorata dal tenore letterale dell'art. 123-ter, comma 2, t.u.f., che, pur attribuendo al consiglio di gestione una funzione propositiva, riserva la competenza ad approvare la relazione sulla remunerazione esclusivamente al consiglio di sorveglianza.

3.2. L'articolata disciplina delle società quotate

3.2.1. Il regolamento "Parti Correlate"

Nell'affrontare il quadro regolamentare della disciplina sulla remunerazione degli amministratori delle società quotate è necessario partire dalla circostanza che le relative determinazioni rientrano tra le operazioni con parti correlate più

⁽¹²⁵⁾ RIOLFO, *Il sistema dualistico*, cit., pp. 284-286, il quale sottolinea la maggiore autonomia del consiglio di sorveglianza del sistema dualistico richiamando da un lato l'art. 2409-terdecies, co. 1, lett. a) e b), c.c., che attribuisce all'organo di sorveglianza sia la decisione sui compensi dei componenti del consiglio di gestione, sia l'approvazione del bilancio di esercizio, e dall'altro lato, l'art. 2364-bis, co. 1, n. 4, c.c., che rimette solo la distribuzione degli utili (tra i soci) alla competenza dell'assemblea ordinaria; DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., pp. 175 s.; *Contra* BREIDA, *Il modello dualistico*, cit., p. 714, che rimette anche nel sistema dualistico la competenza all'assemblea; SARALE, *Il nuovo volto dell'assemblea sociale*, in AA.V.V., *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, Torino, Giappichelli, 2003, p. 45.

⁽¹²⁶⁾ Il consiglio di sorveglianza è dotato della competenza tecnica per stabilire la remunerazione anche dei componenti del consiglio di gestione a cui sono state attribuite specifiche deleghe. Conf. CAMPOBASSO G.F., *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, cit., p. 366 e nt. 31; SANTI, *Sub art. 2409-terdecies c.c.*, in Maffei Alberti, *Commentario breve al diritto delle società*, 2^a ed., Padova, Cedam, 2011, p. 842; PISANI MASSAMORMILE, *Sub art. 2389 c.c.*, cit., pp. 294 s. e 311 nt. 124, il quale evidenzia che mancando il collegio sindacale sarebbe difficile sostituire il parere di questo organo con quello del consiglio di sorveglianza; BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., pp. 192 ss.; *contra* RIOLFO, *Il sistema dualistico*, cit., p. 287; GUACCERO, *sub art. 2409-octies/2409-quinquiesdecies c.c.*, cit., p. 884

delicate ⁽¹²⁷⁾. Pertanto, alla disciplina codicistica di cui *supra* si affianca la disciplina regolamentare sulle operazioni con parti correlate, di cui al Regolamento adottato con delibera Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 e successivamente modificato con delibera 17389 del 23 giugno 2010, introdotta con il precipuo scopo di assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle decisioni consiliari particolarmente pericolose per l'interesse sociale ⁽¹²⁸⁾.

Il Regolamento "Parti Correlate", infatti, definisce all'Allegato 1 come "*parti correlate*" alla società i "*dirigenti con responsabilità strategiche della società o della sua controllante*", e come "*operazioni con parti correlate*" qualunque trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni fra parti correlate, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo, compresa "*ogni decisione relativa all'assegnazione di remunerazioni e benefici economici, sotto qualsiasi forma, ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti con responsabilità strategiche*".

Tuttavia, la Consob, coerentemente con lo scopo della disciplina, in materia di remunerazioni, circoscrive l'ambito di applicazione del Regolamento ai soli casi in cui non vi sia un intervento direttamente da parte dell'assemblea dei soci, il quale elimina il pericolo del conflitto d'interessi attraverso una negoziazione corretta tra organi sociali (assemblea e amministratori) ⁽¹²⁹⁾. Infatti, con il primo comma dell'art. 13 del Regolamento esenta espressamente

⁽¹²⁷⁾ ENRIQUES L., *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, intervento all'evento organizzato presso il Dipartimento di Economia dell'Università di Trento il 3 novembre 2011, p. 17.

⁽¹²⁸⁾ Per approfondimenti si v. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, Milano, Giuffrè, 2016; CARRIELLO (a cura di), *Le operazioni con parti correlate*, Milano, Giuffrè, 2011, pp 31 ss.; DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., p. 175; ENRIQUES L., *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, cit., p. 17, il quale evidenzia che, di fatto, il regolamento OPC rinvia alla disciplina, all'epoca ancora in gestazione in seguito all'emanazione della seconda Raccomandazione 2009/385/CE, che sarebbe stata introdotta con lart. 123-ter t.u.f.

⁽¹²⁹⁾ SANTOSUOSSO, *I compensi dei componenti degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategica*, in *Le operazioni con parti correlate* a cura di Carriello, cit., pp. 36 s., il quale sottolinea come il ruolo degli azionisti in materia sia stato posto al centro dell'attenzione da parte di molti interventi riformatori e dai varie proposte di riforma oltralpe.

dall'ambito di applicazione della disciplina sia le deliberazioni assembleari sui compensi dei membri del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo adottate ai sensi dell'art. 2389, comma 1, c.c., sia le deliberazioni consiliari assunte in materia di remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche rientranti nell'importo complessivo preventivamente determinato dall'assemblea ai sensi dell'art. 2389, comma 3, c.c. ⁽¹³⁰⁾.

Di conseguenza, il perimetro della disciplina è circoscritto alle decisioni più rischiose sotto il profilo del conflitto d'interessi, identificate nelle delibere riguardanti *“i piani di compensi basati su strumenti finanziari”* approvati dall'assemblea ai sensi dell'articolo 114-bis t.u.f. e delle relative *“operazioni esecutive”* ⁽¹³¹⁾ e delle *“deliberazioni (consiliari) in materia di remunerazione degli amministratori e dei consiglieri investiti di particolari cariche nonché degli altri dirigenti con responsabilità strategiche”* ⁽¹³²⁾, per le quali è comunque ammessa la possibilità di esclusione facoltativa in tutto o in parte ai sensi dell'art. 13, comma 3, del Regolamento.

In particolare, con riferimento alle deliberazioni in materia di remunerazione degli amministratori e dei consiglieri investiti di particolari cariche, nonché degli altri dirigenti con responsabilità strategiche, la Consob ha condizionato la loro esclusione al ricorrere di un insieme cumulativo di presupposti. Nello specifico ha richiesto 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 al voto consultivo dell'assemblea una relazione che illustri la politica di remunerazione; *iv)* la remunerazione assegnata sia coerente con

⁽¹³⁰⁾ Si evidenzia che la norma, coerentemente, esclude dall'ambito di applicazione del Regolamento anche le “deliberazioni assembleari di cui all'art. 2402 c.c., relative ai compensi spettanti ai membri del collegio sindacale e del consiglio di sorveglianza”, e le “deliberazioni assembleari relative ai compensi spettanti ai membri del consiglio di gestione eventualmente assunte ai sensi dell'art. 2409-terdecies, co. 1, lett. a), c.c.”.

⁽¹³¹⁾ Unica ipotesi di esclusione facoltativa prevista nella prima bozza del Regolamento “Parti Correlate”.

⁽¹³²⁾ Ad analoga disciplina sono soggette le deliberazioni con cui il consiglio di sorveglianza determina il compenso dei consiglieri di gestione

tale politica.

Con tale previsione, anticipando l'intervento del legislatore ⁽¹³³⁾, la Consob si è sostanzialmente allineata con gli orientamenti in materia di remunerazione dei *top manager* delle società quotate che si erano affermati a livello comunitario attraverso le Raccomandazioni nn. 2004/913/CE e 2009/385/CE e con le previsioni contenute nel Codice di Autodisciplina, che aveva già recepito in parte le tendenze internazionali ⁽¹³⁴⁾.

La prima condizione prescritta dal Regolamento "Parti Correlate" ai fini dell'esenzione facoltativa appare particolarmente indicativa, in quanto evidenzia che la "*politica di remunerazione*", concetto ripreso anche nell'art. 123-ter t.u.f., come si vedrà nel prosieguo, non si riferisce a un singolo compenso né alla retribuzione complessiva, ma rappresenta qualcosa di più ampio ⁽¹³⁵⁾, che il legislatore non definisce espressamente.

Tuttavia, da un'analisi degli interventi sulla struttura del *pay package* e delle *best practice* suggerite dai consulenti esterni, si ritiene possibile definire la "*politica di remunerazione*" come quel documento programmatico dell'attribuzione dei compensi, opportunamente calibrato sul piano strategico e sul profilo di rischio dell'impresa, diretto alla creazione di valore aziendale nel medio-lungo periodo, attraverso il contemperamento degli interessi di tutte le parti in gioco (*manager, shareholder e stakeholder*) ⁽¹³⁶⁾. Si tratta, quindi, di un documento che coinvolge profili prettamente gestori, la cui predisposizione e decisione non può che essere rimessa alla competenza del consiglio di amministrazione *ex art. 2380-bis c.c.*, tenuto anche conto della complessità

⁽¹³³⁾ Il legislatore è intervenuto in materia con la l. 4 giugno 2010, n. 96 "Legge comunitaria 2009", con cui all'art. 24 dava espressamente delega al Governo per il recepimento delle Raccomandazione della Commissione europea 2004/913/CE e 2009/385/CE in materia di remunerazione degli amministratori delle società quotate.

⁽¹³⁴⁾ ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in *Le operazioni con parti correlate* a cura di Carriello, cit., p. 20; MICHIELI, *op.cit.*, p. 202.

⁽¹³⁵⁾ SANTOSUOSSO, *I compensi dei componenti degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategica*, cit., p. 42.

⁽¹³⁶⁾ BRUNO-BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedure, risultati, prospettive*, cit., pp. 1272 s., *che definiscono la prima parte della relazione come "prospettica", nel senso che illustra la politica che sarà poi attuata nel corso dell'esercizio successivo*".

inerente alla progettazione.

Si evidenzia, peraltro, che sotto il profilo funzionale, la “politica di remunerazione” svolge una duplice funzione: essa rappresenta un fattore di trasparenza, ma anche un indice di valutazione della ragionevolezza della remunerazione attribuita.

Altrettanto interessante è il secondo requisito, che richiede nella definizione della politica di remunerazione il coinvolgimento di un “*comitato costituito esclusivamente da amministratori o consiglieri non esecutivi in maggioranza indipendenti*” – figura che sarà oggetto di specifica analisi nel prosieguo del presente lavoro – , in tal modo valorizzando il ruolo degli amministratori indipendenti in ottica non solo di monitoraggio degli esecutivi, ma anche propositiva e collaborativa, ai fini dell’assunzione da parte del *board* di una decisione ragionevole su un tema così delicato.

La Consob, poi, recependo le indicazioni sul meccanismo di “*say-on-pay*” fornite dalle Raccomandazioni comunitarie in tema di remunerazione ⁽¹³⁷⁾, ha posto come terza condizione per l’esonero dalla disciplina delle operazioni con parti correlate, l’assoggettamento di una relazione illustrativa della politica di remunerazione “*all’approvazione o al voto consultivo dell’assemblea*”, in tal modo rafforzando il potere contrattuale degli azionisti mediante un loro coinvolgimento diretto nella procedura di determinazione dei compensi.

Tale previsione – che rimette all’autonomia statutaria il potere di decidere se i soci possano esprimere un voto consultivo, non vincolante, sulla relazione che illustra la politica di remunerazione, oppure se essi possono approvarla, esprimendo un voto vincolante per il consiglio – ha suscitato alcune critiche in dottrina, in quanto, la versione forte, è stata interpretata come un’attribuzione ai soci di un potere gestorio non riconosciuto dall’ordinamento, nemmeno ai

⁽¹³⁷⁾ Suggerimento che peraltro era già stato fatto proprio dal Codice di Autodisciplina del 2010 con l’art. 7 che ammetteva il coinvolgimento dei soci nel procedimento di approvazione delle linee sulla remunerazione degli amministratori esecutivi e degli altri amministratori investiti di particolari cariche, nonché dei dirigenti con responsabilità strategiche.

sensi dell'art. 2389 c.c. ⁽¹³⁸⁾.

Autorevole dottrina, inoltre, ha sottolineato anche l'inadeguatezza del termine "approvazione" – il quale presuppone che la decisione assembleare abbia l'effetto di perfezionare in via definitiva il procedimento deliberativo, imputando la decisione alla società – in quanto l'ultima parola dovrebbe spettare sempre e comunque al consiglio di amministrazione alla luce del principio di piena competenza e responsabilità degli amministratori in materia di gestione ⁽¹³⁹⁾.

Tuttavia, entrambe le critiche non appaiono condivisibili, dal momento che il coinvolgimento dei soci nel procedimento deliberativo di approvazione delle politiche di remunerazione del consiglio di amministrazione, anche con valore vincolante, sembra in linea con il sistema di attribuzione di "competenze gestorie a geometria variabile" introdotto dalla riforma del diritto societario del 2003, in cui all'affidamento esclusivo di compiti di pura gestione imprenditoriale all'organo amministrativo farebbe da contraltare un meccanismo di attribuzione elastica a favore dell'assemblea delle potestà decisionarie su operazioni che impattano in misura rilevante anche sul piano organizzativo (tra cui può ricomprendersi la "politica di remunerazione"), fermo restando la responsabilità dell'organo amministrativo per gli atti compiuti ⁽¹⁴⁰⁾.

⁽¹³⁸⁾ In tal senso si v. MICHIELI, *op.cit.*, pp. 204 ss., la quale evidenzia che la concessione della Consob può trovare solo parziali margini di condivisione che investono per lo più la sottostante ratio di impedire in maniera tranciante l'insorgere di conflitti d'interessi degli amministratori.

⁽¹³⁹⁾ Si v. ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, cit., pp. 20 s., il quale sottolinea che lo statuto non può trasformare l'autorizzazione prevista dall'art. 2364, co. 1, n. 5, c.c. in approvazione e che, pertanto, indipendentemente dalla terminologia utilizzata dal Regolamento Consob, è sempre fatto salvo il potere dell'organo amministrativo di dire l'ultima parola.

⁽¹⁴⁰⁾ Per un approfondimento si v. CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il «sovrano» ha davvero abdicato?*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, pp. 133 ss., il quale, dopo un'attenta ricostruzione del quadro normativo, critica la netta ripartizione di competenze tra assemblea e organo amministrativo respingendo la tradizionale bipartizione fra atti di organizzazione della società e atti di gestione dell'impresa, in quanto esiste (seppure sfumata) una "zona grigia" di atti con duplice natura.

3.2.2. L'art. 114-bis t.u.f.: i piani di compensi basati su strumenti finanziari

Nell'affrontare il quadro regolamentare sulle remunerazioni degli *executives* delle società quotate, a livello di normativa primaria, è necessario rivolgere l'attenzione all'art. 114-bis t.u.f.

Come si è evidenziato nel paragrafo dedicato all'evoluzione della disciplina statunitense, l'attribuzione agli amministratori, a titolo di compenso, di azioni o altri strumenti finanziari è un fenomeno che ha trovato ampia diffusione inizialmente nella prassi statunitense, e che più di recente si è diffuso anche in Italia nella pratica delle società quotate, in assenza però di una specifica disciplina normativa⁽¹⁴¹⁾.

Il legislatore italiano, preso atto di questa prassi, con la riforma del diritto societario, ha introdotto al comma 2 dell'art. 2389 c.c. una scarna disciplina di carattere generale, diretta solo a confermare la liceità di tali tecniche di remunerazione, forse complice il fatto che il diritto comune già riconosceva all'assemblea alcune prerogative nel procedimento di attribuzione di *stock option* e *restricted stock*⁽¹⁴²⁾.

Tuttavia, nonostante il necessario ricorso a una delibera assembleare per l'attuazione dei piani di incentivazione basato su azioni, non era garantita agli azionisti una visione *ex ante* del complessivo pacchetto remuneratorio, in quanto il loro intervento era previsto solo *ex post* in sede di implementazione del piano già approvato dall'organo gestionale in condizione spesso di autoreferenzialità.

⁽¹⁴¹⁾ L'ampio uso di azioni o altri strumenti finanziari per remunerare gli amministratori, risponde alla duplice esigenza di incentivare la loro attività verso la creazione di valore per l'impresa e gli azionisti e favorire la loro fidelizzazione: PRESTIPINO, sub art. 114-bis t.u.f., in Vella (a cura di), *Commentario T.U.F.*, Torino, Giappichelli, 2012, p. 1169.

⁽¹⁴²⁾ Gli istituti societari generalmente utilizzati per la retribuzione mediante azioni e strumenti finanziari consistono: (i) nell'assegnazione gratuita di azioni ai dipendenti (art. 2349 c.c.); (ii) nell'aumento a pagamento del capitale sociale con limitazione o esclusione del diritto di opzione (art. 2441, commi 5 e 6, c.c.); (iii) nell'attribuzione gratuita a favore dei dipendenti delle società di azioni di nuova emissione (art. 2441, comma 8, c.c.); (iv) nella vendita o assegnazione gratuita di azioni proprie (artt. 2357 e 2357-ter c.c.). Per approfondimenti si v. POLI S., *I meccanismi societari di attuazione dei piani di stock option e stock grant*, in Ragalli (a cura di), *Stock option e incentivazione del management*, Milano, IlSole24Ore, 2003, pp. 179 ss.

Di conseguenza, complice da un lato i famosi scandali finanziari Enron, Worldcom, Global Crossing ecc... connessi all'utilizzo distorto dei piani di compenso a favore dei *manager* basati su *stock option* e, dall'altro lato, le sollecitazioni comunitarie contenute nell'art. 6 della Raccomandazione 2004/913/CE ⁽¹⁴³⁾, il legislatore italiano, con la l. 28 dicembre 2005, n. 262 (c.d. "legge per la tutela del risparmio"), ha introdotto nel testo unico della finanza l'art. 114-*bis* ⁽¹⁴⁴⁾.

In particolare, il dettato normativo della nuova disposizione, che trova applicazione solo per le società quotate ed 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 anche nel caso in cui gli stessi siano destinati ai consiglieri di amministrazione di altre società controllanti e controllate ⁽¹⁴⁵⁾.

Oggetto della disposizione sono i "piani di compensi *basati* su strumenti finanziari", ossia tutti i documenti normalmente elaborati dal consiglio di amministrazione nei quali sono indicate le diverse componenti della remunerazione degli amministratori e in particolare degli amministratori delegati ⁽¹⁴⁶⁾. Tale espressione è talmente ampia da rimettere oggi alla valutazione dell'assemblea anche i piani di compensi che non prevedono l'erogazione diretta di strumenti finanziari, ma che si concretizzano nel

⁽¹⁴³⁾ Si osserva che a sua volta la Commissione Europea aveva recepito le conclusioni dell'*High Level Group of Company Law Expert*, le quali sollecitavano una maggiore trasparenza dei piani di incentivazione basati su azioni, proponendo che essi fossero sottoposti ad approvazione vincolante e preliminare dei soci e successivamente resi pubblici mediante una dettagliata relazione; ANNUNZIATA, sub *art. 114-bis t.u.f.*, in Fratini-Gasparri (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Milanofiori Assago, Utet, 2012, pp. 1523 s.

⁽¹⁴⁴⁾ La norma è stata successivamente modificata in un primo momento dall'art. 3 del d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303, e successivamente dall'art. 3 del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, il quale ha sostituito l'ultimo inciso del primo comma dell'art. 114-*bis*, che prescriveva l'obbligo di mettere a disposizione del pubblico le informazioni "*almeno quindici giorni prima del termine fissato per l'assemblea convocata per la deliberazione [...]*", con un mero rinvio alle modalità di comunicazione al pubblico di cui all'art. 125-*ter* t.u.f.

⁽¹⁴⁵⁾ PRESTIPINO, sub *art. 114-bis t.u.f.*, cit., pp. 1173 s.

⁽¹⁴⁶⁾ Si v. MONTALENTI-BALZOLA, *La società per azioni quotata*, Bologna, Zanichelli, 2010, p. 116.

pagamento posticipato di un differenziale basato sulla variazione delle quotazioni dello strumento finanziario in questione (c.d. *phantom stock*), i quali erano in passato rimessi all'esclusiva competenza dell'organo di gestione alla luce delle disposizioni codicistiche.

L'art. 114-*bis* t.u.f., pertanto, introduce una vistosa deroga alla disciplina di cui all'art. 2389, comma 3, c.c., in quanto attribuisce all'assemblea dei soci anche la competenza a deliberare sui piani di remunerazione basati su strumenti finanziari destinati agli amministratori investiti di "particolari cariche" ⁽¹⁴⁷⁾.

Si evidenzia, infine, che la norma in commento impone anche un rigoroso sistema di *disclosure*, individuando rigorosamente gli elementi informativi da porre a disposizione del pubblico e demandando alla Consob il potere di definire con proprio regolamento tali informazioni. Sul punto, però, si rinvia all'analisi dell'art. 84-*quater* del Regolamento Emittenti e del relativo allegato n. 3A schema 7-*bis* che sarà svolta nel prosieguo del presente lavoro.

3.2.3. L'art. 123-*ter* T.u.f.

Il quadro regolamentare sulle remunerazioni degli *executive* delle società quotate trova completamento a livello di normativa primaria con l'art. 123-*ter* t.u.f., introdotto dal d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259 ⁽¹⁴⁸⁾, in attuazione della delega di cui alla l. 4 giugno 2010, n. 96 (c.d. Legge comunitaria 2009) ⁽¹⁴⁹⁾,

(¹⁴⁷) Per approfondimenti sulla ratio dell'attribuzione della competenza in materia all'assemblea si 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, 4 maggio 2007, p. 5, in cui si evidenzia che l'autoreferenzialità nella determinazione dei pacchetti remunerativi basati su strumenti finanziari "può determinare sviamenti rispetto al genuino interesse della società e degli azionisti, sia comportando 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".

(¹⁴⁸) Il decreto è stato pubblicato in Gazzetta Ufficiale, serie generale, n. 30 del 7 febbraio 2011.

(¹⁴⁹) Più nello specifico l'art. 24 della legge n. 96/2010, delegava il Governo ad adottare, entro sei mesi dalla data di entrata in vigore della stessa legge, un decreto legislativo per l'attuazione delle sezioni II (informazioni sulla politica delle remunerazioni) e III

attraverso il quale l'ordinamento italiano ha recepito il contenuto delle Raccomandazioni comunitarie in materia di remunerazioni ⁽¹⁵⁰⁾.

Tale disciplina si fonda essenzialmente su due direttrici: la prima consiste nel rafforzamento dell'obbligo d'informazione preventiva sulla retribuzione degli amministratori, da attuarsi mediante la pubblicazione, almeno ventuno giorni prima dell'assemblea ordinaria annuale, di una dettagliata “*relazione sulla remunerazione*”, la quale è composta da due sezioni dedicate rispettivamente alla “*politica di remunerazione*” – di cui si è già parlato nel corso dell'analisi della disciplina dettata da Regolamento “Parti Correlate”, a cui si rinvia – e all'illustrazione nominativa e analitica dei compensi corrisposti, nell'esercizio di riferimento, ai componenti degli organi di amministrazione e controllo, ai direttori generali e ai dirigenti con responsabilità strategiche; la seconda linea d'intervento, invece, consiste nella valorizzazione del ruolo dell'assemblea degli azionisti nel procedimento di determinazione della politica di remunerazione mediante il meccanismo del “*Say-on-Pay*” a cui è successivamente collegato un ulteriore obbligo di *disclosure* sugli esiti della votazione *ex art. 125-quater*, comma 2, t.u.f. ⁽¹⁵¹⁾. Evidentemente le due direttrici d'azione sono funzionalmente collegate tra loro, in quanto l'informazione preventiva serve a porre gli azionisti nelle condizioni di partecipare consapevolmente al momento consultivo-deliberativo sulle

(informazioni sulla remunerazione dei singoli amministratori) della raccomandazione 2004/913/CE della Commissione e della sezione II, paragrafi 5 (informazioni sulla politica di remunerazione degli amministratori) e 6 (voto degli azionisti), della Raccomandazione 2009/385/CE. In tal modo, l'intervento del legislatore delegato è stato limitato agli aspetti relativi alla relazione sulla politica di remunerazione, alla sua sottoposizione al voto assembleare, e alla trasparenza sui compensi corrisposti, disinteressandosi delle indicazioni contenute nelle raccomandazioni anche in merito alla disciplina dei criteri e della struttura delle remunerazioni, in particolare riguardo alle componenti variabili.

⁽¹⁵⁰⁾ La norma è collocata nella Sezione I del Capo II del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, che costituisce il cuore della disciplina delle società quotate, pur non esaurendo completamente la regolamentazione.

⁽¹⁵¹⁾ Nello specifico, un rendiconto sintetico delle votazioni contenente il numero di azioni rappresentate 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 e contrari alla delibera e il numero di astensioni, dovrà essere reso disponibile sul sito Internet della società entro cinque giorni dalla data dell'assemblea. Il verbale dell'assemblea di cui all'art. 2375 c.c. è comunque reso disponibile sul sito Internet entro trenta giorni dalla data dell'assemblea.

“politiche di remunerazione” previsto dal comma 6 dell’art. 123-ter t.u.f. ⁽¹⁵²⁾. Nonostante il meccanismo del “Say-on-Pay” sia oggetto di specifica trattazione nel prosieguo del presente lavoro, si ritiene comunque opportuno evidenziare fin da ora che la disciplina dettata dall’art. 123-ter t.u.f. non incide sulla ripartizione di competenze tra gli organi sociali dettata dall’art. 2389, comma 3, c.c., ma introduce nel procedimento di definizione delle politiche di remunerazione un peculiare “giudizio mite” dell’assemblea, che potrebbe considerarsi di portata affine a quella delle autorizzazioni statutarie di cui all’art. 2364, comma 1, n. 5, c.c. o ancor meno, un mero “voto reputazionale”. Al riguardo, infatti, appare dirimente il dato letterale del comma 6 dell’art. 123-ter t.u.f., il quale dispone che “fermo restando quanto previsto dagli articoli 2389 e 2409-terdecies, primo comma, lett. a), c.c., e dall’art. 114-bis, l’assemblea [...] delibera (in modo non vincolante) in senso favorevole o contrario” sulla prima sezione della relazione, che illustra la “politica di remunerazione” e il relativo procedimento d’adozione e attuazione.

3.2.4. L’art. 84-quater e l’allegato n. 3A, schema 7-bis del Regolamento Emittenti

Prima di procedere all’analisi del contenuto della “relazione sulla remunerazione” occorre precisare che le Raccomandazioni comunitarie, ai fini dell’informazione ai soci e al mercato, lasciavano ai singoli Stati membri la facoltà di scelta tra la predisposizione di un apposito documento autonomo da allegare al bilancio annuale oppure l’indicazione delle informazioni sulla remunerazione direttamente nella relazione annuale. Il legislatore italiano ha optato per la prima soluzione, disponendo al comma 1 dell’art. 123-ter t.u.f., che il consiglio di amministrazione o il consiglio di sorveglianza nelle società

⁽¹⁵²⁾ Si evidenzia che sia l’informazione preventiva contenuta nella relazione, sia quella successiva sugli esiti della votazione, rafforzano la tutela degli investitori e dei piccoli azionisti, solitamente disinteressati a partecipare ai processi decisionali, in quanto consente comunque a questi ultimi di reagire a pratiche retributive non condivise attraverso l’esercizio del diritto di *exit*. Conf. BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123-ter T.U.F.*, in *Riv. dir. imp.*, 2011, pp. 280 ss.

che adottano il sistema dualistico, è tenuto a predisporre e approvare una relazione sulle remunerazioni, da mettere a disposizione del pubblico, almeno ventuno giorni prima dell'assemblea ordinaria annuale prevista dall'art. 2364, comma 2, o dall'articolo 2364-bis, comma 2, c.c., presso la sede sociale, nel proprio sito Internet e con le altre modalità stabilite dalla Consob⁽¹⁵³⁾. E la stessa, ai sensi dell'art. 84-*quater*, comma 1, del Regolamento Emittenti, deve rimanere pubblicata sul sito Internet della società almeno per l'intero periodo in cui sono attribuite le remunerazioni in linea con la politica adottata.

Per quanto concerne la struttura della “*relazione sulle remunerazioni*”, si osserva che il legislatore italiano, in linea con le indicazioni comunitarie, al comma 2 dell'art. 123-*ter* t.u.f. ne ha previsto l'organizzazione in due sezioni, disciplinate rispettivamente ai commi 3 e 4 del medesimo articolo.

Nello specifico, la prima sezione illustra da un lato la “*politica in materia di remunerazione*”, cioè il documento programmatico, che stabilisce come dovranno essere in concreto determinati, almeno con riferimento all'esercizio successivo (c.d. informazione *ex ante*)⁽¹⁵⁴⁾, i compensi dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche⁽¹⁵⁵⁾, e dall'altro lato, il procedimento che ha condotto all'adozione e attuazione della politica di remunerazione.

Questa seconda indicazione appare particolarmente utile, in quanto rafforza

⁽¹⁵³⁾ Tale obbligo d'informazione sulla remunerazione non rappresenta una novità, in quanto era già previsto per gli istituti di credito (si v. par. 7 della Comunicazione del 28 ottobre 2009 di Banca d'Italia e Disposizioni di vigilanza del 30 marzo 2011), nonché come prassi nel Codice di autodisciplina, che però lo circoscrive solo alle remunerazioni degli amministratori esecutivi, di quelli investiti di particolari incarichi e dei dirigenti con responsabilità strategiche.

⁽¹⁵⁴⁾ ASSONIME, *Emittenti titoli S.p.a.*, Note e Studi n. 4/2013, *La corporate governance in Italia: autodisciplina e remunerazioni (anno 2012)*, p. 85, che propone la distinzione tra informazioni *ex ante* ed *ex post*.

⁽¹⁵⁵⁾ Cfr. il par. 4.1 delle Disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia, il quale precisa che l'informativa sulle politiche di remunerazione mira a far comprendere all'assemblea le ragioni, le finalità e le modalità di attuazione delle politiche di remunerazione, il controllo svolto sulle medesime, le caratteristiche relative alla struttura dei compensi, la loro coerenza rispetto agli indirizzi e agli obiettivi definiti, la conformità alla normativa applicabile, le eventuali modificazioni rispetto ai sistemi già approvati e l'evoluzione delle dinamiche retributive, rispetto al *trend* del settore. Il testo delle disposizioni è consultabile in «*Rivista del diritto dell'impresa*», 2011, pp. 504 ss.

indirettamente la correttezza procedurale delle decisioni assunte sul punto dal consiglio di amministrazione, nelle quali il rischio di abusi e conflitti di interesse è molto elevato ⁽¹⁵⁶⁾.

Si evidenzia che il testo definitivo della norma in commento, diversamente dallo schema di decreto posto in consultazione, esclude l'obbligo di informazione relativo alla politica sulle remunerazioni dei componenti dell'organo di controllo, in quanto superfluo, visto che spetta all'assemblea determinare il loro compenso ⁽¹⁵⁷⁾.

Peraltro, il legislatore, sul presupposto che la normativa secondaria si adatta meglio alle esigenze di flessibilità e mutevolezza della materia in esame, ha delegato la Consob, in concerto con le altre Autorità di vigilanza di settore (Banca d'Italia e IVASS), la specificazione analitica delle informazioni minime da includere nella prima sezione e la modalità con cui devono essere illustrate ⁽¹⁵⁸⁾.

La Consob ha dato attuazione alla delega con la deliberazione n. 18049 del 2011, mediante la quale sono stati introdotti nel Regolamento Emittenti l'art. 84-*quater* e lo Schema 7-*bis* nell'Allegato 3A. In particolare, quest'ultimo individua tutte le informazioni che devono essere fornite nella relazione ⁽¹⁵⁹⁾,

⁽¹⁵⁶⁾ Sul punto v. BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123-ter T.U.F.*, cit., p. 287.

⁽¹⁵⁷⁾ Per approfondimenti sul punto si v. BALZARINI, *Remunerazione degli amministratori delle società quotate: approvato il decreto legislativo*, in *Riv. soc.*, 2011, p. 189; Circolare Assonime n. 8/2012, cit., p. 11, in cui è stato specificato che nel caso in cui le società avessero individuato, in virtù di altre normative (ad esempio in materia di operazioni con parti correlate) nei componenti degli organi di controllo i dirigenti con responsabilità strategiche, la politica sulle remunerazioni potrebbe esplicitare tale circostanza.

⁽¹⁵⁸⁾ Critico sulla scelta legislativa BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123-ter T.U.F.*, cit., p. 288, il quale la ritiene discutibile, in particolar modo con riferimento all'individuazione delle informazioni "volte ad evidenziare la coerenza della politica delle remunerazioni con il perseguimento degli interessi a lungo termine della società", in quanto presuppone che sia l'Autorità di vigilanza a dare concretezza ad un concetto di per sé astratto e comunque relativo.

⁽¹⁵⁹⁾ L'allegato 3A, Schema 7-*bis*, del Regolamento Emittenti 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 (si tratta di informazioni generali sul processo di *governance*); *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

anche in negativo qualora non disponibili, perché, ad esempio, relative ad aspetti non previsti dalla politica in materia di remunerazioni, salva l'ipotesi che la relativa comunicazione al pubblico possa provocare un grave danno alla società ⁽¹⁶⁰⁾. Peraltro, si osserva che tra le varie informazioni non è prevista una sintesi dell'applicazione della politica sulle remunerazioni del precedente esercizio finanziario, come invece è disposto dal par. 3.2 della Raccomandazione 2004/913/CE. Tale mancanza appare di difficile comprensione, in quanto la predetta informazione consentirebbe agli azionisti di rilevare e apprezzare meglio i cambiamenti significativi intervenuti in materia nel corso di più esercizi consecutivi ⁽¹⁶¹⁾.

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 (c.d. *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 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, ecc.); *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.

⁽¹⁶⁰⁾ BEGHETTO, *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate*, in *uove leggi civili commentate*, 2012, p. 90 e in particolare la nota 70, il quale evidenzia l'applicabilità della previsione contenuta nell'art. 114, co. 6, t.u.f.

⁽¹⁶¹⁾ Sul punto v. UNGUREANU, *Politica di remunerazione degli amministratori delle società quotate*, in *Società*, 2011, p. 552.

Alla luce del tenore letterale dell'allegato 3A, Schema 7-bis, si ritiene comunque che nulla vieti alle società di indicare altre informazioni supplementari oltre a quelle di base.

Per quanto concerne le società quotate destinatarie di specifiche normative di settore in materia di remunerazione, si precisa che le stesse possono fornire le predette informazioni minimali anche utilizzando le modalità di rappresentazione contenute in tali norme specifiche⁽¹⁶²⁾.

La seconda sezione della "relazione sulla remunerazione", disciplinata dal comma 4 dell'art. 123-ter t.u.f., contiene invece un'analitica e adeguata illustrazione – con carattere meramente consuntivo⁽¹⁶³⁾ – del trattamento retributivo, comprensivo del trattamento di fine rapporto, a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma corrisposto⁽¹⁶⁴⁾ dalla società o da sue controllate⁽¹⁶⁵⁾ ai componenti degli organi di amministrazione e di controllo, nonché ai direttori generali, in attuazione delle politiche retributive dell'esercizio precedente, oltre agli importi riconosciuti ai singoli amministratori (c.d. informazione *ex post*).

Si ritiene che la *ratio* sottesa all'obbligo di fornire delle informazioni così dettagliate risieda nel fatto che una simile chiarezza può aiutare a contrastare abusi e pratiche distorte degli amministratori in materia di remunerazione, consentendo altresì agli azionisti e al mercato di valutare la ragionevolezza della loro retribuzione alla luce delle *performance* sociali conseguite⁽¹⁶⁶⁾.

⁽¹⁶²⁾ Ciò accade ad esempio nel settore bancario e assicurazioni, che sono soggette ad una disciplina specifica sulla remunerazione che include anche l'identificazione dei c.d. *risk-taker*, cioè la categoria di soggetti la cui attività professionale ha o può avere un impatto rilevante sul profilo di rischio della società. Sul punto v. BEGHETTO, *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate*, cit., p. 94.

⁽¹⁶³⁾ ENRIQUES L., *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, cit., p. 17.

⁽¹⁶⁴⁾ BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123-ter T.U.F.*, cit., p. 290, che 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.

⁽¹⁶⁵⁾ Peraltro, si evidenzia che all'interno dei gruppi, anche per ragioni fiscali, è frequente il dislocamento degli oneri retributivi tra le diverse società.

⁽¹⁶⁶⁾ Sul punto v. BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123-ter T.U.F.*, cit., p. p. 290, la quale, seppur favorevole

In tale sezione le voci in cui si articolano le remunerazioni devono essere rappresentate nominativamente per gli amministratori, i componenti degli organi di controllo e i direttori generali. Invece, per i dirigenti con responsabilità strategiche (¹⁶⁷) l'informativa deve essere indicata solo cumulativamente (¹⁶⁸), specificando il numero dei soggetti a cui si riferisce, salvo per le società di non minori dimensioni (¹⁶⁹), ove essi abbiano ricevuto, nel corso dell'esercizio, un compenso complessivo superiore rispetto a quello individuale più elevato che sia stato attribuito ai singoli componenti degli organi di amministrazione e controllo nonché dei direttori generali (¹⁷⁰).

Per quanto concerne le specifiche informazioni che devono essere indicate nella seconda sezione, si sottolinea che la delibera Consob n. 18049 del 2011 ha suddiviso il contenuto in due parti e, al fine di adottare una disciplina completa e sistematica sulla trasparenza delle remunerazioni, da un lato ha abrogato gli artt. 78, comma 1, con i relativi schemi 1 e 2 di cui all'Allegato

all'introduzione dei nuovi obblighi di *disclosure* in favore del pubblico, osserva come, di per sé, il semplice incremento delle informazioni da divulgare non assicura, in automatico, un corrispondente aumento della capacità di monitoraggio da parte degli azionisti di minoranza. Inoltre, evidenzia la necessità di selezionare accuratamente i dati da pubblicare, in quanto un eccesso, o una inadeguata selezione, dei dati tecnici da divulgare può determinare un effetto contrario a quello voluto, rendendo l'informazione meno chiara.

(¹⁶⁷) Si definiscono dirigenti con responsabilità strategiche, ai sensi dell'art. 65, co. 1-*quater*, Regolamento Emittenti, che rinvia alla definizione contenuta nell'Allegato 1 al Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, "*quei soggetti che hanno il potere e la responsabilità, direttamente o indirettamente, della pianificazione, della direzione e del controllo dell'attività dell'ente, compresi gli amministratori (esecutivi o meno) dell'entità stessa*". In altre parole, il direttore generale, che per espressa disposizione dell'art. 2369 c.c. può essere nominato anche dall'assemblea, e i dirigenti che svolgono compiti di alta gestione dell'impresa e sono posti al vertice della gerarchia dei lavoratori. Per un approfondimento sulla figura si v. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a.*, cit., pp. 12 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale 2 Diritto delle società*, cit., pp. 392 s.

(¹⁶⁸) CATANI, *Occorre più trasparenza sui compensi nelle quotazioni*, in *Milano Finanza*, 21 febbraio 2012, p. 10, il quale, dopo aver evidenziato che nel testo sottoposto a consultazione l'indicazione nominativa era prevista anche per i dirigenti strategici, osserva che la vigente previsione che ammette l'indicazione nominativa è un'ipotesi irrealistica, sulla quale la stessa Consob si è ripromessa di riesaminare la questione.

(¹⁶⁹) Sono definite società di minori dimensioni, ai sensi dell'art. 3, co. 1, lett. f), del Regolamento Consob n. 17221/2010, quelle società in cui né l'attivo dello stato patrimoniale, né i ricavi, come risultanti dall'ultimo bilancio consolidato approvato, superino i cinquecento milioni di euro. Le società di minori dimensioni non possono più qualificarsi come tali nel caso in cui per due esercizi consecutivi non soddisfino congiuntamente i predetti requisiti.

(¹⁷⁰) Sul punto 1 riguardo ASSONIME, Circolare n. 8/2012, cit., p. 15, ha specificato che l'ambito soggettivo riguarda entrambe le parti di cui si compone la seconda sezione della relazione, salvo che non sia diversamente specificato.

3C⁽¹⁷¹⁾, e 79 del Regolamento Emittenti, e dall'altro lato ha semplificato le disposizioni di cui all'art. 84-*bis* del medesimo Regolamento⁽¹⁷²⁾.

In particolare, la prima parte della seconda sezione deve fornire un'adeguata rappresentazione di ciascuna delle voci che compongono la remunerazione, compresi i trattamenti previsti in caso di cessazione dalla carica o risoluzione del rapporto di lavoro⁽¹⁷³⁾, evidenziando la coerenza con la politica in materia di remunerazioni approvata nell'esercizio precedente⁽¹⁷⁴⁾. La seconda parte della sezione, invece, deve riportare analiticamente i compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento dalla società e da eventuali società controllate e collegate, mediante l'utilizzo delle quattro tabelle (tab. 1, tab. 2, tab. 3A e tab. 3B) ottenute dalla rielaborazione degli Schemi 1 e 2 dell'Allegato 3C del Regolamento Emittenti, che ne ha sensibilmente migliorato la chiarezza nella suddivisione delle varie tipologie di compenso e l'organicità dei contenuti.

⁽¹⁷¹⁾ L'abrogazione si è resa necessaria per evitare che tali obblighi d'informazione duplicassero inutilmente gli oneri per le società quotate.

⁽¹⁷²⁾ In particolare, si osserva che le modifiche hanno riguardato l'individuazione dei piani rilevanti e gli obblighi d'informazione successiva, in considerazione del fatto che alcuni dettagli del piano possono essere stabiliti in un secondo momento rispetto all'approvazione da parte dell'assemblea.

⁽¹⁷³⁾ Per le società di «minori dimensioni», ai sensi dell'art. 3, co. 1, lett. *f*), del Regolamento Consob n. 17221 del 2010, le informazioni sugli accordi che prevedono indennità in caso di scioglimento anticipato del rapporto sono indicate in riferimento agli amministratori esecutivi e al presidente dell'organo di amministrazione. Cfr. l'art. 6.C.1., lett. *g*), del Codice di autodisciplina il quale da un lato evidenzia l'opportunità che l'indennità eventualmente prevista per la cessazione del rapporto di amministrazione sia definita in modo tale che il suo ammontare complessivo non superi un determinato importo o un determinato numero di anni di remunerazione, e dall'altro lato, che l'indennità non dovrebbe essere corrisposta se la cessazione del rapporto è dovuta al raggiungimento di risultati obiettivamente inadeguati.

⁽¹⁷⁴⁾ Le informazioni della prima parte della seconda sezione riguardano: *i*) l'eventuale esistenza di tali accordi, fornendo l'informazione in negativo qualora questi non siano presenti; *ii*) i criteri di determinazione dell'indennità spettante a ogni singolo soggetto. Nel caso in cui l'indennità sia espressa in funzione dell'annualità, occorre indicare in modo dettagliato le componenti di tale annualità; *iii*) l'eventuale presenza di criteri di *performance* a cui è legata l'assegnazione dell'indennità; *iv*) gli eventuali effetti della cessazione del rapporto sui diritti assegnati nell'ambito di piani di incentivazione basati su strumenti finanziari o da erogare per cassa; *v*) i casi in cui matura il diritto all'indennità; *vi*) l'eventuale esistenza di accordi che prevedono l'assegnazione o il mantenimento di benefici non monetari a favore dei soggetti che hanno cessato il loro incarico ovvero la stipula di contratti di consulenza per un periodo successivo alla cessazione del rapporto; *vii*) l'eventuale esistenza di accordi che prevedono compensi per impegni di non concorrenza; *viii*) con riferimento agli amministratori che hanno cessato il loro incarico nel corso dell'esercizio, occorre indicare eventuali scostamenti nella determinazione dell'indennità rispetto alle previsioni dell'accordo di riferimento; *ix*) nel caso in cui non siano previsti specifici accordi, occorre esplicitare i criteri con i quali sono state determinate le indennità di fine rapporto maturate.

Nel medesimo intento di fornire un'informazione il più completa e comprensibile possibile, il comma 5 dell'art. 123-ter t.u.f. impone che alla relazione siano allegati anche i piani di compenso a lungo termine basati su strumenti finanziari di cui all'art. 114-bis t.u.f., ovvero in alternativa, sia indicata la sezione del sito internet dove tali piani sono reperibili, in modo tale da garantire un'informazione trasparente e completa su tutte le componenti del trattamento retributivo degli *executives*. Al riguardo, appare opportuno evidenziare che le due norme hanno un ambito soggettivo di applicazione differente: l'art. 123-ter è applicabile solo alle società quotate, mentre l'art. 114-bis ricomprende non solo gli emittenti con azioni quotate ma in generale tutti gli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante. Il diverso ambito soggettivo di operatività delle norme non crea però alcun problema applicativo, in quanto tutte le società quotate dovranno predisporre la relazione sulle politiche di remunerazione e, qualora ne facciano uso, allegarvi la relazione sui piani di compenso basati su strumenti finanziari. Viceversa, le società con soli titoli obbligazionari quotati non dovranno predisporre la relazione sulle politiche di remunerazione ma dovranno comunque rispettare gli obblighi pubblicitari imposti dall'art. 114-bis t.u.f. nel caso in cui facciano uso di piani di compenso basati su strumenti finanziari ⁽¹⁷⁵⁾.

Ai sensi dell'art. 123-ter, comma 1, t.u.f., la relazione sulle remunerazioni dev'essere messa a disposizione del pubblico presso la sede sociale, nel sito internet della società e con le altre modalità indicate dall'art. 65-bis del Regolamento Emittenti, almeno ventuno giorni prima dell'assemblea annuale, anche in assenza di variazioni alla politica sulle remunerazioni dell'esercizio precedente, che ben potrebbe restare inalterata per diversi esercizi ⁽¹⁷⁶⁾.

Il termine minimo di deposito preventivo è stato ritenuto compatibile sia con il sistema di amministrazione e controllo tradizionale, che con quello monistico,

⁽¹⁷⁵⁾ BEGHETTO, *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate*, cit., p. 89.

⁽¹⁷⁶⁾ In tal senso v. ASSONIME, Circolare n. 8/2012, cit., p. 28; documento Consob sull'esito delle consultazioni del 23 dicembre 2011, p. 76.

in cui l'approvazione della relazione sulla remunerazione da parte del consiglio di amministrazione potrà avvenire contestualmente all'approvazione del progetto di bilancio, sia con il sistema dualistico, in cui l'approvazione della relazione invece potrà avvenire contestualmente all'approvazione del bilancio d'esercizio ⁽¹⁷⁷⁾.

Peraltro, in mancanza di un'esplicita previsione legislativa e considerata la contiguità delle informazioni, si ritiene che la relazione sulle remunerazioni possa essere sia accorpata a quella sul governo societario, fuori dalla relazione sulla gestione, sia contenuta nella relazione sulla gestione, che a sua volta potrebbe contenere pure quella sul governo societario ⁽¹⁷⁸⁾. In tali casi, tuttavia, la pubblicazione dovrà avvenire nei modi e nei tempi più stringenti previsti per la pubblicazione di tali documenti ⁽¹⁷⁹⁾.

Inoltre, si ritiene che la relazione sulle remunerazioni, qualora pubblicata autonomamente o contenuta nella relazione sul governo societario, non debba essere sottoposta alla verifica di coerenza della società di revisione ai sensi dell'art. 123-*bis*, comma 4, t.u.f., non essendovi nell'art. 123-*ter* t.u.f. un esplicito richiamo all'intervento del revisore. Diversamente, se contenuta nella relazione sulla gestione, sarà assoggettata ad un controllo di coerenza circoscritto però all'accertamento dell'effettiva presenza delle informazioni ⁽¹⁸⁰⁾.

3.2.5. La disciplina sulla remunerazione degli amministratori nel

⁽¹⁷⁷⁾ CERVIO, *Solo consultivo il voto espresso dai soci in ordine alla relazione sui «compensi»*, cit., p. 20.

⁽¹⁷⁸⁾ Cfr. ASSONIME, Circolare n. 8/2012, cit., p. 27.

⁽¹⁷⁹⁾ La relazione sul governo della società, che contiene la relazione sulle remunerazioni, deve essere depositata presso la Consob e la società di gestione del mercato, pubblicata sul sito Internet e negli altri modi previsti dalla Consob ai sensi dell'art. 113-*ter* t.u.f., in quanto costituisce un'informazione regolamentata. Il termine massimo è quello più stringente tra i centoventi giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale e i ventuno giorni prima dell'assemblea, in quanto la relazione sul governo societario deve essere necessariamente pubblicata al più tardi con la relazione sulla gestione. Invece, la relazione sulla gestione, contenente anche quella sulle remunerazioni, deve essere pubblicata presso la sede sociale, sul sito Internet della società e con le altre modalità previste dalla Consob, entro il termine più stringente tra centoventi giorni dalla chiusura dell'esercizio e ventuno giorni prima dell'assemblea.

⁽¹⁸⁰⁾ Cfr. ASSONIME, Circolare n. 8/2012, cit., pp. 27 ss.

codice di autodisciplina.

L'art. 123-ter t.u.f. prende in considerazione esclusivamente l'aspetto inerente la trasparenza dell'informativa sulla remunerazione disinteressandosi completamente degli obiettivi e dei criteri orientativi di merito dettati dalle Raccomandazioni nn. 2004/913/CE e 2009/385/CE ⁽¹⁸¹⁾. Infatti, solo nel comma 7 del medesimo articolo si intravede un criterio orientativo in materia di remunerazione, più precisamente dove si delega alla Consob l'adozione di un regolamento che specifichi le informazioni da inserire nella relazione, comprese quelle «*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*».

La lacuna, tuttavia, è stata colmata dal Codice di autodisciplina delle società quotate ⁽¹⁸²⁾, redatto dal Comitato per la *Corporate Governance* della Borsa italiana, che nel marzo 2010, anticipando il legislatore, ha recepito nell'art. 7 (ora art. 6) la quasi totalità dei principi in materia di politica sulla remunerazione sanciti dalle raccomandazioni comunitarie ⁽¹⁸³⁾.

⁽¹⁸¹⁾ Cfr. V. CALANDRA BUONAURA, *Crisi finanziaria, governo delle banche e sistemi di amministrazione e controllo*, in Benazzo-Cera-Patriarca (diretto da), *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, Torino, Giappichelli, 2011, 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*”.

⁽¹⁸²⁾ Si evidenzia che il Codice di autodisciplina, sin dalla sua prima versione del 1999, ha sempre annoverato tra gli argomenti trattati la remunerazione degli amministratori. Per un approfondimento sul Codice di autodisciplina v. SANTOSUOSSO, *Il principio di ragionevolezza nella disciplina della remunerazione degli amministratori*, in *Liber Amicorum G.F. Campobasso*, cit., pp. 365 ss.; MARCHETTI P., *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, in *RDS*, 2012, pp. 37 ss.; BAGLIONI-PRESCIANI, *Nuova edizione del Codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Società*, 2012, pp. 924-926.

⁽¹⁸³⁾ M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, cit., pp. 726 s., il quale pone in evidenza che le previsioni del Codice sotto alcuni profili sono più elastiche di quelle della Raccomandazione europea. In particolare, nel caso in cui sia prevista l'indennità per la cessazione anticipata della carica, il Codice prevede la determinazione anticipata dell'importo in misura tale che il suo ammontare complessivo non superi un determinato importo o un determinato numero di anni di remunerazione, senza però richiamare il limite di due anni di retribuzione fissa di cui all'art. 3.5 della Raccomandazione n. 2009/385/CE. Inoltre, il Codice di Autodisciplina – con formula più permissiva rispetto alla Raccomandazione europea –, all'art. 6.C.4, prescrive da un lato che la remunerazione degli amministratori non esecutivi non deve essere legata ai risultati economici conseguiti dell'emittente, se non per una parte non significativa, e, dall'altro lato, consente di superare,

Non va dimenticato però che il Codice di autodisciplina non è vincolante per le società ⁽¹⁸⁴⁾; tuttavia, quelle quotate, ai sensi dell'art. 123-bis t.u.f., sono tenute a pubblicare in ciascun esercizio una “*Relazione sul governo societario e gli aspetti proprietari*” nella quale, ai sensi del comma 2, lett. a) del medesimo articolo, devono specificamente indicare la loro adesione al Codice, motivando l'eventuale mancata applicazione di una o più disposizioni del medesimo, secondo la regola c.d. *comply or explain*.

Nello specifico, il vigente art. 6 del Codice detta precise linee guida per la determinazione dell'architettura della *remuneration policy* e per la *disclosure* dei compensi, oltre a regolamentare alcuni aspetti del processo decisionale di adozione, in particolare attribuendo un ruolo centrale al Comitato per la remunerazione ⁽¹⁸⁵⁾. Esso, peraltro, è stato oggetto di modificazioni ben tre volte, alla luce di un contesto normativo in continua trasformazione a livello europeo e internazionale.

In particolare, è stato oggetto di un primo intervento nel marzo del 2010, alla luce del quale è stato completamente rielaborato il testo dell'allora art. 7. Successivamente, è stato rivisto nel dicembre del 2011, per allineare le sue disposizioni con il testo del neo introdotto art. 123-ter t.u.f.

In tale occasione, infatti, è stato esteso l'ambito soggettivo delle disposizioni anche ai dirigenti strategici ed è stata eliminata dal principio 6.P.4 la previsione della presentazione annuale all'assemblea della relazione sulle

con decisione motivata dell'assemblea, il divieto di attribuzione a vantaggio degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza di piani di remunerazione basati su opzioni o azioni, sancito dall'art. 4.4 della Raccomandazione.

⁽¹⁸⁴⁾ Tuttavia, maggiore sarà l'adesione al Codice di autodisciplina (più precisamente alla totale *compliance* all'art. 6), minore sarà la necessità di interventi legislativi in materia da parte del legislatore e dell'Autorità di vigilanza. Peraltro, dalla *Relazione annuale 2015* del Comitato per la *Corporate Governance* «3° Rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina» ,del 3 dicembre 2015, risulta che al 31 dicembre 2014 il 93% delle società quotate ha aderito formalmente al Codice (212 società sul totale rappresentato da 228).

⁽¹⁸⁵⁾ Il rapporto pubblicato dalla Commissione europea il 2 giugno 2010 “*Report on the application by Member States of the EU of the Commission 2009/385/EC Recommendation (2009 Recommendation on directors' remuneration) complementing Recommendations 2004/913/EC and 2005/162/EC as regards the regime for the remuneration of directors of listed companies*”, p. 3, grazie al Codice di Autodisciplina, annovera l'Italia tra la minoranza di Stati che hanno accolto almeno la metà dei principi contenuti nelle raccomandazioni.

politiche di remunerazione. Ma la modifica più importante ha riguardato la composizione e le funzioni del Comitato per le remunerazioni, di cui si darà meglio conto nel prosieguo del presente lavoro. L'ultima modifica, realizzata nel luglio del 2014 ⁽¹⁸⁶⁾, ha invece introdotto da un lato il nuovo principio 6.P.5 che raccomanda, “*in occasione della cessazione dalla carica e/o dello scioglimento del rapporto con un amministratore esecutivo o un direttore generale*” di rendere note, ad esito dei processi interni che conducono all'attribuzione o al riconoscimento di indennità e/o altri benefici, informazioni dettagliate in merito, mediante un comunicato diffuso al mercato, e dall'altro, il nuovo criterio applicativo 6.C.1., lett. *f*, che raccomanda agli emittenti di inserire nelle politiche retributive “*intese contrattuali che consentono alla società di chiedere la restituzione, in tutto o in parte, di componenti variabili della remunerazione versate*” (c.d. clausole di *claw-back*) o “*di trattenere somme oggetto di differimento*” (c.d. clausole *malus*) ⁽¹⁸⁷⁾.

Come anticipato, il Codice di autodisciplina contiene i criteri guida da seguire nella strutturazione della politica generale sulla remunerazione, che si fondano principalmente su due principi: da un lato, il principio 6.P.1, il quale sancisce che la remunerazione degli amministratori e dei dirigenti con responsabilità strategiche dev'essere stabilita in misura sufficiente ad “*attrarre, trattenere e motivare persone dotate delle qualità professionali richieste per gestire con successo l'emittente*”, apparentemente spingendo verso l'alto l'ammontare complessivo della remunerazione; dall'altro lato, il principio 6.P.2, il quale funge da contrappeso al precedente principio ⁽¹⁸⁸⁾, disponendo che la

⁽¹⁸⁶⁾ Tale modifica è stata resa necessaria dalle raccomandazioni contenute nella Comunicazione Consob n. DCG/DSR/0051400, del 19 giugno 2014, sulle indennità e/o altri benefici di amministratori e esecutivi e direttori generali in caso di cessazione dalla carica o scioglimento del rapporto.

⁽¹⁸⁷⁾ Per approfondimenti sulle novità si v. DI NOIA- MILIČ, *Le novità del Codice di autodisciplina in tema di remunerazioni: indennità e «claw-back clause»*, in Cera-Lener (a cura di), *Remunerazioni e manager. Uomini (d'oro) e no, Analisi giuridica dell'Economia*, il Mulino, n. 2/2014, p. 373 ss.

⁽¹⁸⁸⁾ DI NOIA-LAFRANCHINI-MILIČ, *La remunerazione degli amministratori nell'autodisciplina delle società quotate*, in *Manuale di Executive Compensation e Corporate Governance*² a cura di

medesima remunerazione dev'essere definita in modo tale da “*allineare, l'interessi di tali soggetti con il perseguimento dell'obiettivo prioritario di creare valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo termine*” e connessa all'effettivo “*raggiungimento di specifici obiettivi di performance*” – anche non economici – predeterminati e misurabili ⁽¹⁸⁹⁾.

A tal fine, dal punto di vista della composizione del pacchetto retributivo, il Codice di autodisciplina raccomanda un adeguato bilanciamento tra la componente fissa e quella variabile del compenso, senza però stabilire una proporzione, che dipenderà essenzialmente dal settore di attività in cui opera la società, dalle caratteristiche dell'attività concretamente svolta, dagli obiettivi strategici e dalla politica di gestione del rischio dell'emittente (criterio 6.C.1, lett. a). Inoltre, specifica che la componente fissa dev'essere sufficiente a remunerare la prestazione dell'amministratore nel caso in cui la componente variabile non fosse erogata a causa del mancato raggiungimento degli obiettivi di *performance* a cui la stessa dev'essere collegata tramite criteri predeterminati, oggettivamente misurabili ⁽¹⁹⁰⁾ e collegati alla creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo (criterio 6.C.1,

Cutillo e Fontana, Milano, FrancoAngeli, 2015, p. 297, i quali evidenziano come il principio 6.P.2. funge da contrappeso al principio 6.P.1., impedendo che la remunerazione possa tradursi in un eccessivo scostamento dall'obiettivo della creazione di valore per gli azionisti (c.d. *shareholder value*).

⁽¹⁸⁹⁾ Tale inciso è in linea con l'art. 3.2 della Raccomandazione 2009/385/CE, il quale raccomanda che “*la concessione di componenti variabili della remunerazione dovrebbe essere subordinata a criteri predeterminati e misurabili concernenti i risultati*” e che i “*criteri in materia di risultati devono promuovere la sostenibilità a lungo termine della società e includere criteri non finanziari che siano pertinenti per il valore aggiunto a lungo termine della società, come il rispetto delle norme e delle procedure in vigore*”. Sul punto so evidenzia la maggiore enfasi posta sugli obiettivi non finanziari dalla recente proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda taluni elementi della relazione sul governo societario (COM(2014)0213), la quale al considerando 15 sottolinea che “*i risultati degli amministratori dovrebbero essere valutati utilizzando criteri sia finanziari sia non finanziari, inclusi i fattori ambientali, sociali e di governo*”.

⁽¹⁹⁰⁾ MARCHETTI P., *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, cit., p. 63, il quale evidenzia che la politica sulla remunerazione non deve indicare dettagliatamente il rapporto tra componente variabile e obiettivi, essendo sufficiente l'indicazione degli elementi ai quali commisurare la componente variabile e le relative modalità di misurazione.

lett. *c* e *d*) (¹⁹¹). Infine, per quanto concerne la componente variabile, suggerisce la fissazione *ex ante* dei limiti massimi, che comunque non vanno intesi necessariamente come predeterminazione di un valore assoluto (c.d. *bonus cap*) (criterio 6.C.1, lett. *b*).

Il Codice, poi, detta dei criteri sui modi di erogazione della componente variabile e dell'indennità di fine rapporto (c.d. *golden parachutes*). In particolare, al fine di allineare gli interessi del beneficiario dell'emolumento con quello degli azionisti, raccomanda il differimento della corresponsione di una porzione rilevante della componente variabile di un adeguato lasso temporale rispetto al momento della sua maturazione, coerentemente con le caratteristiche dell'attività d'impresa svolta e con i connessi profili di rischio (criterio 6.C.1, lett. *e*). Invece, relativamente all'indennità per la cessazione anticipata del rapporto di amministrazione o per il suo mancato rinnovo, raccomanda che la medesima sia definita in modo tale che il suo ammontare complessivo non superi un determinato importo o un determinato numero di anni di remunerazione e non deve essere corrisposta se la cessazione è dovuta al raggiungimento di risultati e obiettivamente inadeguati (criterio 6.C.1, lett. *g*) (¹⁹²).

Il Codice di autodisciplina, infine, ritiene i piani di remunerazione basati su azioni, se adeguatamente strutturati, strumenti idonei a consentire l'allineamento degli interessi degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche con quelli degli azionisti. Tuttavia, il criterio applicativo 6.C.2 raccomanda l'adozione di alcuni accorgimenti, al fine di evitare comportamenti che privilegino l'incremento di valore nel breve

(¹⁹¹) Si evidenzia che dallo studio condotto da ASSONIME, *Note e Studi 10-2015 - La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2015)*, emerge che in Italia 179 società (79% del totale) utilizzano una componente variabile legata ai risultati aziendali per la remunerazione dei propri *manager* e la frequenza di tale previsione cresce con la dimensione aziendale (94% nel FTSE Mib, 84% tra le Mid cap, 73% tra le Small cap). Inoltre, lo studio rileva che la remunerazione variabile è legata nel 97% dei casi a indicatori di matrice contabile (Ebitda, Ebit, Utile, EVA, ecc.).

(¹⁹²) Lo scopo del criterio 6.C.1, lett. *g* – che non esplicita un limite massimo, come invece fa la disciplina bancaria – è di conferire certezza a un trattamento economico che potrebbe essere utilizzato per estrarre ricchezza.

periodo delle azioni a scapito dell'interesse a medio-lungo termine degli azionisti, il cui contenuto riprende i meccanismi della Raccomandazione europea in tema di *vesting period* ⁽¹⁹³⁾, *share retention* ⁽¹⁹⁴⁾ e di obiettivi di *performance* ⁽¹⁹⁵⁾. Inoltre, evidenzia l'opportunità di applicare il meccanismo di *share retention* anche ai piani di remunerazione che, seppur basati su azioni, non prevedono l'assegnazione o l'acquisto di queste, ma l'erogazione di premi in denaro parametrati all'andamento del valore delle medesime azioni (es. piani di *phantom stock* e *phantom stock option*), sempre al fine di allineare gli interessi dei beneficiari dei piani con quelli degli azionisti.

3.2.6. Le speciali discipline sulla remunerazione nel settore bancario, assicurativo e pubblico.

3.2.6.1. La rigida disciplina del settore bancario

La disciplina in tema di remunerazione dei *manager* degli istituti finanziari, prima dell'entrata in vigore della direttiva n. 2010/76/CE della Commissione Europea (c.d. CRD III) ⁽¹⁹⁶⁾, era esclusivamente contenuta nell'art. 4 delle "Disposizioni di Vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche", emanate dalla Banca d'Italia il 4 marzo 2008, e nella relativa "Nota di chiarimento" elaborata dalla medesima autorità in data 19 febbraio

⁽¹⁹³⁾ Le azioni, le opzioni ed ogni altro diritto assegnato agli amministratori di acquistare azioni o di essere remunerati sulla base dell'andamento del prezzo delle azioni devono avere un periodo «medio» di *vesting* o comunque non inferiore a tre anni, decorrente dal momento dell'acquisto della titolarità del diritto fino a quello in cui tale diritto diventa esercitabile.

⁽¹⁹⁴⁾ Gli amministratori devono mantenere sino al termine del mandato una quota delle azioni assegnate o acquistate attraverso l'esercizio dei diritti di cui all'art. 6.C.2, lettera *a*.

⁽¹⁹⁵⁾ Si reputa opportuno applicare il meccanismo di *share retention* anche ai piani di remunerazione che, seppur basati su azioni, non prevedono l'assegnazione o l'acquisto di queste, ma l'erogazione di premi in denaro parametrati all'andamento del valore delle medesime azioni (es. piani di *phantom stock* e *phantom stock option*).

⁽¹⁹⁶⁾ La *Capital Requirement Directive* (c.d. CRD III) – che ha modificato le direttive nn. 2006/48/CE (*Capital Requirement Directive* o «CRD») e 2006/49/CE (*Capital Adequacy Directive* o «CAD») – è stata adottata in considerazione della carenza di attuazione da parte di diversi ordinamenti degli indirizzi inizialmente suggeriti dalle raccomandazioni. Per approfondimenti si v. IANNUZZI, *Le politiche di remunerazione nelle banche tra regolamentazione e best practice*, cit., p. 61 ss.; FERRARINI-SIRI, *Le politiche di remunerazione nelle banche tra principi e regole*, in Cera-Lener (a cura di), *Remunerazioni e Manager. Uomini (d'oro) e no*, in *Analisi giuridica dell'Economia*, n. 2/2014, pp. 429 s.

2009, nonché nella “*Comunicazione del Governatore Draghi sui sistemi di remunerazione e incentivazione*” del 28 ottobre 2009.

In seguito, la disciplina è stata completamente trasposta, attraverso un procedimento piuttosto singolare ⁽¹⁹⁷⁾, nelle “*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 ⁽¹⁹⁸⁾, le quali hanno sostanzialmente recepito i principi elaborati in sede internazionale per fronteggiare la crisi economica ⁽¹⁹⁹⁾. In particolare, la Banca d’Italia nell’elaborazione del testo delle disposizioni ha considerato sia i principi contenuti nella Direttiva europea «CRD III» e nelle *Guidelines* del *Committee of European Banking Supervisors* (c.d. CEBS) – *European Banking Authority*

⁽¹⁹⁷⁾ Sul punto si v. NIGRO A., *Le remunerazioni degli amministratori e degli altri dirigenti delle banche*, in Di Cataldo (a cura di), *La governance delle società bancarie*, Milano, Giuffrè 2014, pp. 39 ss., il quale sottolinea che la singolarità deriva dal fatto che in Italia è stata data attuazione alla Direttiva n. 2010/76/CE con le disposizioni della Banca d’Italia del 30 marzo 2010 e solo in un secondo momento, con l’art. 22 della l. 15 dicembre 2011, n. 217, con cui sono stati modificati gli artt. 53 e 67 del T.u.b., è stato attribuito espressamente alla Banca d’Italia il potere di emanare “*disposizioni di carattere generale aventi a oggetto [...] i sistemi di remunerazione e di incentivazione*” e di adottare provvedimenti specifici, ove la situazione lo richieda, riguardanti “*la fissazione di limiti all’importo totale della parte variabile della remunerazione nella banca, quando sia necessario per il mantenimento di una solida base patrimoniale*”, nonché “*per le banche che beneficiano di eccezionali interventi di sostegno pubblico [...] limiti alla remunerazione complessiva degli esponenti aziendali*”.

⁽¹⁹⁸⁾ Il testo delle disposizioni è consultabile all’indirizzo http://www.bancaditalia.it/vigilanza/normativa/norm_bi/disposizioni-vig/politiche-prassi-remunerazione. Per approfondimenti si v. NIGRO A., *Le remunerazioni degli amministratori e degli altri dirigenti delle banche*, cit., pp. 37-47; IANNUZZI A.P., *Le politiche di remunerazione nelle banche tra regolamentazione e best practice*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2013, pp. 129 ss.; CAPRIGLIONE, *La governance bancaria tra interesse d’impresa e regole prudenziali (disciplina europea e specificità della normativa italiana)*, in De Angelis-Martina-Urbani (a cura di), *La riforma societaria alla prova dei suoi primi dieci anni*, Milano, Wolters Kluwer-Cedam, 2015, pp. 109 ss.; CAPIELLO-MORERA, *Del merito e delle ricompense dei vertici dell’impresa bancaria*, in *Analisi giuridica dell’Economia*, n. 2/2007, pp. 409-420.

⁽¹⁹⁹⁾ Si evidenzia che tutta la produzione regolamentare in materia di remunerazione adottata sia a livello Comunitario che dei singoli Stati membri ha risentito dei *Principles and Standards* elaborati il 25 settembre 2009 dal *Financial Stability Board* (FSB) sulla base dei principi elaborati dal *Financial Stability Forum* il 2 aprile 2009, consultabili all’indirizzo <http://www.financialstabilityboard.org>. Sul punto v. V. CALANDRA BUONAURA, *Crisi finanziaria, governo delle banche e sistemi di amministrazione e controllo*, cit., pp. 663-664.

Supervisors dal 1° gennaio 2011 ⁽²⁰⁰⁾ – sia le metodologie elaborate dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ⁽²⁰¹⁾.

Tale disciplina, in conformità all'impostazione comunitaria ⁽²⁰²⁾, regola *ex ante*, in modo estremamente dettagliato, non solo i processi decisionali per la determinazione della politica di remunerazione e le forme di comunicazione al pubblico, ma pure la stessa struttura retributiva ⁽²⁰³⁾, affidando peraltro all'Autorità di vigilanza il compito di verificarne il rispetto ⁽²⁰⁴⁾.

Si tratta di un approccio che ha suscitato diverse critiche in dottrina, essendo difficile accettare l'idea che i regolatori, guidati da obiettivi d'interesse pubblico, possano imporre tassativamente strutture e incentivi *ex ante* ⁽²⁰⁵⁾. Al riguardo, però, si evidenzia che, in considerazione degli interessi in gioco nelle imprese finanziarie, tra cui rientrano anche interessi pubblici connessi allo svolgimento dell'attività bancaria, e in particolare quello della stabilità dell'ente creditizio, il problema non è tanto la scelta tra *standards* e *rules*, ma

⁽²⁰⁰⁾ Le *Guidelines* del CEBS contengono un'enunciazione di rigidi principi e regole conformi sostanzialmente ai *Principles and Standards* elaborati dal *Financial Stability Board* (FSB).

⁽²⁰¹⁾ Il *Basel Committee on Banking Supervision* ha adottato i seguenti documenti: il *Compensation Principles and Standards Assessment Methodology* del 2010 e il *Range of Methodologies for Risk and Performance Alignment of Remuneration* del 2011.

⁽²⁰²⁾ CAPONE-LENER-GAUDIO, *Novità in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nel settore bancario*, febbraio 2016, p. 1, consultabile all'indirizzo http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/capone_l._lener_r._gaudio_g._novita_in_materia_di_politiche_e_prassi_di_remunerazione_e_incentivazione_nel_settore_bancario_2016_0.pdf, i quali sottolineano che "l'UE ha scelto di sottoporre il tema della remunerazione del personale [...] nel settore bancario ad una profonda regolazione *ex ante*, dapprima con la Direttiva 2010/76/CE (la CRD III) e, successivamente, con la Direttiva 2013/36/UE (la CRD IV)".

⁽²⁰³⁾ La disciplina bancaria in tema di politiche e struttura della remunerazione mostra sia a livello internazionale sia nazionale un crescente grado di dettaglio, da cui oggi deriva forse un'eccessiva limitazione dell'autonomia privata, non sempre giustificata da esigenze di coerenza prudenziale. Sul punto v. CAPRIGLIONE, *La governance bancaria tra interesse d'impresa e regole prudenziali (disciplina europea e specificità della normativa italiana)*, cit., pp. 112 s.

⁽²⁰⁴⁾ VITALI-MIRAMONDI, *La remunerazione degli amministratori di società quotate tra equilibrio degli interessi in gioco e assetti proprietari concentrati*, in *Riv. dir. banc.*, 4/2014, p. 9.

⁽²⁰⁵⁾ Si v. FERRARINI-SIRI, *Le politiche di remunerazione nelle banche tra principi e regole*, cit., pp. 415 ss. e 434 s., i quali, criticando le *rules*, reputano preferibile fondare la regolazione prudenziale dei sistemi di remunerazione sulla base di principi generali rivolti ai consigli di amministrazione, sotto il controllo *ex post* dell'Autorità di vigilanza.

piuttosto il grado di dettaglio che le regole possono assumere in materia ⁽²⁰⁶⁾. Infatti, vincoli troppo particolareggiati rischiano di compromettere la flessibilità necessaria per disegnare soluzioni rispondenti ai peculiari interessi sottesi al caso concreto.

Ricadono nell'ambito di applicazione della disciplina in commento le banche e i gruppi bancari, incluse le componenti estere, nonché le succursali italiane di banche extra-comunitarie, sebbene, in quest'ultimo caso, solo limitatamente alle norme che disciplinano la struttura e l'informativa al pubblico dei compensi elargiti nel corso dell'esercizio ⁽²⁰⁷⁾.

L'obiettivo principale delle disposizioni della Banca d'Italia è di pervenire, nell'interesse di tutti gli *stakeholders*, all'adozione di *“sistemi di remunerazione, in linea con le strategie e gli obiettivi aziendali di lungo periodo, collegati con i risultati aziendali, opportunamente corretti per tener conto di tutti i rischi, coerenti con i livelli di capitale e di liquidità necessari a fronteggiare le attività intraprese e, in ogni caso, tali da evitare incentivi distorti che possano indurre a violazioni normative o ad un'eccessiva assunzione di rischi per la banca e il sistema nel suo complesso”*.

Nella regolazione prudenziale dei sistemi di remunerazione dei *manager* bancari assume carattere nodale la previsione del collegamento tra il sistema di remunerazione e il profilo di rischio, alla luce delle peculiari caratteristiche che connotano l'attività bancaria. Tali imprese, infatti, operano facendo ricorso all'indebitamento, aumentando il conflitto tra azionisti e creditori rispetto alle altre imprese. All'interno delle banche, poi, è riscontrabile la mancanza di corrispondenza tra passività liquide e attività illiquide, che rende molto precaria la loro stabilità. Inoltre, sussistendo una facile sostituibilità degli attivi, è riscontrabile una maggiore propensione all'assunzione di rischi

⁽²⁰⁶⁾ Per la soddisfazione degli interessi pubblici sottesi all'attività bancaria, il legislatore può certamente dettare una disciplina esterna, che si manifesta anche nell'imposizione di obblighi di condotta limitativi dell'autonomia privata.

⁽²⁰⁷⁾ In tema di banche cooperative quotate v. CAMELLINI, *Commento sub. Artt. 135-bis a 135-octies T.U.F.*, in F. Vella (a cura di), *Commentario al decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58 (T.U.F.) e successive modificazioni*, Torino, 2012.

da parte dei soci e dei *manager* ⁽²⁰⁸⁾.

A tal fine, le disposizioni della Banca d'Italia, in linea con i principi di cui all'Allegato V della Direttiva europea, prevedendo che: (i) una quota sostanziale del compenso variabile, pari ad almeno il 50%, debba essere adeguatamente bilanciata con strumenti di partecipazione al capitale di rischio e soggetti ad adeguata politica di *retention* (paragrafo 5.2.3 delle disposizioni); (ii) una parte consistente della medesima componente variabile, pari ad almeno al 60% nel caso in cui la medesima sia particolarmente elevata e al 40% negli altri casi, debba essere soggetta a sistemi di pagamento differito per un periodo di tempo non inferiore a 3-5 anni, in modo tale che la remunerazione tenga conto dell'andamento nel tempo dei rischi assunti dalla banca (paragrafo 5.2.4 delle disposizioni); (iii) la quota di compenso differita possa essere corrisposta secondo un criterio pro-rata, a condizione però che tra la fine del periodo di valutazione e il pagamento della prima quota intercorra almeno un anno e che la frequenza dei pagamenti sia almeno annuale. Tutto ciò al fine di verificare se le *performance* alle quali la retribuzione variabile è stata collegata risultino effettivamente conseguite e confermate nel medio-lungo periodo, e in caso contrario, assoggettare la componente variabile della remunerazione a meccanismi di correzione *ex post*, anche attraverso clausole di *malus* o *claw back* ⁽²⁰⁹⁾.

Caratteristica altrettanto importante che denota la specialità della disciplina in commento, contrapponendola a quella del Testo unico della finanza, è il ruolo preminente attribuito all'assemblea ordinaria degli azionisti ⁽²¹⁰⁾. Infatti, ai

⁽²⁰⁸⁾ LAVINE R., *The Corporate Governance of Banks: A Concise Discussion of Concepts and Evidence*, Policy Research Working Papers. September 2004, consultabile all'indirizzo http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/0fa1e18048a7e589a23fe76060ad5911/DP_3_CG_of_Banks_Levine_2003.pdf?MOD=AJPERES.

⁽²⁰⁹⁾ Si precisa che gli intermediari «minori», cioè quelli con totale attivo pari o inferiore a 3,5 miliardi di euro di cui alla quarta macro-categoria SREP, possono non ottemperare sia all'obbligo d'investimento di una parte rilevante della componente variabile della remunerazione in strumenti di partecipazione al capitale di rischio, sia a quello di pagamento differito di una parte consistente della medesima componente. Inoltre, possono esimersi dall'osservare gli obblighi dettati in materia di politica pensionistica e di fine rapporto.

⁽²¹⁰⁾ Ruolo ulteriormente accentuato dal nuovo comma 4-*quinquies* dell'art. 53 t.u.b., introdotto dal d.lgs. n. 72/2015, il quale rimette all'Autorità di vigilanza il potere di

sensi dell'art. 4.1 del Regolamento, spetta all'assemblea ordinaria non solo determinare il compenso base degli organi dalla stessa nominati, ma anche l'approvazione delle politiche di remunerazione a favore degli organi con funzione di supervisione, gestione e controllo e del personale ⁽²¹¹⁾.

Alla base di tale attribuzione di competenza all'assemblea c'è l'intento di *“accrescere il grado di consapevolezza e il monitoraggio degli azionisti in merito ai costi complessivi, ai benefici e ai rischi del sistema di remunerazione e incentivazione prescelto”*, in modo da condurre all'adozione di sistemi remunerativi coerenti agli obiettivi di medio-lungo termine ⁽²¹²⁾.

Secondo parte della dottrina l'attribuzione di tale potere decisionario comporterebbe l'assunzione di corresponsabilità da parte dell'assemblea ⁽²¹³⁾, che sarebbe chiamata a svolgere un controllo sull'operato degli amministratori, allo scopo di prevenire i conflitti di interesse e assicurare che siano adottate tutte le cautele necessarie in considerazione dell'attività svolta dalle imprese finanziarie. Tale soluzione non appare però convincente, in quanto si ritiene di poter qualificare la politica sulla remunerazione come un atto soggettivamente complesso ineguale a formazione diacronica ⁽²¹⁴⁾, il

“prevedere che determinate decisioni in materia di remunerazione e di incentivazione siano rimesse alla competenza dell'assemblea dei soci, anche nel modello dualistico di amministrazione e controllo, stabilendo quorum costitutivi e deliberativi anche in deroga a norme di legge”.

⁽²¹¹⁾ Il paragrafo 4.1 delle disposizioni della Banca d'Italia prescrive 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 e del personale; (ii) i piani basati su strumenti finanziari (es. *stock option*). Si evidenzia che tale competenza non era stata prevista nella direttiva CRD III, ma è stata indicata solo come opzione dal *Committee of European Banking Supervisors*.

⁽²¹²⁾ CLEMENTE, *Sub art. 53 Vigilanza regolamentare*, in Capriglione (diretto da), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, Cedam, vol. II, 2012, p. 656; VITALI-MIRAMONDI, *La remunerazione degli amministratori di società quotate tra equilibrio degli interessi in gioco e assetti proprietari concentrati*, cit., p. 10

⁽²¹³⁾ RABITTI-SPATOLA, *Sub art. 123-ter t.u.f.*, cit., p. 1715, che attribuisce all'assemblea la respinsabilità per l'approvazione della politica di remunerazione, qualificabile come “atto complesso” e imputabile ad entrambi gli organi collegiali coinvolti; VITALI-MIRAMONDI, *La remunerazione degli amministratori di società quotate tra equilibrio degli interessi in gioco e assetti proprietari concentrati*, cit., p. 10.

⁽²¹⁴⁾ Con l'espressione “ineguale” si fa riferimento all'asimmetria di poteri esistente tra i due organi societaria, potendo il consiglio di amministrazione disattendere o discostarsi dal voto assembleare.

quale richiede l'espressione concorrente della volontà consiliare e assembleare allo scopo di perseguire l'unitaria finalità dell'interesse sociale ⁽²¹⁵⁾. Perciò, l'approvazione della politica sulla remunerazione da parte dell'assemblea comporta l'imputazione dell'atto in capo alla società, la quale resta *in primis* responsabile dell'operato dei propri organi (c.d. responsabilità organica) ⁽²¹⁶⁾. Si tratta eventualmente di capire se, a fronte dell'adozione di una politica sulla remunerazione dannosa per la società o *contra legem*, la società sia la sola tenuta a rispondere o se la responsabilità debba ricadere su altri soggetti, in particolare sui soci che hanno votato in modo favorevole ⁽²¹⁷⁾.

Proseguendo nell'analisi della disciplina, rappresentano ulteriori elementi caratterizzanti sia l'ambito soggettivo di applicazione, che è più ampio rispetto al Testo unico della finanza, in quanto comprende anche il «*personale più rilevante*», cioè quei soggetti diversi dagli amministratori esecutivi e *top management* la cui attività professionale ha o può avere un impatto rilevante sul profilo di rischio della banca ⁽²¹⁸⁾, sia la rigorosa politica pensionistica e di fine rapporto, che assoggetta anche detti emolumenti ai medesimi obblighi evidenziati per la componente variabile della remunerazione, al fine di

⁽²¹⁵⁾ Per approfondimenti sul concetto di atto complesso si v. GASPARRI, *Atti giuridici complessi*, Pisa, 1939, p. 89; SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, Jovene, 1997, pp. 211 s.; Cass., 27 aprile 1995, n. 4645; Cass., 17 marzo 1978, n. 1346.

⁽²¹⁶⁾ Tale affermazione è supportata dai dati testuali degli artt. 2377, 2378 e 2497 che prevedono la società come soggetto convenuto in giudizio per l'azione risarcitoria.

⁽²¹⁷⁾ Al riguardo, almeno in astratto, si ritiene di poter configurare una responsabilità (solidale con la società) in capo ai soci che, con dolo o colpa (quindi, conoscendo o potendo conoscere), hanno concorso all'adozione di una politica sulla remunerazione lesiva o *contra legem* (sul punto si v. GUERRIERI, *La nullità delle delibere assembleari di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2009, pp. 444, il quale sottolinea che la circostanza che un soggetto debba rispondere dei danni cagionati da una propria illegittima dichiarazione di volontà è un principio generale del sistema). Tuttavia, ai fini della configurabilità della responsabilità, ci si deve anche chiedere quale sia il grado di diligenza esigibile dal socio che nelle società quotate può essere un mero investitore oppure un investitore istituzionale. Esclusa l'applicazione dei rigidi parametri della diligenza professionale *ex art.* 1176 c.c., richiamati per gli amministratori dall'art. 2392, comma 1, c.c., si ritiene che la diligenza richiesta al socio nel valutare la legittimità della deliberazione posta ai voti sia quella dell'investitore medio (uomo medio), salva la possibilità di ritenere che, quando l'azionista possieda specifiche competenze (es. investitori istituzionali), la diligenza vada parametrata in base alle sue competenze.

⁽²¹⁸⁾ Si precisa che non sono considerati «altri *risk takers*» il personale la cui remunerazione totale lorda, inclusi i benefici pensionistici discrezionali, non eccede i 200.000 euro l'anno e, congiuntamente, la cui parte variabile non eccede la percentuale del 20%.

allineare anche questi compensi alle *performance* e agli interessi a lungo termine della banca (paragrafo 5.3 delle disposizioni).

La normativa appena descritta è stata recentemente parzialmente modificata dalla Circolare della Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013 “*Disposizioni di vigilanza per le banche - 7° aggiornamento*”, adotta il 18 novembre 2014, la quale ha recepito il contenuto della nuova Direttiva 2013/36/UE (c.d. CRD IV) ⁽²¹⁹⁾ – efficace dal 1° gennaio 2014 – che ha sostanzialmente confermato l'impianto di fondo già previsto dalla Direttiva comunitaria CRD III, compreso il principio di proporzionalità, introducendo, però, un sistema di regole molto più complesso e pervasivo del precedente. In particolare, sono state inserite previsioni molto più dettagliate in materia di *pay-out*, differimento della componente variabile e meccanismi di correzione *ex post*.

Ma la vera novità, giustificata con l'obiettivo di evitare un'eccessiva assunzione di rischi ⁽²²⁰⁾, è consistita nell'introduzione di un “*bonus cap*” alla componente variabile della remunerazione: essa, infatti, non può oggi superare il 100% della componente fissa (rapporto di 1:1), anche se è stata comunque prevista la possibilità di elevare tale limite al 200% (rapporto di 2:1) con delibera dell'assemblea ordinaria, adottata su proposta dell'organo con funzione di supervisione strategica, che deve dettagliatamente indicare i beneficiari, le giustificazioni sottostanti all'incremento del rapporto e le eventuali implicazioni, anche prospettiche, sulle regole prudenziali che la banca deve rispettare ⁽²²¹⁾.

⁽²¹⁹⁾ Per approfondimenti sulla Direttiva 2013/36/UE (c.d. CRD IV) si v. AMATUCCI-MOLLO, *La remunerazione degli amministratori di banche e di imprese di investimento nella Direttiva 2013/36/UE*, in Cera-Lener (a cura di), *Remunerazioni e Manager. Uomini (d'oro) e no*, cit., pp. 442 ss.; CAPIELLO, *I compensi variabili dei vertici bancari e l'Europa: un difficile rapporto*, in Cera-Lener (a cura di), *Remunerazioni e Manager. Uomini (d'oro) e no*, cit., pp. 453-461; FERRARINI-SIRI, *Le politiche di remunerazione nelle banche tra principi e regole*, cit., pp. 431 s.

⁽²²⁰⁾ Si v. il considerando n. 65 della Direttiva europea, il quale dispone che “*per evitare l'assunzione di rischi eccessivi, dovrebbe essere fissato un rapporto massimo tra la componente fissa e quella variabile della remunerazione totale*”.

⁽²²¹⁾ In merito al rapporto parte fissa e variabile della remunerazione si evidenzia che scelta analoga a quella italiana è stata fatta sia dalla Francia con il nuovo Article L. 511-78 del *Code monétaire et financier*, sia dalla Germania con la nuovo Section 25a para. 5 del *Kreditwesengesetz* (“KWG”). Diversamente, alla luce dell'art. 94, par. 1, lett. g, punto i), della

Tale innovazione è stata giustamente criticata da una parte della dottrina, la quale sostiene che sia altamente improbabile che un limite alla componente variabile della remunerazione possa evitare l'assunzione di rischi eccessivi da parte dei *top manager* della banca ⁽²²²⁾. Diversamente, secondo la medesima dottrina il “*bonus cap*” produrrà un aumento del livello di remunerazione sia nella componente fissa che in quella variabile, con conseguente aumento della vulnerabilità delle banche rispetto ai cicli economici, e una riduzione dell'incentivazione del *manager* alla creazione di valore, con conseguente riduzione della competitività delle banche rispetto alle altre imprese.

È peraltro già stato registrato un tentativo di aggiramento della regola del “*bonus cap*” mediante la qualificazione da parte delle banche delle componenti complementari della remunerazione, denominate “*role-based*”, come parte fissa della remunerazione, che ha provocato l'intervento dell'EBA nell'ottobre del 2014 per ribadire la loro classificazione come componente variabile ⁽²²³⁾.

Il quadro regolamentare appena delineato si completa con le ultime modifiche del Testo unico bancario introdotte dal d.lgs. 12 maggio 2015, n. 72, il quale ha recepito la Direttiva 2013/36/UE in tema di accesso all'attività degli enti creditizi e la vigilanza prudenziale.

Direttiva, che lascia comunque liberi gli Stati membri di stabilire una percentuale massima più bassa, i Paesi Bassi, con il nuovo *Wet beloningsbeleid financiële ondernemingen* (“*Wbfo*”) hanno limitato la soglia massima al 20% e il Belgio al 50%.

⁽²²²⁾ MURPHY K.J., *Regulating Banking Bonuses in the European Union: a Case Study in Unintended Consequences*, in *Eur Financial Management*, 2013, vol. 19, pp. 631-657; FERRARINI-SIRI, *Le politiche di remunerazione nelle banche tra principi e regole*, cit., pp. 432 ss.; CAPRIGLIONE, *La governance bancaria tra interesse d'impresa e regole prudenziali (disciplina europea e specificità della normativa italiana)*, cit., pp. 112 s., il quale evidenzia perplessità sul “*bonus cap*” osservando che, in situazioni aziendali caratterizzate da una significativa patrimonializzazione dell'ente e da un corretto *agere* del *management*, “*un eccessivo rigore disciplinare nella determinazione dei compensi finisce per configurare [...] una forma di costrizione (rectius: limitazione) dell'autonomia, non giustificata da esigenze di coerenza prudenziale*”.

cfr. NIGRO A., *Le remunerazioni degli amministratori e degli altri dirigenti delle banche*, cit, p. 44, il quale è favorevole all'introduzione di un limite quantitativo per la remunerazione dei managers delle società bancarie, specificando che però non intende far riferimento a cifre assolute (richiama ad esempio il patrimonio di vigilanza come termine di riferimento).

⁽²²³⁾ A tale intervento dell'EBA in Italia è seguita un'interrogazione a risposta scritta al Ministero dell'Economia e delle Finanze, presentata dall'Onorevole Sorial in data 3 novembre 2014.

In particolare, con tale intervento sono stati attribuiti all’Autorità di vigilanza, ai sensi dell’art. 53-*bis*, comma 1, lett. *d*), e 67-*ter*, comma 1, lett. *d*), t.u.b., penetranti poteri di intervento in tema di remunerazione ⁽²²⁴⁾, probabilmente anche frutto della presa d’atto che nel sistema bancario il voto vincolante degli azionisti non è di per sé sufficiente, in quanto gli stessi azionisti – alla luce delle caratteristiche di tali imprese – possono assumere anche la veste di istigatori per l’assunzione di rischi eccessivi ⁽²²⁵⁾. La disposizione richiamata, quindi, attribuisce alla Banca d’Italia il potere di fissare un nuovo limite all’importo totale della parte variabile delle remunerazioni “*bonus cap*”, qualora ciò sia necessario per il mantenimento di una solida base patrimoniale, nonché la facoltà di determinare anche un tetto massimo alla remunerazione complessiva (c.d. “*cap*”) degli esponenti aziendali della banca o della capogruppo che beneficiano di eccezionali interventi di sostegno pubblico ⁽²²⁶⁾.

Inoltre, il nuovo comma 4-*sexies* dell’art. 53 t.u.b. ha introdotto la sanzione della nullità per qualunque patto o clausola non conforme alle disposizioni in materia di sistemi di remunerazione e di incentivazione emanate dalla medesima Autorità di vigilanza, in conformità ai suoi poteri regolamentari di

⁽²²⁴⁾ L’eventuale inottemperanza alle indicazioni dell’Autorità di vigilanza è sanzionata sia nei confronti della società con l’applicazione di una “*sanzione amministrativa pecuniaria da euro 30.000 fino al 10 per cento del fatturato*” (art. 144, comma 1, lett. a, t.u.b.), sia nei confronti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, di direzione o di controllo, con una sanzione pecuniaria da euro 5.000 fino a 5 milioni, a condizione però che l’inosservanza sia conseguenza della violazione di doveri propri o dell’organo di appartenenza e la loro condotta abbia contribuito a determinare l’inottemperanza da parte della società (art. 144-*ter*, comma 1, lett. b, t.u.b.).

⁽²²⁵⁾ Per riferimenti generali sull’utilizzazione da parte degli azionisti della remunerazione per istigare gli amministratori ad accettare rischi più elevati si v. COFFEE J.G. JR., *BAIL-INS VERSUS BAIL-OUTS: Using Contingent Capital To Mitigate Systemic Risk*, Working Paper No. 380, October 22, 2010, p. 4, consultabile all’indirizzo <http://www.law.columbia.edu/lawec>.

⁽²²⁶⁾ Per le banche o i gruppi bancari che beneficiano dell’intervento governativo l’art. 93 della Direttiva prescrive i seguenti principi: a) la remunerazione variabile dev’essere rigorosamente limitata a una percentuale dei ricavi netti quando è incompatibile con il mantenimento di una solida base di capitale e con l’uscita tempestiva dal sostegno pubblico; b) le autorità competenti devono esigere che gli enti ristrutturino le remunerazioni in modo da allinearle a una sana gestione dei rischi e alla crescita a lungo termine, anche, ove appropriato, stabilendo limiti alla remunerazione dei membri dell’organo di gestione dell’ente; c) nessuna componente variabile della remunerazione edev’essere erogata ai membri dell’organo di gestione dell’ente, salvo non sia giustificato.

cui al comma 1, lett. *d*), del medesimo articolo, o di disposizioni contenute in atti dell'Unione europea direttamente applicabili ⁽²²⁷⁾.

3.2.6.2. Il settore assicurativo

Nonostante i compensi dei *manager* del settore assicurativo non abbiano mai raggiunto l'entità di quelli del settore bancario e assunto analoghe caratteristiche strutturali ⁽²²⁸⁾, l'ISVAP, in preparazione del nuovo assetto introdotto dalla Direttiva n. 2009/138/CE (c.d. *Solvency II*) – allora ancora in corso di implementazione – ha provveduto a disciplinare nel settore assicurativo la materia delle *remuneration policy* con il Regolamento ISVAP del 9 giugno 2011, n. 39 ⁽²²⁹⁾, adottato nell'ambito dei poteri di attuazione delle norme del codice delle assicurazioni private in materia di sana e prudente gestione, che mira a far adottare alle imprese assicuratrici politiche di remunerazione dirette a premiare i risultati di medio-lungo periodo e adeguatamente correlati ai rischi correlati ⁽²³⁰⁾.

In particolare, tali disposizioni sono state introdotte in considerazione dei principi e delle indicazioni fissati in materia dalle Raccomandazioni nn. 2009/384/CE e 2009/385/CE adottate dalla Commissione Europea il 30 aprile 2009, e gli indirizzi del *Financial Stability Board* (FSB) ⁽²³¹⁾, della

⁽²²⁷⁾ L'art. 53, comma 4-*sexies*, t.u.b. precisa che “La nullità della clausola non comporta la nullità del contratto. Le previsioni contenute nelle clausole nulle sono sostituite di diritto, ove possibile, con i parametri indicati nelle disposizioni suddette nei valori più prossimi alla pattuizione originaria”.

⁽²²⁸⁾ SIRI, *La politica di remunerazione per le imprese assicurative nel sistema prudenziale europeo di Solvency II*, in Cera-Lener (a cura di), *Remunerazioni e manager. Uomini (d'oro) e no*, in *Analisi giuridica dell'economia*, n. 2/2014, p. 489, il quale evidenzia come l'influenza è stata tale che “*si ritenevano astrattamente applicabili alle assicurazioni le indicazioni del CEBS*”.

⁽²²⁹⁾ Il testo del Regolamento adottato dall'allora autorità indipendente ISVAP (“*Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private e di Interesse Collettivo*”), a cui è subentrata nel gennaio 2013 l'IVASS (“*Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni*”) in seguito alla riorganizzazione attuata per coordinare la vigilanza con quella bancaria, è consultabile all'indirizzo http://www.isvap.it/isvap/imprese_jsp.

⁽²³⁰⁾ Si v. MONTALENTI, *Il sistema dei controlli interni nel sistema assicurativo*, in *Assicurazioni*, 2013, pp. 193-215.

⁽²³¹⁾ Per un approfondimento degli indirizzi del *Financial Stability Board* (FSB) v. CONFORTINI, *Stock option e bonus tra rischio d'impresa e rischio sistemico*, in *Contratto e impresa*, n. 4-5, 2011, pp. 999-1002; IANNUZZI, *Le politiche di remunerazione nelle banche*

International Association of Insurance Supervisors (IAIS) e dell'European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA).

L'ambito di applicazione di tale disciplina – in conformità al principio dell'*home country control* – è circoscritto alle imprese di assicurazione e riassicurazione con sede legale nel territorio della Repubblica, mentre per le sedi secondarie delle imprese con sede legale in uno Stato terzo è prevista l'applicabilità nei limiti della compatibilità con la loro organizzazione.

Si precisa, peraltro, che le disposizioni contenute nel Regolamento non si sostituiscono alle altre regole generali dettate in materia di remunerazione, ma si inseriscono in un più ampio sistema normativo che comprende anche la disciplina specifica per le società quotate.

Dal punto di vista contenutistico, la regolazione prudenziale dei sistemi di remunerazione nelle assicurazioni ribadisce i medesimi principi sottesi alla disciplina del settore bancario, nella prospettiva europea di realizzazione di un "*level playing field*" nell'ambito del mercato finanziario ⁽²³²⁾. Tuttavia, dal punto di vista strutturale, affronta la materia in maniera completamente opposta al settore bancario, caratterizzato da "principi e norme" che nella sostanza costituiscono regole, limitandosi a dettare dei principi generali da seguire nella predisposizione della politica di remunerazione e rimettendone l'attuazione all'autonomia delle singole imprese assicurative, sotto il controllo *ex post* da parte dell'Autorità di vigilanza ⁽²³³⁾; intervento esterno, che si

tra regolamentazione e best practice, cit., pp. 51 ss.

⁽²³²⁾ In tal senso si v. la Risoluzione del Parlamento europeo del 7 luglio 2010 sulla remunerazione degli amministratori delle società quotate e le politiche retributive nel settore dei servizi finanziari (2010/2009(INI)), la quale alla lett. E precisa che "*considerando le numerose iniziative avviate a livello mondiale, europeo e nazionale al fine di ovviare alle prassi retributive problematiche e considerando che è essenziale adottare una strategia coordinata a livello internazionale, non solo per garantire condizioni omogenee, ma anche per garantire la competitività dell'Europa su scala mondiale e promuovere una concorrenza sostenibile ed equa tra i mercati*". Testo consultabile all'indirizzo <http://www.europarl.europa.eu>; cfr. IANNUZZI, *Le politiche di remunerazione nelle banche tra regolamentazione e best practice, cit., p. 24.*

⁽²³³⁾ SIRI, *La politica di remunerazione per le imprese assicurative nel sistema prudenziale europeo di Solvency II, cit., p. 496*, il quale evidenzia che se l'autorità di vigilanza riesaminando le politiche e delle pratiche retributive dovesse ritenere che compromettono l'integrità del sistema di *governance* e la solvibilità dell'impresa, la medesima impresa sarebbe obbligata a un riesame per mitigare i rischi.

giustifica alla luce degli interessi pubblici sottesi allo svolgimento dell'attività assicurativa (fra cui appare preminente la stabilità dell'impresa assicurativa) che entrano in gioco accanto a quelli tradizionali riscontrabili in tutte le società quotate.

Il Regolamento ISVAP, in coerenza con i principi CEIOPS (²³⁴), non identifica a priori tutti i soggetti *risk taking*, ma lascia alle singole società la loro individuazione sulla base “*della posizione rivestita, del grado di responsabilità, del livello gerarchico, dell'attività svolta, delle deleghe conferite, dell'ammontare della remunerazione corrisposta, della possibilità di assumere posizioni di rischio, generare profitti o incidere su altre poste contabili per importi rilevanti*” (art. 2, lett. f, Reg.).

Il medesimo Regolamento, poi, all'art. 4 definisce i principi generali in tema di politiche di remunerazione, stabilendo che le imprese devono adottare politiche di remunerazione coerenti con la sana e prudente gestione del rischio e in linea con gli obiettivi strategici, la redditività e l'equilibrio dell'impresa nel lungo termine, evitando che le medesime siano basate in modo esclusivo o prevalente sui risultati di breve termine, che possono incentivare un'eccessiva esposizione al rischio.

A tal fine, alle imprese assicuratrici sono richiesti: (i) un “*corretto bilanciamento tra la componente fissa e quella variabile e [...] limiti massimi per la componente variabile*” (art. 11) (²³⁵); (ii) il riconoscimento della componente variabile al raggiungimento di risultati predeterminati, oggettivi e agevolmente misurabili, la cui fissazione deve avvenire in base “*indicatori di performance che tengano conto dei rischi attuali o futuri connessi ai risultati prefissati e dei correlati oneri in termini di costo del capitale impiegato e di liquidità necessaria*”, e “*a criteri non finanziari che contribuiscono alla*

(²³⁴) CEIOPS' Advice for. Level 2 Implementing Measures on Solvency II: Remuneration Issues, former Consultation Paper 59, October 2009, consultabile all'indirizzo <https://eiopa.europa.eu/CEIOPS-Archive/Documents/Advices/CEIOPS-DOC-51-09%20L2-Advice-Remuneration-Issues.pdf>.

(²³⁵) Si evidenzia che il Regolamento ISVAP, diversamente dalla disciplina dettata in ambito bancario, non prescrive alcun obbligo di bilanciare parte del compenso variabile con strumenti di partecipazione al capitale di rischio soggetti a politiche di *retention*.

creazione di valore per l'impresa" (art. 12); (iii) il differimento temporale della corresponsione di una parte consistente della componente variabile ⁽²³⁶⁾, il cui termine dev'essere fissato dalla medesima impresa assicurativa in funzione del ruolo e del livello di *seniority* del soggetto e della natura dei rischi connessi alla sua attività, con la previsione di un *risk adjustment* (art. 13); (iv) la previsione di un intervallo temporale prima dell'attribuzione delle azioni o degli strumenti finanziari e di un obbligo di conservazione di parte degli stessi fino al termine del mandato (c.d. *holding period*), al fine di scongiurare condotte tese solo alla massimizzazione dei risultati finanziari nel breve periodo (art. 14); (v) la previsione di limiti quantitativi all'importo dovuto in caso di anticipata cessazione dall'incarico (c.d. *golden parachutes*) e casi di esclusione (art. 15).

Sotto il profilo procedimentale, al pari di quanto previsto dalla disciplina specifica del settore bancario e in netta contrapposizione alla scelta fatta dal legislatore con l'introduzione dell'art. 123-ter t.u.f., il Regolamento ISVAP ⁽²³⁷⁾ rafforza il ruolo dell'assemblea ordinaria attribuendogli la competenza ad approvare le politiche di remunerazione, ai sensi del combinato disposto degli artt. 6 e 7, comma 1 ⁽²³⁸⁾. Per alcune considerazioni sulla natura giuridica del voto assembleare vincolante e sui relativi profili di responsabilità si rinvia a quanto sopra evidenziato per le banche.

⁽²³⁶⁾ L'impresa può introdurre clausole di *malus*, che le consentono di non erogare corrispettivi nel caso in cui i risultati prefissati non siano stati raggiunti ovvero qualora si sia verificato un significativo deterioramento della situazione patrimoniale o finanziaria dell'impresa, e *claw back*, che consentono la restituzione di quanto già erogato nel caso in cui i risultati ottenuti non siano duraturi nel medio-lungo termine o dovuti a comportamenti fraudolenti.

⁽²³⁷⁾ SIRI, *La politica di remunerazione per le imprese assicurative nel sistema prudenziale europeo di Solvency II*, cit., pp. 497 s., il quale sottolinea il rafforzamento del ruolo dell'assemblea attraverso un'adeguata ed esaustiva informazione *ex ante* ed *ex post*, al fine di consentire all'assemblea il consapevole esercizio del diritto di voto per l'approvazione.

⁽²³⁸⁾ L'art. 6 del Regolamento prescrive che "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", mentre l'art. 7, comma 1, dispone che "Il consiglio di amministrazione definisce e rivede periodicamente le politiche di remunerazione ai fini dell'approvazione dell'assemblea ordinaria prevista dall'articolo 6 ed è responsabile della loro corretta applicazione".

Tale disciplina, peraltro, è sostanzialmente coerente con le indicazioni tracciate a livello comunitario dalle recenti misure d'implementazione della Direttiva n. 2009/138/CE (c.d. direttiva *Solvency II*), adottate al secondo livello dalla Commissione europea con l'art. 275 SG13 EU Commission (2014) ⁽²³⁹⁾ e al terzo livello dall'EIOPA con le "*Guidelines on System of*

⁽²³⁹⁾ L'art. 275 SG13 del COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) del 10.10.2014 C(2014) 7230 final, "supplementing Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II)", dispone che "*When establishing and applying the remuneration policy referred to in Article SG1 249 (1), insurance and reinsurance undertakings shall comply with at least the following principles: (a) the remuneration policy and remuneration practices shall be established, implemented and maintained in line with the undertaking's business and risk management strategy, its risk profile, objectives, risk management practices and the long-term interests and performance of the undertaking as a whole and shall incorporate measures aimed at avoiding conflicts of interest; (b) the remuneration policy promotes sound and effective risk management and shall not encourage risk-taking that exceeds the risk tolerance limits of the undertaking; (c) the remuneration policy applies to the undertaking as a whole, and contains specific arrangements that take into account the tasks and performance of the administrative, management or supervisory body, persons who effectively run the undertaking or have other key functions and other categories of staff whose professional activities have a material impact on the undertaking's risk profile; (d) the administrative, management or supervisory body of the undertaking which establishes the general principles of the remuneration policy for those categories of staff whose professional activities have a material impact on the undertaking's risk profile is responsible for the oversight of its implementation; (e) there shall be clear, transparent and effective governance with regard to remuneration, including the definition of the remuneration policy and its oversight; (f) an independent remuneration committee shall be created, where appropriate in relation to significance of the insurance or reinsurance undertakings in terms of size and internal organization, in order to periodically support the administrative, management or supervisory body in overseeing the design of the remuneration policy and remuneration practices, their implementation and operation; (g) the remuneration policy shall be disclosed to each member of the undertaking's staff.*

Specific arrangements referred to in point (c) of paragraph 1c shall comply with the following principles: (a) where remuneration schemes include both fixed and variable components, such components shall be balanced so that the fixed or guaranteed component represents a sufficiently high proportion of the total remuneration to avoid employees being overly dependent on the variable components and allowing the undertaking to operate a fully flexible bonus policy, including the possibility of paying no variable component; (b) where variable remuneration is performance-related, the total amount of the variable remuneration is based on a combination of the assessment of the performance of the individual and of the business unit concerned and of the overall result of the undertaking or the group to which the undertakings belongs. The variable part of remuneration of the staff engaged in the functions referred to in Articles SG7 to SG10 shall be independent from the performance of the operational units and areas that are submitted to their control; (c) the payment of a substantial portion of the variable remuneration component, irrespective of the form in which it is to be paid, shall contain a flexible, deferred component that takes account of the nature and time horizon of the undertaking's business. The deferral period shall not be less than three years and the period shall be correctly aligned with the nature of the business, its risks, and the activities of the employees in question; (d) when assessing an individual's

Governance” del 14 settembre 2015 ⁽²⁴⁰⁾, in forza delle quali la supervisione sulle politiche di remunerazione ha assunto specifica valenza nell’ambito dei requisiti qualitativi di governo societario ⁽²⁴¹⁾.

Nondimeno, alla luce delle *Guidelines* dell’EIOPA, l’IVASS – in vista dell’approvazione dei bilanci dell’esercizio 2015 – con lettera del 20 gennaio 2016, indirizzata alle imprese assicurative italiane, ha ribadito che le politiche

performance, not only financial but also non-financial criteria shall be taken into account; (e) the measurement of performance, as a basis for variable remuneration, shall include a downwards adjustment for exposure to current and future risks, taking into account the undertaking’s risk profile and cost of capital; (f) termination payments shall be related to performance achieved over the whole period of activity and be designed in a way that does not reward failure; (g) persons subject to the remuneration policy should commit to not using any personal hedging strategies or remuneration and liability-related insurance which would undermine the risk alignment effects embedded in their remuneration arrangement. The remuneration policy shall take into account the internal organization of the insurance or reinsurance undertaking, and the nature, scale and complexity of the risks inherent in its business”.

⁽²⁴⁰⁾ L’Orientamento 9 delle *guideline* prevede che: “1.38. Nella sua politica di retribuzione, l’impresa dovrebbe perlomeno garantire che: a) le retribuzioni concesse non pregiudichino la propria capacità di mantenere una base patrimoniale adeguata; b) gli accordi di retribuzione con i fornitori di servizi non incorraggino un’eccessiva assunzione di rischi, in considerazione della strategia di gestione del rischio dell’impresa. 1.39. L’impresa di assicurazione o di riassicurazione partecipante, la società di partecipazione assicurativa o la società di partecipazione finanziaria mista dovrebbero adottare e attuare una politica di retribuzione valida per tutto il gruppo. Ciò dovrebbe tener conto della complessità e delle strutture del gruppo al fine di elaborare, sviluppare e attuare una politica coerente per l’intero gruppo che sia in linea con le strategie di gestione dei rischi dello stesso. Detta politica dovrebbe essere applicata a tutte le persone rilevanti a livello di gruppo e a livello di singolo soggetto. 1.40. L’impresa di assicurazione o di riassicurazione partecipante, la società di partecipazione assicurativa o la società di partecipazione finanziaria mista dovrebbero garantire: a) una coerenza globale delle politiche di retribuzione del gruppo, assicurandone la conformità con i requisiti legali che interessano le imprese appartenenti al gruppo e verificandone la corretta applicazione; b) la conformità di tutte le imprese appartenenti al gruppo ai requisiti di retribuzione; c) una gestione dei rischi sostanziali a livello di gruppo legati alle questioni di retribuzione dei soggetti del gruppo”. Il testo è consultabile all’indirizzo <https://eiopa.europa.eu/publications/eiopa-guidelines/guidelines-on-system-of-governance-solvency-ii>.

⁽²⁴¹⁾ È opportuno sottolineare che tra il sistema assicurativo e quello bancario sussiste un’evidente disomogeneità di fonti in materia di remunerazioni, in quanto nel settore bancario i principi in materia non sono stati introdotti con misure di secondo o terzo livello, ma direttamente dalla Direttiva 2010/76/CE. Per un approfondimento si v. SIRI, *La politica di remunerazione per le imprese assicurative nel sistema prudenziale europeo di Solvency II*, cit., pp. 487-502, il quale analizza i principi fondamentali contenuti della direttiva, successivamente completati dalle misure di secondo livello (atti delegati) e di terzo livello (linee guida); DONATI-VOLPE PUTZOLU, *Manuale di diritto delle assicurazioni*, Milano, Giuffrè, 2012, p. 44, che sottolineano come la direttiva definisca un nuovo sistema di solvibilità in cui viene attribuito particolare rilievo alla qualità della gestione dei rischi e alla solidità dei controlli interni (c.d. *Own Risk and Solvency Assessment* - ORSA).

di remunerazione adottande avrebbero dovuto essere improntate alla massima prudenza nella distribuzione dei dividendi e nella corresponsione della componente variabile della remunerazione agli esponenti aziendali, oltre che mirate alla conservazione o al raggiungimento – sul piano sia individuale, sia consolidato – di un livello di solvibilità attuale e prospettica coerente con il complesso dei rischi assunti dall’impresa, fermo restando il rispetto dei requisiti patrimoniali obbligatori (approccio c.d. *total balance sheet*)⁽²⁴²⁾.

In conclusione, è possibile esprimere un giudizio positivo sul quadro regolamentare delineato nel settore assicurativo, in quanto gli *standard* di comportamento e controllo garantiscono l’elasticità necessaria per adattare la politica di remunerazione alla singola situazione concreta.

3.2.6.3. Le società quotate a partecipazione pubblica

Per completare l’analisi della disciplina in materia di remunerazione degli amministratori è necessario prendere in considerazione anche il peculiare quadro normativo delle società a partecipazione pubblica⁽²⁴³⁾.

L’art. 23-*bis* del d.l. n. 201/2011⁽²⁴⁴⁾, ripetutamente modificato e integrato da una serie di successivi interventi legislativi, prevede infatti dei limiti alla

⁽²⁴²⁾ Il testo della lettera dell’IVASS del 20 gennaio 2016 è consultabile all’indirizzo http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/lettera_al_mercato_ivass_20_gennaio_2016.pdf. L’autorità evidenzia in particolare la necessità che le politiche di remunerazione tengano conto anche di potenziali condizioni di mercato avverse, che incidono significativamente sul valore delle attività e passività dell’impresa.

⁽²⁴³⁾ Si evidenzia che in merito a tale disciplina sono già state avanzate diverse critiche da parte della stampa (PALO, *Manager, flop del tetto agli stipendi. Lo aggirano una società pubblica su tre*, in *Il Resto del Carlino*, 2 marzo 2016, pp. 8 s.).

⁽²⁴⁴⁾ L’art. 23-*bis* del d.l. 6 dicembre 2011, n. 201 “Disposizioni urgenti per la crescita, l’equità e il consolidamento dei conti pubblici”, convertito, con modificazioni, in l. 22 dicembre 2011, n. 214, prevede specifiche norme in materia di compensi degli amministratori rivestiti di particolari cariche nelle società non quotate controllate dal Ministero dell’economia e delle finanze, disponendo che: (i) tali società siano classificate per fasce, sulla base di appositi indicatori dimensionali e qualitativi, e per ciascuna fascia sia determinato, con apposito decreto del MEF, il compenso massimo al quale i rispettivi consigli di amministrazione dovranno far riferimento per la determinazione degli emolumenti di cui all’art. 2389, comma 3, c.c. (comma 1); (ii) sempre con decreto del MEF si provvede poi a rideterminare, almeno ogni tre anni, le fasce di classificazione e il relativo importo massimo (comma 2); (iii) Gli emolumenti possono includere una componente variabile che non può essere inferiore al 30% della componente fissa e che è corrisposta in misura proporzionale al grado di raggiungimento di obiettivi annuali oggettivi e specifici, predeterminati dal consiglio

remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche di società non quotate controllate direttamente o indirettamente da pubbliche amministrazioni di cui all'art. 1, comma 2, del d.lgs. n. 165/2001 ⁽²⁴⁵⁾.

Il legislatore, mediante l'art. 84-*ter* della l. 9 agosto 2013, n. 98 ⁽²⁴⁶⁾, ha aggiunto all'articolo richiamato tre nuovi commi, da 5-*quater* a 5-*sexies*, i quali – ispirati alla filosofia della c.d. *spending review* – introducevano una peculiare disciplina diretta al contenimento degli emolumenti anche degli amministratori delle società che emettono strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati, controllate direttamente o indirettamente da pubbliche amministrazioni ⁽²⁴⁷⁾, e delle società dalle medesime controllate, limitatamente però al primo rinnovo dei consigli di amministrazione successivo al 10 agosto 2013, ovvero ai compensi eventualmente ancora da determinare in via definitiva, e salvo comunque il caso che nei dodici mesi antecedenti fosse già stata posta in essere una riduzione dei compensi.

In particolare, il comma 5-*quater* dell'art. 23-*bis* del d.l. n. 201/2011 disponeva che le società che emettono esclusivamente strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati diversi dalle azioni, nonché per le società dalle stesse controllate, il compenso dell'amministratore delegato e del

di amministrazione (comma 3); (iv) Per le società non quotate indirettamente controllate del MEF, i consigli di amministrazione, nella determinazione degli emolumenti di cui all'art. 2389, comma 3, c.c., non possono superare il limite massimo stabilito dal sopradetto decreto ministeriale per la società controllante né, comunque, quello costituito dal trattamento economico del primo presidente di Cassazione (comma 4).

⁽²⁴⁵⁾ Ai sensi dell'art. 1, co. 2, del d.lgs. n. 165/2001, sono pubbliche amministrazioni lo Stato, ivi compresi gli istituti e scuole di ogni ordine e grado e le istituzioni educative, le aziende ed amministrazioni dello Stato ad ordinamento autonomo, le Regioni, le Province, i Comuni, le Comunità montane, e i loro consorzi e associazioni, istituzioni universitarie, Istituti autonomi case popolari, le Camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura e loro associazioni, gli enti pubblici non economici nazionali, regionali e locali, amministrazioni, aziende e gli enti del Servizio sanitario nazionale, Agenzia per la rappresentanza negoziale delle pubbliche amministrazioni (ARAN) e Agenzie di cui al d.lgs. n. 300/1999.

⁽²⁴⁶⁾ La l. 9 agosto 2013, n. 98 ha convertito il d.l. n. 69/2013 (c.d. "*Decreto del fare*").

⁽²⁴⁷⁾ Si evidenzia che l'art. 34, comma 38, del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 definisce – ai fini della corretta applicazione delle disposizioni in materia di contenimento della spesa pubblica riguardanti le società partecipate dalle pubbliche amministrazioni di cui all'art. 1, comma 2, della l. 31 dicembre 2009, n. 196 – "*società quotate*" le società emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati. Tale disposizione è stata interpretata dall'Avvocatura generale dello Stato (parere emesso in data 23 marzo 2013) comprendente sia le società emittenti azioni quotate in mercati regolamentati, sia le società emittenti altri strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati, quali, ad esempio, i titoli obbligazionari.

presidente del consiglio d'amministrazione di cui all'art. 2389, comma 3, c.c. *“non può essere previsto e corrisposto in misura superiore al 75 per cento del trattamento economico complessivo a qualsiasi titolo determinato, compreso quello per eventuali rapporti di lavoro con la medesima società, nel corso del mandato antecedente al rinnovo”* ⁽²⁴⁸⁾.

Diversamente, per le società che emettono titoli azionari quotati in mercati regolamentati, il comma 5-*quinquies* dell'art. 23-bis del d.l. n. 201/2011 stabiliva che, in sede di rinnovo dei consigli di amministrazione, venisse *“sottoposta all'approvazione dell'assemblea degli azionisti (con voto vincolante) una proposta in materia di remunerazione degli amministratori con deleghe di dette società e delle loro controllate, conforme ai criteri di cui al comma 5-quater”* ⁽²⁴⁹⁾. In tale, sede l'azionista di controllo pubblico è tenuto ad esprimere assenso alla proposta di cui al primo periodo” ⁽²⁵⁰⁾.

La differenza di disciplina di contenimento dei compensi degli amministratori trovava giustificazione nella natura privatistica in senso stretto delle società con azioni quotate su mercati regolamentati, che rendeva necessario garantire loro la massima autonomia decisionale ⁽²⁵¹⁾. Ciò trovava conferma nel comunicato stampa del Ministero Economia e Finanze n. 81 del 28 marzo 2014, il quale ha precisato che, nonostante la previsione del voto obbligatorio del socio pubblico, *“resta inteso che per queste società la maggioranza assembleare potrebbe determinare un esito del voto diverso da quanto*

⁽²⁴⁸⁾ Tra le società a cui si applica il comma 5-*quater* perché emettono esclusivamente strumenti finanziari quotati diversi dalle azioni rientrano ad esempio Cassa Depositi e Prestiti s.p.a., FS-Ferrovie dello Stato Italiane s.p.a., Enav e Radiotelevisione Italiana S.p.A. (quest'ultima, poco meno di un anno fa, ha collocato sul mercato il primo prestito obbligazionario).

⁽²⁴⁹⁾ Sul punto si v. BRUNO-BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedure, risultati, prospettive*, cit., p. 1289, i quali ipotizzano una responsabilità degli amministratori, rilevante ai sensi degli artt. 2393 e 2393-*bis* c.c., per violazione dell'obbligo di inserire il tetto massimo al compenso quale punto all'ordine del giorno, in quanto la determinazione di un compenso superiore al limite massimo previsto dalla norma cagionerebbe un danno alla sociale.

⁽²⁵⁰⁾ Tra le società quotate a cui si applica la disciplina di cui al comma 5-*quinquies* rientrano, ad esempio, Enel s.p.a., Eni s.p.a., Finmeccanica s.p.a. e Poste Italiane s.p.a.

⁽²⁵¹⁾ In tal senso si veda l'Atto Camera n. 1248 relativo alla *“Conversione in legge del decreto-legge 21 giugno 2013, n. 69, recante disposizioni urgenti per il rilancio dell'economia”* consultabile all'indirizzo <http://documenti.camera.it/leg17/dossier/Testi/D13069ds1.htm>.

auspicato dalla norma”⁽²⁵²⁾).

Il quadro normativo sopra delineato è stato profondamente modificato dal “*Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica*”, approvato dal Consiglio dei Ministri n. 125 del 10 agosto 2016, il quale con l’art. 11, commi 6 e 10, ha introdotto nuovi limiti per la remunerazione degli amministratori delle società controllate pubbliche non quotate e legato la componente variabile alle *performance* ⁽²⁵³⁾ – peraltro intimando all’amministrazione pubblica titolare di una partecipazione superiore al dieci per cento del capitale della società non controllate di proporre agli organi societari l’introduzione di misure analoghe – e con l’art. 28, lett. n), ha abrogato “*l’articolo 23-bis, commi 5-bis, 5-ter, 5-quater, 5-quinquies e 5-sexies, del decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito, con modificazioni, dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214*”.

Di conseguenza, considerato il dato letterale dell’art. 1, comma 5, del nuovo T.U., il quale stabilisce che “*Le disposizioni del presente decreto si applicano,*

⁽²⁵²⁾ Il comunicato stampa del Ministero Economia e Finanze n. 81 del 28 marzo 2014 è consultabile all’indirizzo www.mef.gov.it

⁽²⁵³⁾ L’art. 11, comma 6, del T.U. dispone che “*Con decreto del Ministro dell’economia e delle finanze sentita la Conferenza unificata per i profili di competenza, previo parere delle Commissioni parlamentari competenti, per le società a controllo pubblico sono definiti indicatori dimensionali quantitativi e qualitativi al fine di individuare fino a cinque fasce per la classificazione delle suddette società. Per ciascuna fascia è determinato, in proporzione, il limite dei compensi massimi al quale gli organi di dette società devono fare riferimento, secondo criteri oggettivi e trasparenti, per la determinazione del trattamento economico annuo onnicomprensivo da corrispondere agli amministratori, ai titolari e componenti degli organi di controllo, ai dirigenti e ai dipendenti, che non potrà comunque eccedere il limite massimo di euro 240.000 annui al lordo dei contributi previdenziali e assistenziali e degli oneri fiscali a carico del beneficiario, tenuto conto anche dei compensi corrisposti da altre pubbliche amministrazioni o da altre società a controllo pubblico. Le stesse società verificano il rispetto del limite massimo del trattamento economico annuo onnicomprensivo dei propri amministratori e dipendenti fissato con il suddetto decreto. Sono in ogni caso fatte salve le disposizioni legislative e regolamentari che prevedono limiti ai compensi inferiori a quelli previsti dal decreto di cui al presente comma. Il decreto stabilisce altresì i criteri di determinazione della parte variabile della remunerazione, commisurata ai risultati di bilancio raggiunti dalla società nel corso dell’esercizio precedente, nonché i casi in cui. In caso di risultati negativi attribuibili alla responsabilità dell’amministratore, la parte variabile non può essere corrisposta all’amministratore anche in presenza di risultati negativi*”; mentre il comma 10 prescrive che “*È comunque fatto divieto di corrispondere agli amministratori o ai dirigenti delle società a controllo pubblico indennità o trattamenti di fine mandato diversi o ulteriori rispetto a quelli previsti dalla legge o dalla contrattazione collettiva ovvero di stipulare patti o accordi di non concorrenza, anche ai sensi dell’articolo 2125 del codice civile*”.

solo se espressamente previsto, alle società quotate, come definite dall'articolo 2, comma 1, lettera o)", e che l'art. 11 non prevede espressamente l'applicazione alle società quotate (²⁵⁴), attualmente le remunerazioni degli amministratori delle società a partecipazione pubblica quotate in mercati regolamentati o dalle stesse controllate (²⁵⁵) sono disciplinate esclusivamente dal codice civile e dal Testo unico della finanza, in linea con la logica di "eliminazione dei regimi di esclusiva e la piena espansione della concorrenza nel mercato" (²⁵⁶) rintracciabile a livello comunitario nell'art. 106 TFUE (²⁵⁷).

Si osserva, tuttavia, che sfuggono alla nozione di società quotata di cui al T.U. in materia di società a partecipazione pubblica le società ammesse all'AIM Italia – mercato di Borsa Italiana dedicato alle piccole e medie imprese italiane ad alto potenziale di crescita – in quanto espressamente classificato dalla Consob come sistema multilaterale di negoziazione (c.d. Mtf) di cui all'art. 77-bis t.u.f., che si colloca nel capo II del Testo unico della finanza intitolato "Sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati".

(²⁵⁴) Si evidenzia che sono espressamente applicabili alle società quotate solo gli artt. 8 ("Acquisto di partecipazioni in società già costituite"), 9 ("Gestione delle partecipazioni pubbliche"), 24 ("Revisione straordinaria delle partecipazioni") e 26 ("Altre disposizioni transitorie").

(²⁵⁵) Sono definite "società quotate": (i) le società a partecipazione pubblica che emettono azioni quotate in mercati regolamentati; (ii) le società che hanno emesso, alla data del 31 dicembre 2015, strumenti finanziari, diversi dalle azioni, quotati in mercati regolamentati; (iii) le società partecipate dalle une o dalle altre, salvo che le stesse siano anche controllate o partecipate da amministrazioni pubbliche.

(²⁵⁶) In tal senso v. Corte dei conti, Sezione delle Autonomie, *Gli organismi partecipati degli enti territoriali*, deliberazione n. 24/2015, p. 33.

(²⁵⁷) Sul punto si v. OECD, *Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*, 2015, par. III, lett. E), p. 22, secondo cui "As a guiding principle, SOEs undertaking economic activities should not be exempt from the application of general laws, tax codes and regulations. Laws and regulations should not unduly discriminate between SOEs and their market competitors (...)". Per approfondimenti v. CODAZZI, *Gli azionisti e la società nel modello europeo di cd. "say on pay": alcuni spunti di riflessione alla luce dell'art. 123-ter, comma 6, TUF*, cit., pp. 26 ss., la quale sottolinea che il legislatore con il nuovo T.U. ha fatto propria la visione secondo cui "la disciplina delle società partecipate debba essere ricostruita ("salvo espressa deroga legislativa") in base al diritto societario comune, laddove la presenza della partecipazione pubblica non sarebbe tale da snaturare l'istituto societario con l'applicazione di regole non compatibili con la natura privatistica e lo scopo lucrativo dello stesso.

CAPITOLO 4

I MECCANISMI DI RISOLUZIONE DEL POTENZIALE CONFLITTO DI INTERESSI NELLE PROCEDURE DI DETERMINAZIONE DEL COMPENSO

SOMMARIO: 4.1. *Il Comitato per la remunerazione (CoRem)* – 4.1.1. *Il ruolo* – 4.1.2 *La disciplina italiana* – 4.1.3. *I rapporti endoconsiliari: il CoRem, gli altri Comitati e gli amministratori delegati* – 4.1.4. *Profili comparatistici* – 4.1.5. *I consulenti esterni del CoRem* – 4.1.5.1. *Il ruolo* – 4.1.5.2. *L'effetto legittimante della consulenza* – 4.1.5.3. *Il potenziale conflitto di interessi connesso all'attività di consulenza* – 4.2. *Il controllo degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli executives* – 4.2.1. *Il ruolo del Say-on-Pay* – 4.2.2. *Sintesi comparativa sul Say-on-pay* – 4.2.2.1. *Regno Unito* – 4.2.2.2. *Stati Uniti* – 4.2.2.3. *Australia* – 4.2.2.4. *Germania* – 4.2.2.5. *Svizzera* – 4.2.3. *L'ordinamento italiano* – 4.2.3.1 *Delibere assembleari "consultive" e profili di responsabilità dell'organo amministrativo* – 4.2.3.2. *Gli effetti connessi alla violazione delle norme in materia di relazione sulla remunerazione* – 4.2.4. *Shareholder activism in tema di remunerazione e long termism* – 4.2.4.1. *La promozione della gestione nella logica long-termism* – 4.2.4.2. *Lo shareholder engagement come nuovo paradigma di governance* – 4.2.4.3. *L'attivismo degli investitori istituzionali in Italia sulle politiche di remunerazione* – 4.2.4.4. *Il ruolo dei proxy advisor nell'esercizio del diritto di voto*

4.1. Il Comitato per la remunerazione

4.1.1. Il ruolo

Al fine di assicurare che la remunerazione non rappresenti un mero atto autoreferenziale degli amministratori, ma sia il frutto di una negoziazione corretta e bilanciata, il nostro legislatore ha accentuato il ruolo degli amministratori indipendenti, che sono oggi chiamati a intervenire nel procedimento di adozione della politica di remunerazione mediante la partecipazione in un apposito Comitato costituito all'interno del consiglio di amministrazione.

Per inquadrare il ruolo e la funzione del Comitato per le remunerazioni è preliminarmente necessario ribadire che il nostro ordinamento rimette alla competenza dell'assemblea la determinazione del compenso ordinario-base degli amministratori, ai sensi del combinato disposto degli artt. 2364, comma 1, n. 3, e 2389, comma 1, c.c., mentre attribuisce al consiglio di

amministrazione la competenza sulla determinazione dei compensi aggiuntivi e straordinari degli amministratori con particolari deleghe *ex art. 2389*, comma 3, c.c., in quanto rientrante nella *governance* societaria.

Tale competenza, però, come già evidenziato cela inevitabili conflitti d'interessi tra gli amministratori delegati e la società ⁽²⁵⁸⁾, che hanno indotto il legislatore – tenuto anche conto del fatto che la componente remunerativa degli *executives* è la più rilevante – a prevedere per le società con azioni quotate o diffuse fra il pubblico in misura rilevante, specifiche regole dirette ad assicurare maggiore trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale nell'assunzione delle decisioni.

La questione del conflitto d'interessi, infatti, aveva suscitato un ampio dibattito antecedentemente alla riforma del diritto societario del 2003, in quanto, la specifica disciplina dettata dal codice civile in materia (artt. 2373 e 2391 c.c.) ⁽²⁵⁹⁾ sembrava imporre all'amministratore il dovere di astenersi dal

⁽²⁵⁸⁾ MUCCIARELLI F.M., *I compensi agli amministratori esecutivi nelle società quotate: uno sguardo comparatistico a Regno Unito, Germania e Stati Uniti d'America*, in *Remunerazioni e Manager. Uomini (d'oro) e no* a cura di Cera e Lener, in *Analisi giuridica dell'economia*, n. 2/2014, p. 298.

⁽²⁵⁹⁾ Per comodità di lettura, si riportano i testi dei previgenti artt. 2373 e 2391 c.c.:

Art. 2373. *Conflitto d'interessi* – Il diritto di voto non può essere esercitato dal socio nelle deliberazioni in cui egli ha, per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto con quello della società. In caso d'inosservanza della disposizione del comma precedente, la deliberazione, qualora possa recare danno alla società, è impugnabile a norma dell'articolo 2377 se, senza il voto dei soci che avrebbero dovuto astenersi dalla votazione, non si sarebbe raggiunta la necessaria maggioranza.

Gli amministratori non possono votare nelle deliberazioni riguardanti la loro responsabilità. Le azioni per le quali, a norma di questo articolo, non può essere esercitato il diritto di voto sono computate ai fini della regolare costituzione dell'assemblea.

Il diritto di voto non può essere esercitato dal socio nelle deliberazioni in cui egli ha, per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto con quello della società. In caso d'inosservanza della disposizione del comma precedente, la deliberazione, qualora possa recare danno alla società, è impugnabile a norma dell'articolo 2377 se, senza il voto dei soci che avrebbero dovuto astenersi dalla votazione, non si sarebbe raggiunta la necessaria maggioranza.

Gli amministratori non possono votare nelle deliberazioni riguardanti la loro responsabilità. Le azioni per le quali, a norma di questo articolo, non può essere esercitato il diritto di voto sono computate ai fini della regolare costituzione dell'assemblea.

Art. 2391. *Conflitto di interessi* – L'amministratore, che in una determinata operazione ha, per conto proprio o di terzi, interesse in conflitto con quello della società, deve darne notizia agli altri amministratori e al collegio sindacale, e deve astenersi dal partecipare alle deliberazioni riguardanti l'operazione stessa.

In caso d'inosservanza, l'amministratore risponde delle perdite che siano derivate alla società

partecipare alla deliberazione sul suo compenso e, se anche azionista, l'obbligo di astensione anche dal voto assembleare. E proprio sotto quest'ultimo profilo sono intervenute alcune pronunce della giurisprudenza, le quali hanno affermato che il socio-amministratore non aveva l'obbligo di astenersi dal votare in assemblea, poiché il suo interesse personale a ricevere un giusto compenso non era necessariamente incompatibile con l'interesse della società a retribuire equamente il proprio amministratore ⁽²⁶⁰⁾.

Resta comunque fermo che l'amministratore destinatario del pacchetto retributivo è parte correlata della società ai sensi dell'art. 2391-bis c.c. qualora rivesta particolari cariche e l'assemblea non abbia predeterminato un *plafond* complessivo per l'intero consiglio di amministrazione.

Infatti, ai sensi dell'Allegato 1 del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010, sono considerati parti correlate i “*dirigenti con responsabilità strategiche della società [...]*” (punto 1, lett. d), cioè coloro che hanno il “*potere e la responsabilità di determinare direttamente o indirettamente, la pianificazione, la direzione e il controllo dell'attività della società, compresi gli amministratori della società stessa*” ⁽²⁶¹⁾, e costituisce operazione con parti

dal compimento dell'operazione. La deliberazione del consiglio, qualora possa recare danno alla società, può, entro tre mesi dalla sua data, essere impugnata dagli amministratori assenti o dissenzienti e dai sindaci se, senza il voto dell'amministratore che doveva astenersi, non si sarebbe raggiunta la maggioranza richiesta. In ogni caso sono salvi i diritti acquistati in buona fede dai terzi in base ad atti compiuti in esecuzione della deliberazione.

⁽²⁶⁰⁾ Il conflitto d'interessi sarebbe ravvisabile solo in caso di attribuzione di un compenso sproporzionato e irragionevole. Sul punto, in giurisprudenza, si v. Cass., Sez. I, 3 dicembre 2008, n. 28748, in *Giur. comm.*, 2009, II, pp. 1131 ss., con nota di FOLLADORI, nella quale è stato affermato che la deliberazione dell'assemblea di società di capitali, avente per oggetto la determinazione del compenso a favore degli amministratori, non è annullabile per conflitto di interessi per il mero fatto che sia stata adottata con il voto determinante espresso dallo stesso amministratore, se non risulti altresì pregiudicato l'interesse sociale, attraverso la previsione di un compenso eccessivo. Conf. Cass., Sez. I, 17 luglio 2007, n. 15942, in *Foro it. Online*; Trib. Milano, 6 febbraio 1992, in *Giur. comm.*, 1993, II, pp. 416 ss. e Trib. Milano, 27 aprile 1989, in *Giur. it.*, 1989, I, pp. 932. In dottrina, si v. BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., pp. 207 ss. P.G. JAEGER, *Determinazione del compenso dell'amministratore e conflitto di interessi*, in *Giur. comm.*, 1980, II, p. 396.

⁽²⁶¹⁾ Per approfondimenti si v. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., pp. 96 ss., la quale, oltre a sottolineare la sostanziale coincidenza della definizione dei cui all'Allegato 1 del Regolamento Consob con quella dello IAS 24 (testo

correlate “ogni decisione relativa all’assegnazione di remunerazioni e benefici economici, sotto qualsiasi forma, ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti con responsabilità strategiche”.

Nel quadro appena tracciato, il Comitato per la remunerazione (c.d. CoRem) serve dunque a fugare ogni dubbio sulla conformità della delibera consiliare sulla remunerazione rispetto all’interesse sociale, poiché la decisione è adottata in base al parere ed i suggerimenti di un organismo teoricamente indipendente e professionalmente qualificato, che ha anche il compito di controllarne l’attuazione ⁽²⁶²⁾. Ciò consente anche di sottrarre la decisione consiliare alla speciale procedura per le operazioni con parti correlate, in quanto l’art. 13, comma 3, lett. b), del Regolamento Consob n. 17221 del 2010, permette di esentare dalla procedura le “*deliberazioni in materia di remunerazione degli amministratori e consiglieri investiti di particolari cariche, nonché degli altri dirigenti con responsabilità strategiche [...]*”, a condizione che nella definizione della politica di remunerazione sia stato coinvolto un comitato costituito esclusivamente da amministratori o consiglieri non esecutivi in maggioranza indipendenti ⁽²⁶³⁾.

In altre parole, il CoRem svolge una funzione di *internal governance*

omologato con Regolamento CE n. 632 del 9 luglio 2010), giustamente evidenzia che la loro inclusione nel novero delle “parti correlate” trova giustificazione nel fatto che, visto l’importante ruolo che tali soggetti possono avere nella realizzazione delle strategie sociali, sono ritenuti più esposti al conflitto d’interessi ed alla distrazione di *assets* della società.

⁽²⁶²⁾ In tal senso v. CAMPOBASSO M., *I compensi degli amministratori di società quotate: l’esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 2011, pp. 716 s.

⁽²⁶³⁾ In tal senso si esprimono: SANTOSUOSSO, *I compensi dei componenti degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche*, in *Le operazioni con parti correlate* a cura di Carriello, Giuffrè, Milano, 2011, p. 41; CAMPOBASSO M., *I compensi degli amministratori di società quotate: l’esperienza italiana*, cit., p. 717; cfr. BRUNO-BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedure, risultati, prospettive*, cit., p. 1275, che ritengono che “*la singola società [...] può scegliere se coinvolgere il comitato remunerazioni o altro comitat, oppure lo stesso consiglio di amministrazione o alcuni dei suoi membri, e a chi attribuire i compiti di predisposizione e approvazione della politica di retribuzione e, successivamente, di controllo sulla attuazione*”. Tale affermazione non appare del tutto corretta, in quanto alla luce dell’art. 13, commi 3, lett. b), punto ii) del Regolamento Operazioni con Parti Correlate, nella definizione della politica di remunerazione dev’essere necessariamente “*coinvolto un comitato costituito esclusivamente da amministratori o consiglieri non esecutivi in maggioranza indipendenti*”, pena l’applicazione del Regolamento OPC.

fondamentale per l'adozione di una politica di remunerazione atta ad incentivare gli amministratori a perseguire la creazione di valore nel medio lungo-periodo, in quanto garantisce la correttezza della delibera consiliare sia dal punto di vista dell'allineamento degli interessi di amministratori e azionisti ⁽²⁶⁴⁾, sia sotto il profilo del “controllo dei rischi d'impresa”, nonché assicura la sua efficacia dal punto di vista della capacità di attrarre e motivare i *manager* più talentuosi ⁽²⁶⁵⁾.

4.1.2. La disciplina italiana

La complessità e la delicatezza della materia delle remunerazioni e l'elevato potenziale conflitto d'interessi a essa connessi hanno indotto il Comitato per la *Corporate Governance* della Borsa italiana all'introduzione, sulla base dell'esperienza internazionale, del Comitato per la remunerazione già nel Codice di Autodisciplina del 1999, il quale al paragrafo 8.1 ne prevedeva espressamente la costituzione all'interno del *board*, attribuendogli genericamente funzioni propositive in materia di remunerazione ⁽²⁶⁶⁾.

⁽²⁶⁴⁾ Il CoRem è un importante strumento di contenimento dei costi di agenzia, in quanto limita l'estrazione di benefici privati da parte degli amministratori. Si v. SUN J.-CAHAN S., *The Effect of Compensation Committee Quality on the Association between CEO Cash Compensation and Accounting Performance*, in *Corporate Governance: An International Review*, 2009, vol. 17, n. 2, pp. 193-207, consultabile all'indirizzo <http://scholar.uwindsor.ca/odettepub/35>; CONYON M.J.-HE L., *Compensation Committees and CEO Compensation Incentives in U.S. Entrepreneurial Firms*, in *Journal of Management Accounting Research*, December 2004, Vol. 16, n. 1, pp. 35-56. *Contra* HERMANSON D.R.-TOMPKINS J.G.-VELIYATH R.-YE Z., *The Compensation Committee Process*, in *Contemporary Accounting Research*, vol. 29, n. 3, 2012, pp. 666 ss., i quali ritengono, in base agli assunti della rent extraction theory, che gli amministratori si servono di tali organismi per indirizzare le dinamiche retributive a proprio vantaggio.

⁽²⁶⁵⁾ DELL'ATTI-INTONTI-IANNUZZI, *I comitati di remunerazione nelle banche europee: un'analisi del grado di efficacia*, in *BIS*, n. 2/2012, p. 193, i quali, con riferimento al ruolo del CoRem nelle banche, sottolineano la centralità dell'organismo anche per garantire che le decisioni del *board* sulle politiche e sui sistemi di remunerazione siano corrette anche dal punto di vista del “controllo dei rischi d'impresa”; profilo che però si ritiene centrale nella *governance* di tutte le società, seppur particolarmente accentuato nelle imprese bancarie e assicurative; MELIS-CARTA-GAIA, *I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 292 nt. 37, che sottolineano come “l'assemblea dei soci sembra non essere in grado di esercitare un'influenza rilevante in merito (alle politiche di remunerazione) [...] a causa della mancanza di competenza necessaria per comprendere gli aspetti tecnici fondamentali della configurazione della remunerazione”.

⁽²⁶⁶⁾ Il paragrafo 8.1 del Codice di Autodisciplina del 1999 disponeva che “il consiglio di amministrazione costituisce al proprio interno un comitato per la remunerazione. Tale

Tali previsioni sono state poi modificate nella versione del Codice di Autodisciplina del marzo 2010 ⁽²⁶⁷⁾, in cui, anticipando il legislatore, è stata data attuazione ai principi contenuti nelle Raccomandazioni 2005/162/CE e 2009/385/CE, che richiedevano il rafforzamento dell'obiettività dell'operato del CoRem, mediante un intervento sul profilo dell'indipendenza dei suoi componenti, e l'accrescimento dell'efficienza, attraverso la previsione che almeno un componente abbia “*conoscenze ed esperienza nell'ambito della politica in materia di remunerazione*” ⁽²⁶⁸⁾. Le Raccomandazioni della Commissione europea, infatti, si fondavano sull'idea anglo-americana che l'intervento di un comitato indipendente, dotato di risorse e conoscenze proprie in materia, è in grado di mitigare il conflitto d'interessi degli amministratori esecutivi, in tal modo proteggendo gli azionisti, e gli altri *stakeholders*, riducendo i costi di agenzia connessi alle remunerazioni ⁽²⁶⁹⁾.

Nella nuova versione del Codice, quindi, al principio 6.P.3. (in precedenza 7.P.3) è stato raccomandato che il CoRem dev'essere composto da almeno tre amministratori ⁽²⁷⁰⁾ tutti indipendenti ⁽²⁷¹⁾ oppure, in alternativa, da

comitato, composto prevalentemente di amministratori non esecutivi, formula proposte al consiglio per la remunerazione degli amministratori delegati e di quelli che ricoprono particolari cariche, nonché su indicazione degli amministratori delegati, per la determinazione dei criteri per la remunerazione dell'alta direzione della società. A tal fine esso può avvalersi di consulenti esterni a spese della società”. Tale soluzione era ritenuta perfettamente compatibile con il diritto societario italiano, non incidendo in alcun modo sulla competenza in materia del consiglio di amministrazione.

⁽²⁶⁷⁾ Tutte le versioni dei Codici di Autodisciplina (1999, 2002, 2006, 2010, 2011, 2014 e 2015) sono consultabili all'indirizzo www.borsaitaliana.it.

⁽²⁶⁸⁾ In tal senso si esprimeva la Sezione III, par. 7.1 della Raccomandazione 2009/385/CE.

⁽²⁶⁹⁾ Gli amministratori non esecutivi indipendenti rappresentano il meccanismo correttivo di ultima istanza per proteggere gli interessi degli azionisti nelle società a proprietà diffusa e degli azionisti di minoranza nelle società a proprietà concentrata, dove il *board* è promanazione del socio di maggioranza. In tal senso v. FERRARINI – MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, in *Riv. soc.*, 2005, pp. 620 e 622 s. Si v. anche MONTALENTI, *Società per azioni, Corporate Governance e Mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2011, p. 135, il quale sottolinea il nuovo ruolo rilevante nella corporate governance assegnato dai codici di autodisciplina agli amministratori indipendenti, in quanto deputati a costituire il fulcro della funzione di vigilanza sull'operato degli amministratori esecutivi.

⁽²⁷⁰⁾ Secondo le indagini di Assonime per l'anno 2015, il numero di componenti del Comitato per le Remunerazioni varia tra un minimo di 2 (in 16 società) a un massimo di 6 componenti (in una istituto di credito, seguita da 9 società con comitati composti da 5 componenti). Nell'80% dei casi il comitato è comunque formato da 3 componenti secondo le raccomandato

dal Codice di Autodisciplina. Si v. ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2015)*, n. 10/2015, p. 65.

(²⁷¹) La nozione di «amministratori indipendenti» presenta due distinte definizioni: una di fonte legislativa (t.u.f.) e l'altra di fonte autodisciplinare (art. 3.C.1.). Entrambe richiedono che non siano attribuite funzioni esecutive, ma si distinguono in considerazione del significato da attribuire alla locuzione «indipendenti». Infatti, tale nozione nel Codice di Autodisciplina assume un significato più «forte» per i seguenti motivi: prende in considerazione non solo i rapporti interni tra la società e/o il *management*, ma anche quelli esterni intercorrenti con i soci, in particolare con quelli di controllo; valuta i rapporti non solo da punto di vista formale, ma soprattutto da quello sostanziale; non ritiene decisiva l'attualità o meno del rapporto ai fini dell'indipendenza. La nozione del Testo unico della finanza, invece, appare «debole» per le seguenti ragioni: prende a riferimento solo i rapporti interni; considera esclusivamente il profilo formale; non prende in considerazione i rapporti pregressi. Di conseguenza, le previsioni contenute nel Codice di Autodisciplina appaiono più idonea a garantire l'imparzialità del comitato sulla remunerazione. Per un approfondimento sul tema v. DI DONATO, *Gli amministratori indipendenti. corporate governance, earnings management*, Pola, Luiss Guido Carli, 2012; DI NICOLATONIO, *Gli amministratori indipendenti di società quotate: profili di disciplina*, Napoli-Roma, 2011 e Assonime circolare n. 8/2010 intitolata «Amministratori indipendenti. Raccomandazioni del Comitato per la Corporate Governance» consultabile all'indirizzo <http://assonime.it>. Si osserva che l'indipendenza va considerata non in senso assoluto ma relativo, cioè come capacità di un individuo, per personalità, struttura intellettuale e morale, di determinare liberamente il proprio giudizio, senza subire alcuna distorsione nel processo psicologico dovuta a condizionamenti da parte di chi esercita «effettivamente il comando». Per approfondimenti sulla figura degli amministratori indipendenti si v. PRESTI-MACCA-BRUNI, *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *A.G.E.*, 1, 2003, pp. 23 ss.; LENER, *Gli amministratori indipendenti*, in G. Scognamiglio (a cura di), *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 2003, pp. 134 ss.; BELCREDI, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, in *Riv. soc.*, 2, 2005, pp. 354 ss.; DENOZZA, *I requisiti d'indipendenza*, 2005, consultabile all'indirizzo www.nedcommunity.com; SIRONI, *Commento art. 2387 c.c.*, in Ghezzi (a cura di), *Amministratori*, Milano, Egea, 2005, pp. 277 ss.; STELLA RICHTER JR., *Gli amministratori non esecutivi nell'esperienza italiana*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2, 2005, pp. 163 ss.; BOMPANI, *La tutela del risparmio*, Milano, FrancoAngeli, 2006; FERRARINI, *Ruolo degli amministratori indipendenti e Lead Independent Director*, in *La Corporate Governance e il risparmio gestito*, 2006, consultabile all'indirizzo www.assogestioni.it; OLIVIERI, *Amministratori «indipendenti» e «di minoranza» nella legge sulla tutela del risparmio*, in *A.G.E.*, 1, 2006, pp. 23-32; ID., *I controlli «interni» nelle società quotate dopo la legge sulla tutela del risparmio*, in questa *Rivista*, 2007, I, pp. 409 ss.; REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in *Abbadessa – Portale (diretto da)*, *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, Utet, 2006, vol. 2, pp. 383-438; TONELLO, *Corporate Governance e tutela del risparmio*, Padova, Cedam, 2006, pp. 199 ss.; ID., *Gli amministratori indipendenti nei codici di autodisciplina europei*, in *Riv. soc.*, 1, 2007, pp. 134-139; RORDORF, *Gli amministratori indipendenti*, in questa *Rivista*, 2007, I, pp. 143 ss., che osserva come «nessun essere umano vive ed opera al di fuori di un contesto di relazioni economiche e sociali, che più o meno consapevolmente, ne condizionano le valutazioni ed i giudizi»; TOMBARI, *Verso uno «statuto speciale» degli amministratori indipendenti (prime considerazioni sul d.lgs. n. 303/2006 e sulle modifiche al Regolamento CONSOB in materia di emittenti)*, in *Riv. soc.*, 3, 2007, pp. 51; P. FERRO LUZZI, *Indipendente [...] da chi?; da cosa?*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 204 ss.; PISANI MASSAMORMILE, *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 237 ss.; SALANITRO, *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1, 2008, I, pp. 1 ss.; CHIAPPETTA, *Gli amministratori indipendenti e gli amministratori di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009, pp. 852 ss., che reputa l'autonomia di giudizio il nucleo del

amministratori non esecutivi (²⁷²), in maggioranza indipendenti (²⁷³), riservando però la presidenza a un amministratore indipendente (art. 6.P.3) (²⁷⁴).

requisito di indipendenza, non solo nel senso di assenza di rapporti idonei a offuscare l'imparzialità delle analisi e delle decisioni, ma come capacità di assolvere concretamente le sue funzioni con professionalità e terzietà, non lasciandosi condizionare da interessi extrasociali; RIMINI, *Gli amministratori indipendenti nella proposta di regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2009, I, pp. 587 ss.; ZANCHI, *La tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate*, Milano, Giuffrè, 2009; CARRIELLO, *La Comunicazione CONSOB n. 46789 del 20 maggio 2010 sulla qualificazione come amministratori indipendenti di società controllante quotata di amministratore indipendente di società controllata*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, pp. 442 ss.; MARCHETTI, *Quale indipendenza per gli amministratori?*, in Bianchini-Di Noia (a cura di), *I controlli societari: molte regole, nessun sistema*, Milano, Egea, 2010, 34 ss.; REBOA, *Il monitoring board e gli amministratori indipendenti*, in questa *Rivista*, 2010, I, pp. 657 ss.; SALANITRO, *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber Amicorum Antonio Piras, Torino, Giappichelli, 2010, pp. 378 ss.; MONTALENTI, *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, cit., pp. 135 ss.; DI NICOLANTONIO, *Gli amministratori indipendenti di società quotate. Profili di disciplina*, Napoli-Roma, Edizioni Scientifiche Italiane, 2011; BENEDETTO, *Commento artt. 147-ter, 147-quater e 147-quinquies T.U.F.*, in Vella (a cura di), *Commentario T.U.F.*, Torino, Giappichelli, vol. 2, 2012, pp. 1556 ss.; BAVAGNOLI-FLORIO-GELMINI, *Gli amministratori indipendenti: alcuni spunti per un possibile miglioramento*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 21, 2012, pp. 183 ss.; DI DONATO, *Gli amministratori indipendenti*, Roma, Luiss Guido Carli, 2012; LUCIANO, *Amministratori indipendenti ed incarichi esecutivi*, in *Riv. soc.*, 2, 2012, pp. 354 ss.; TOMBARI, *Amministratori indipendenti, «sistema dei controlli» e corporate governance: quale futuro?*, in Tombari (a cura di), *Corporate Governance e 'sistema dei controlli' nella s.p.a.*, Torino, Giappichelli, 2013; SPIOTTA, *Rapporto di amministrazione*, in Cavallini (a cura di), *Assemblea e Amministratori*, Milanofiori Assago, Utet, 2013, pp. 433 ss.

(²⁷²) Per «amministratore non esecutivo» si intende l'amministratore che non riveste nessuna funzione e/o ruolo di gestione esemplificate elencati dall'art. 2.C.1 del Codice di autodisciplina. Sul punto v. BARACHINI, *Il comitato per la remunerazione: attualità e prospettive alla luce della raccomandazione della Commissione Europea 2009/385/CE*, cit., p. 195, il quale evidenzia che, seppur parzialmente coincidente, la nozione di «amministratore esecutivo» non coincide con quella di amministratore delegato.

(²⁷³) Le indagini di Assonime per l'anno 2015 hanno messo in luce che in 98 società (pari al 49% di quelle che hanno istituito un CoRem) il Comitato è costituito da soli amministratori indipendenti, mentre in 74 società (pari al 37% del totale) il Comitato è formato da amministratori non esecutivi, con maggioranza di indipendenti e presidente scelto tra essi. Di conseguenza, ha dedotto che oggi l'86% del società hanno un CoRem allineato alle raccomandazioni del Codice di Autodisciplina, con un incremento rispetto agli anni passati: era l'81% nel 2014 e solo il 76% nel 2013. V. Si v. ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2015)*, cit., pp. 65-66.

(²⁷⁴) Nonostante l'enfasi posta sull'indipendenza dei membri del CoRem, dagli studi empirici non emerge una significative correlazioni di questo requisito con il livello e la struttura della remunerazione riconosciute ai *manager*, sebbene apparentemente tenderebbero a migliorare l'allineamento rispetto alle performance dell'impresa e a mitigare la concessione di *equitive incentives*. In alcuni casi, infatti, è stata rilevata addirittura una relazione positiva tra numero di soggetti indipendenti e incremento del livello retributivo. Sul punto si v. SMITH G.I., *Chief executive pay and remuneration committee Independence*, in *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 2012, vol. 74, n. 4, pp. 510-531, consultabile all'indirizzo <http://eprints.whiterose>.

Inoltre, è richiesto che almeno un componente del Comitato debba possedere anche un'adeguata conoscenza ed esperienza in materia finanziaria o di politiche retributive. Quest'ultimo requisito appare particolarmente significativo, in quanto diretto a favorire l'“*indipendenza di giudizio*” del CoRem nel procedimento di strutturazione della politica di remunerazione, che garantisce una negoziazione dei compensi con gli amministratori destinatari dell'emolumento “*at arm's length*” e non sotto la loro influenza ⁽²⁷⁵⁾. Ciò sembra peraltro confermato da alcuni studi empirici, condotti in altri ordinamenti, dai quali sono emerse delle relazioni positive da un lato tra retribuzione monetaria del CEO e utili contabili e, dall'altro, tra incentivi azionari e *performance* future in presenza di comitati composti da membri con competenze elevate in materia di remunerazioni ⁽²⁷⁶⁾.

Malgrado le raccomandazioni del Codice di Autodisciplina, in considerazione della struttura proprietaria concentrata che caratterizza il nostro ordinamento, sarebbe forse opportuno che almeno uno dei componenti del CoRem fosse scelto tra i consiglieri eletti dalla lista di minoranza, in modo da garantire l'effettiva indipendenza del comitato endoconsiliare rispetto all'azionista di riferimento.

Il ruolo del Comitato per la remunerazione s'innesta nella procedura codicistica di determinazione del compenso degli amministratori, e più precisamente nel procedimento consiliare di determinazione della remunerazione aggiuntiva al compenso base spettante agli amministratori investiti di “particolari cariche”, di cui all'art. 2389, comma 3, c.c. ⁽²⁷⁷⁾.

ac.uk/86812/1/IGS1.pdf; HERMANSON D.R.-TOMPkins J.G.-VELIYATH R.-YE Z., *The Compensation Committee Process*, in *Contemporary Accounting Research*, cit.

⁽²⁷⁵⁾ In tal senso si v. MELIS-CARTA-GAIA, *I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche*, cit., p. 293, il quale evidenzia il ruolo fondamentale del CoRem nell'influenzare la configurazione dei compensi basati su azioni, sebbene abbia solo poteri di proposta e indirizzo.

⁽²⁷⁶⁾ Per approfondimenti si v. SUN J.-CAHAN S., *The Effect of Compensation Committee Quality on the Association between CEO Cash Compensation and Accounting Performance*, cit.

⁽²⁷⁷⁾ Conf. DI NOIA-LAFRANCHINI-MILIČ, *La remunerazione degli amministratori nell'autodisciplina delle società quotate*, in *Manuale di Executive Compensation e Corporate Governance*² a cura di Cutillo e Fontana, Milano, FrancoAngeli, 2015, p. 296.

In particolare, ai sensi del principio 6.C.5., al CoRem sono attribuiti poteri istruttori – raccolta e analisi delle informazioni ricevute anche dagli amministratori esecutivi ai fini di una ponderata valutazione della migliore politica retributiva – , propositivi nei confronti del consiglio di amministrazione e di partecipazione attiva alla definizione e alla predisposizione delle politiche di remunerazione, mediante la fissazione anche degli obiettivi di *performance* a cui correlare la componente variabile della retribuzione ⁽²⁷⁸⁾. La decisione finale sulla politica di remunerazione degli amministratori con “particolari cariche” e dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche resta comunque appannaggio esclusivo del consiglio di amministrazione ⁽²⁷⁹⁾, non potendo il CoRem in alcun modo con il suo operato impedire l’adozione di una determinata scelta da parte dell’organo gestorio nel *plenum* ⁽²⁸⁰⁾.

Il Comitato per la remunerazione, peraltro, alla luce del principio 6.C.7., nell’espletamento dei compiti a lui affidati, può anche avvalersi, come spesso

⁽²⁷⁸⁾ Il principio 6.C.5. precisava la funzione del Comitato nel seguente modo: “*Il comitato per la remunerazione:*

- *valuta periodicamente l’adeguatezza, la coerenza complessiva e la concreta applicazione della politica per la remunerazione degli amministratori e dei dirigenti con responsabilità strategiche, avvalendosi a tale ultimo riguardo delle informazioni fornite dagli amministratori delegati; formula al consiglio di amministrazione proposte in materia;*

- *presenta proposte o esprime pareri al consiglio di amministrazione sulla remunerazione degli amministratori esecutivi e degli altri amministratori che ricoprono particolari cariche nonché sulla fissazione degli obiettivi di performance correlati alla componente variabile di tale remunerazione; monitora l’applicazione delle decisioni adottate dal consiglio stesso verificando, in particolare, l’effettivo raggiungimento degli obiettivi di performance”*. Sul punto si v. anche BOSSETTI, *Corporate governance e mercati globali*, FrancoAngeli, Milano, 2010, p. 47 e, in particolare, n. 24.

⁽²⁷⁹⁾ CAMPOBASSO M., *I compensi degli amministratori di società quotate: l’esperienza italiana*, cit., p. 715; GRAZIANI-CRISCIMANNI, *Evoluzione della corporate governance in Europa*, p. 14, consultabile all’indirizzo www.ojs.romatrepress.uniroma3.it; DI NOIA-LAFRANCHINI-MILIČ, *La remunerazione degli amministratori nell’autodisciplina delle società quotate*, cit., p. 308, i quali evidenziano che nonostante l’attuale art. 6 del Codice di Autodisciplina sia intervenuto definendo più dettagliatamente i compiti del CoRem mantengono solo carattere consultivo e istruttorio.

⁽²⁸⁰⁾ Sul punto si v. BRUNO-BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedure, risultati, prospettive*, cit., p. 1279, i quali, giustamente, sottolineano che non è possibile assimilare il CoRem al comitato esecutivo, organo delegato di cui all’art. 2381, comma 2, c.c., in quanto il primo non svolge funzioni di natura gestoria né adotta decisioni autonomamente.

accade, dell'opera di un *Advisor* esterno esperto in materia di politiche retributive, di cui deve però valutare l'indipendenza.

Al termine dell'analisi sulla struttura e funzione del Comitato per la remunerazione, appare opportuno dar conto dell'adozione o meno da parte delle società quotate italiane di questa struttura endoconsiliare diretta a mitigare il conflitto d'interessi su cui si impernia la materia della remunerazione dei vertici aziendali.

Secondo le recenti indagini condotte da Assonime, nell'anno 2015, il Comitato per le Remunerazioni è stato previsto da ben 203 società italiane, cioè l'89% del totale, ed è stato istituito da tutte le società finanziarie. Inoltre, dalle medesime indagini è emerso che la costituzione del CoRem è stata più frequente nelle società di maggiori dimensioni ⁽²⁸¹⁾ e che solo due società hanno costituito un unico comitato che somma le funzioni sia del Comitato per le Remunerazioni, sia del Comitato Controllo e Rischi ⁽²⁸²⁾.

Tuttavia, in alcune ricerche meno recenti è anche emerso che la costituzione del CoRem ha spesso valenza più formale che sostanziale, essendo dettata dalla necessità di apparire conformi alla normativa. A tale proposito, è apparsa indicativa la circostanza che soltanto il coinvolgimento nel Comitato per il controllo interno comporta una significativa maggiorazione della retribuzione degli amministratori non esecutivi e indipendenti e non anche l'inclusione nel Comitato per la Remunerazione ⁽²⁸³⁾.

4.1.3 I rapporti endoconsiliari: il CoRem, gli altri Comitati e gli amministratori delegati

In considerazione del fatto che il ruolo del Comitato per la remunerazione è solo un tassello della procedura consiliare di approvazione delle politiche di

⁽²⁸¹⁾ In particolare, il Comitato è stato costituito nel 97% dei casi tra le FTSE Mib, nel 98% tra le Mid cap e nell'85% tra le Small cap.

⁽²⁸²⁾ ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2015)*, cit., p. 64.

⁽²⁸³⁾ Sul punto si v. ASSONIME, *Analisi dello stato di attuazione del codice di autodisciplina delle società quotate*, febbraio 2010, consultabile all'indirizzo <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/servletAllegati?numero=3461>.

remunerazione *ex art. 123-ter*, comma 2, t.u.f., lo stesso, nell'espletamento del proprio incarico endoconsiliare, deve operare in maniera sinergica con le altre strutture aziendali, come raccomandato anche dal criterio applicativo 4.C.1, lett. e), del Codice di Autodisciplina ⁽²⁸⁴⁾.

In particolare, per svolgere la propria attività di supporto al consiglio di amministrazione, il CoRem dovrà innanzitutto intrattenere rapporti costanti sia con gli amministratori delegati, essendo indispensabili le loro informazioni al fine del controllo e dell'aggiornamento delle politiche di remunerazione ⁽²⁸⁵⁾, sia con la direzione risorse umane ⁽²⁸⁶⁾.

Qualora sia costituito all'interno del consiglio di amministrazione lo *Steering Committee*, al quale è demandato il compito particolare di pianificazione strategica (c.d. *strategic planning*) – incarico mediante il quale vengono stabilite, per un arco di tempo medio lungo (solitamente 3-5 anni), le modalità d'azione dirette a perseguire determinati obiettivi ritenuti fondamentali per la società, come ad esempio sviluppo dei volumi, incremento della marginalità, contrazione del debito finanziario ecc... ⁽²⁸⁷⁾ – si ritiene che il CoRem debba rapportarsi anche con tale Comitato, in quanto la remunerazione incentivante dev'essere ancorata alla pianificazione strategica, al fine di individuare parametri di *performance* coerenti ⁽²⁸⁸⁾.

⁽²⁸⁴⁾ Il criterio applicativo 4.C.1., lett. e), prescrive: “*nello svolgimento delle proprie funzioni, i comitati hanno la facoltà di accedere alle informazioni e alle funzioni aziendali necessarie per lo svolgimento dei loro compiti nonché di avvalersi di consulenti esterni, nei termini stabiliti dal consiglio di amministrazione. L'emittente mette a disposizione dei comitati risorse finanziarie adeguate per l'adempimento dei propri compiti, nei limiti del budget approvato dal consiglio*”.

⁽²⁸⁵⁾ DI NOIA-LAFRANCHINI-MILIČ, *La remunerazione degli amministratori nell'autodisciplina delle società quotate*, cit., p. 310, i quali evidenziano la necessità che il CoRem sia destinatario di un flusso informativo proveniente dagli stessi amministratori delegati funzionale allo svolgimento dell'attività.

⁽²⁸⁶⁾ FERRARINI-MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, cit., p. 620, i quali evidenziano anche l'assenza di considerazione da parte delle Raccomandazioni europee dei flussi d'informazione a favore del Comitato per la remunerazione.

⁽²⁸⁷⁾ DEL SORDO, *La pianificazione economico-finanziaria*, in *Strumenti per il controllo di gestione* a cura di Del Sordo-Siboni-Visani, FrancoAngeli, Milano, 2012, pp. 25 ss.

⁽²⁸⁸⁾ Il piano strategico viene tradotto in un sistema di *budget* e parametri obiettivo, evitando la miopia manageriale, che privilegia gli obiettivi economico-finanziari e di breve termine

Inoltre, affinché i sistemi di remunerazione e incentivazione sottesi al sistema di retribuzione variabile siano coerenti con la gestione da parte della società del suo profilo di rischio ⁽²⁸⁹⁾ – elemento questo che oggi è al centro dell’attenzione della dottrina e dei regolatori, soprattutto in riferimento alle banche, assicurazioni e delle società d’investimento – si ritiene necessario che il Comitato per la remunerazione comunichi costantemente anche con il Comitato Controllo e Rischi, il quale, nell’espletamento dei suoi compiti istruttori a favore del *board*, per l’individuazione del *Risk Appetite* ⁽²⁹⁰⁾, deve tenere in considerazione per l’appunto il sistema d’incentivazione del *management* ⁽²⁹¹⁾. Quest’ultima considerazione sembra trovare conferma nelle Disposizioni di vigilanza per le banche sulle “Politiche e prassi di remunerazione e incentivazione”, di cui alla Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, nel testo aggiornato il 18 novembre 2014 ⁽²⁹²⁾, dove si evidenzia persino

rispetto a quelli multidimensionali e di lungo andare. Sul punto si v. BRUNS W.-MERCHANT K.A., *Misurare meglio per gestire meglio: una cura per la ‘miopia’ del management*, in *Contabilità analitica per l’attività di direzione* a cura di Bubbio, Unicopi, Milano, 1989, p. 353.

⁽²⁸⁹⁾ Si evidenzia infatti che qualsiasi azienda, nel perseguimento dei propri obiettivi, assume dei rischi. Pertanto, il rischio, inteso come qualsiasi evento incerto in grado di influenzare il raggiungimento degli obiettivi aziendali, è un elemento imprescindibile del “fare impresa” e il suo presidio rappresenta parte integrante e fondamentale delle responsabilità manageriali di gestione del *business*. V. *working paper* PROTIVITI, *Il ruolo del consiglio di amministrazione nel governo dei rischi aziendali*, giugno 2014, consultabile all’indirizzo www.protiviti.it.

⁽²⁹⁰⁾ Il consiglio di amministrazione deve definire il grado di compatibilità della natura e del livello di rischio assunto con una gestione dell’impresa coerente con gli obiettivi strategici dell’emittente.

⁽²⁹¹⁾ Sul punto si v. DITTMIEIER C., *La governance dei rischi*, Egea, Milano, 2015, pp. 289 ss., la quale evidenzia che il Comitato Controllo e Rischi, il Comitato Audit, il Comitato per la *Corporate Governance*, il Comitato per la remunerazione, il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate, pongono ciascuno attenzione a uno specifico aspetto dell’*enterprise risk management*, la cui responsabilità è demandata al consiglio di amministrazione. Si v. anche NEDCOMMUNITY, *Amministratori e componenti del Comitato controllo e rischi: Come valutare la governance in tema di rischi e controlli*, 2013, consultabile all’indirizzo www.nedcommunity.com, che ricomprende nell’agenda del Comitato Controllo e Rischi un obbligo di controllo sui sistemi d’incentivazione sia sotto il profilo dell’ambiente interno, con cadenza almeno annuale, sia sotto il profilo del sistema aziendale di comunicazione e declinazione degli obiettivi, con cadenza trimestrale o semestrale.

⁽²⁹²⁾ Testo consultabile nel manuale CUTILLO-FONTANA, *Compendio sulla normativa relativa i compensi degli amministratori e dei manager aziendali*, FrancoAngeli, Milano, 2015, pp. 72 ss.

l'opportunità che il *risk manager* partecipi alle riunioni del CoRem ⁽²⁹³⁾.

Infine, tenuto conto che fra i compiti attribuiti in linea generale al collegio sindacale vi è quello della verifica dell'osservanza dei principi di corretta amministrazione, in linea con quanto raccomandato dal Codice di Autodisciplina, appare certamente opportuno che ai lavori del CoRem partecipi anche il presidente del collegio sindacale o altro sindaco da lui designato ⁽²⁹⁴⁾. Tale partecipazione, infatti, avrebbe l'encomiabile effetto di favorire l'indipendenza dei procedimenti posti in essere dal comitato per espletare le proprie funzioni propositive e di indirizzo.

4.1.4. Profili comparatistici

La disciplina dei Comitati sulla remunerazione è stata dettata anche negli altri principali ordinamenti con interventi di *soft law*, ovvero attraverso codici di autoregolamentazione o regolamenti borsistici sull'ammissione alle quotazioni ⁽²⁹⁵⁾.

In particolare, nel Regno Unito, dopo lo scandalo sollevato dalla crescita delle remunerazioni degli amministratori a partire dagli anni '80, la questione fu affrontata con un intervento di autoregolamentazione e, quindi, sulla base del principio *comply or explain*. Il *London Stock Exchange*, infatti, sulla base del *Greenbury report*, introdusse nel *UK Corporate Governance Code* l'obbligo di costituire un comitato remunerazioni con il compito di negoziare i compensi degli amministratori esecutivi ⁽²⁹⁶⁾.

⁽²⁹³⁾ Alcuni studi empirici hanno anche rilevato che la contemporanea partecipazione dei membri del CoRem all'*Audit Committee*, rafforzando la funzione di monitoraggio e allineamento del rischio, migliorerebbe la formulazione dei pacchetti retributivi degli amministratori, in quanto riduce l'attribuzione degli incentivi azionari e limita di conseguenza le manipolazioni dei risultati di bilancio: HERMANSON D.R.-TOMPKINS J.G.-VELIYATH R.-YE Z., *The Compensation Committee Process*, in *Contemporary Accounting Research*, cit.

⁽²⁹⁴⁾ Sul punto si v. l'ultimo periodo del commento all'art. 6 del Codice di Autodisciplina (p. 29).

⁽²⁹⁵⁾ MUCCIARELLI F.M., *I compensi agli amministratori esecutivi nelle società quotate: uno sguardo comparatistico a Regno Unito, Germania e Stati Uniti d'America*, cit., p. 299.

⁽²⁹⁶⁾ GORDON, "Say On Pay": *Cautionary notes on the U.K. experience and the case for shareholder opt-in*, in *Harvard Journal on Legislation*, 46, 2009, pp. 323 ss.; CONYON M.J. – PECK S.I., *Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation*, in

Tale obbligo è tuttora presente anche nell'ultima versione del codice di *Corporate Governance* adottato nel 2014, il quale afferma in maniera esplicita nella *Section D.2* come principio fondamentale, che le società debbano prevedere “*formal and transparent procedure developing policy on executive remuneration and for fixing the remuneration packages of individual directors*”. E aggiunge, inoltre, che “*no director should be involved in deciding his or her own remuneration*”.

Nella medesima sezione, poi, al punto D.2.1. prescrive che le società quotate debbano costituire un comitato remunerazioni composto da almeno tre membri⁽²⁹⁷⁾, che si riducono a due nelle piccole società⁽²⁹⁸⁾, tutti indipendenti⁽²⁹⁹⁾, con il compito da un lato di progettare i piani di remunerazione degli *executives directors* e, dall'altro lato, consigliare e monitorare il livello e la struttura della remunerazione dei *senior management*, cioè la dirigenza apicale che si trova subito sotto il consiglio di amministrazione⁽³⁰⁰⁾. Ciò rappresenta un tratto differenziale rispetto alla disciplina italiana che attribuisce al Comitato per le remunerazioni anche la progettazione della remunerazione dei dirigenti con responsabilità strategiche.

ACAD MANAGE J, April 1, 1998, 41:2, pp. 146-157.

⁽²⁹⁷⁾ Alcune indagini hanno riscontrato che le dimensioni della società incidono direttamente sul numero dei membri del RemCo, il quale si attesta nelle grandi realtà tra 5 o 6 membri. Si v. WEIGHT C., *Director Remuneration Handbook*, Bloomsbury, Croydon, 2014, p. 222.

⁽²⁹⁸⁾ Il riferimento è alle società che sono fuori dall'indice FTSE 350, il quale è costituito dall'aggregazione degli indici FTSE 100 e FTSE 250.

⁽²⁹⁹⁾ La *Section D.2.1.* del *UK Corporate Governance Code* dispone che: “*The board should establish a remuneration committee of at least three, or in the case of smaller companies two, independent non-executive directors. In addition the company chairman may also be a member of, but not chair, the committee if he or she was considered independent on appointment as chairman. The remuneration committee should make available its terms of reference, explaining its role and the authority delegated to it by the board.*”. Al riguardo, è stato giustamente osservato che norma è particolarmente stringente rispetto al contenuto della Raccomandazione della Commissione 2005/162/CE, che all'art. 3.2. richiedeva l'indipendenza solo della maggioranza dei membri del Comitato per la remunerazione.

⁽³⁰⁰⁾ La *Section D.2.2.* del *UK Corporate Governance Code* dispone che: “*The remuneration committee should have delegated responsibility for setting remuneration for all executive directors and the chairman, including pension rights and any compensation payments. The committee should also recommend and monitor the level and structure of remuneration for senior management. The definition of 'senior management' for this purpose should be determined by the board but should normally include the first layer of management below board level*”.

Per quanto concerne le modalità di funzionamento dei *Remuneration Committees* si evidenzia che l'ICSA (*Institute of Chartered Secretaries and Administrators*), in base alle migliori pratiche adottate del Regno Unito, ha dettato per le società delle interessanti linee guida ⁽³⁰¹⁾.

Come in Italia, anche nel Regno Unito il *RemCo* può avvalersi dell'aiuto di un *external consultant*, cioè di un consulente tecnico in materia di *compensation package*, la cui opera dev'essere comunque attentamente valutata dal medesimo Comitato per le remunerazioni – unico responsabile del procedimento – al fine di evitare ingiustificati aumenti del livello della remunerazione per mera imitazione di altre società del mercato, senza un reale collegamento con l'effettiva realtà aziendale ⁽³⁰²⁾.

Negli Stati Uniti, invece, sono le *listing rules* del *New York Stock Exchange* che disciplinano il “*Compensation Committee*”, le quali pur essendo vincolanti, non dettano regole precise sulla natura e struttura del pacchetto retributivo, a differenza di quanto fanno molti codici di autodisciplina europei ⁽³⁰³⁾.

In particolare, ai sensi della *Section 303A.05* il comitato deve essere composto interamente da amministratori indipendenti e deve essere regolato da un proprio statuto scritto che ne individua gli specifici compiti ⁽³⁰⁴⁾. Tra i suoi

⁽³⁰¹⁾ Le linee guida ICSA, modificate nel 2015, alla luce del nuovo *UK Corporate Governance Code*, sono consultabili all'indirizzo www.icsa.org.uk.

⁽³⁰²⁾ Sul punto si v. la *Section D.2.1.* del *UK Corporate Governance Code*, la quale prescrive che “*Where remuneration consultants are appointed, they should be identified in the annual report and a statement made as to whether they have any other connection with the company*”.

⁽³⁰³⁾ Conf. MUCCIARELLI F.M., *I compensi agli amministratori esecutivi nelle società quotate: uno sguardo comparatistico a Regno Unito, Germania e Stati Uniti d'America*, cit., p. 300.

⁽³⁰⁴⁾ La *Section 303A.05* del *NYSE Listing Company Manual* dispone: *Compensation Committee* –

(a) *Listed companies must have a compensation committee composed entirely of independent directors. Compensation committee members must satisfy the additional independence requirements specific to compensation committee membership set forth in Section 303A.02(a)(ii).*

(b) *The compensation committee must have a written charter that addresses:*

(i) *the committee's purpose and responsibilities - which, at minimum, must be to have direct responsibility to:*

(A) *review and approve corporate goals and objectives relevant to CEO compensation, evaluate the CEO's performance in light of those goals and objectives, and, either as a committee or together with the other independent directors (as directed by the board), determine and approve the CEO's compensation level based on this evaluation;*

compiti rientrano sia funzioni propositive e di monitoraggio sui pacchetti compensativi degli amministratori non esecutivi, sia il potere di approvare la struttura della remunerazione incentivante basta su obiettivi e, più in generale, il livello di remunerazione del CEO ⁽³⁰⁵⁾.

Anche negli Stati Uniti il *Compensation Committe* può avvalersi dell'aiuto di un *compensation consultant*, la cui nomina, attività e compenso è soggetta a precisi obblighi d'informazione contenuti nel Item 407(e)3(iii) ⁽³⁰⁶⁾.

(B) make recommendations to the board with respect to non-CEO executive officer compensation, and incentive-compensation and equity-based plans that are subject to board approval; and

(C) prepare the disclosure required by Item 407(e)(5) of Regulation S-K;

(ii) an annual performance evaluation of the compensation committee.

(iii) The rights and responsibilities of the compensation committee set forth in Section 303A.05(c).

⁽³⁰⁵⁾ Per approfondimenti si v. WEIGHT C., *Director Remuneration Handbook*, Bloomsbury, cit., pp. 216 ss.

⁽³⁰⁶⁾ Per comodità si riporta di seguito il testo modificato a luglio del 2012:

(iii) Any role of compensation consultants in determining or recommending the amount or form of executive and director compensation (other than any role limited to consulting on any broad-based plan that does not discriminate in scope, terms, or operation, in favor of executive officers or directors of the registrant, and that is available generally to all salaried employees; or providing information that either is not customized for a particular registrant or that is customized based on parameters that are not developed by the compensation consultant, and about which the compensation consultant does not provide advice) during the registrant's last completed fiscal year, identifying such consultants, stating whether such consultants were engaged directly by the compensation committee (or persons performing the equivalent functions) or any other person, describing the nature and scope of their assignment, and the material elements of the instructions or directions given to the consultants with respect to the performance of their duties under the engagement:

(A) If such compensation consultant was engaged by the compensation committee (or persons performing the equivalent functions) to provide advice or recommendations on the amount or form of executive and director compensation (other than any role limited to consulting on any broad-based plan that does not discriminate in scope, terms, or operation, in favor of executive officers or directors of the registrant, and that is available generally to all salaried employees; or providing information that either is not customized for a particular registrant or that is customized based on parameters that are not developed by the compensation consultant, and about which the compensation consultant does not provide advice) and the compensation consultant or its affiliates also provided additional services to the registrant or its affiliates in an amount in excess of \$120,000 during the registrant's last completed fiscal year, then disclose the aggregate fees for determining or recommending the amount or form of executive and director compensation and the aggregate fees for such additional services. Disclose whether the decision to engage the compensation consultant or its affiliates for these other services was made, or recommended, by management, and whether the compensation committee or the board approved such other services of the compensation consultant or its affiliates.

(B) If the compensation committee (or persons performing the equivalent functions) has not

In Spagna la *comisión de nombramientos y retribuciones* è disciplinata dal Principio 22 del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas ⁽³⁰⁷⁾ e dalle correlate Raccomandazioni nn. 47-51. In particolare, in linea con le previsioni contenute nella Raccomandazione della Commissione 2005/162/CE, il Codice di Autodisciplina spagnolo statuisce che la *comisión* sia costituita per la maggior parte da amministratori indipendenti, scelti in considerazione della competenze ed esperienza necessaria in materia. Peraltro, per le società con più elevata capitalizzazione, è raccomandata l'adozione di due comitati separati per la nomina e per la retribuzione dei manager ⁽³⁰⁸⁾.

Tra i compiti della *comisión de nombramientos y retribuciones*, che devono essere svolti in modo indipendente, rientrano funzioni propositive sui rapporti dei dirigenti con responsabilità strategiche (*altos directivos*), la verifica periodica della coerenza della politica di remunerazione adottata dalla società per gli amministratori e dirigenti, e l'esame delle informazioni sulla remunerazione degli amministratori e dell'alta direzione contenute nei vari documenti aziendali ⁽³⁰⁹⁾.

engaged a compensation consultant, but management has engaged a compensation consultant to provide advice or recommendations on the amount or form of executive and director compensation (other than any role limited to consulting on any broad-based plan that does not discriminate in scope, terms, or operation, in favor of executive officers or directors of the registrant, and that is available generally to all salaried employees; or providing information that either is not customized for a particular registrant or that is customized based on parameters that are not developed by the compensation consultant, and about which the compensation consultant does not provide advice) and such compensation consultant or its affiliates has provided additional services to the registrant in an amount in excess of \$120,000 during the registrant's last completed fiscal year, then disclose the aggregate fees for determining or recommending the amount or form of executive and director compensation and the aggregate fees for any additional services provided by the compensation consultant or its affiliates".

⁽³⁰⁷⁾ Per comodità si riporta il testo del Principio 22 del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, Febrero 2015: “*La comisión de nombramientos y retribuciones, que en las sociedades de elevada capitalización serán dos comisiones separadas, además de cumplir los requisitos legales, estará compuesta por una mayoría de consejeros independientes y sus miembros se designarán teniendo en cuenta los conocimientos, aptitudes y experiencia necesarios, y sus normas de funcionamiento reforzarán su especificación, independencia y ámbito de actuación*”.

⁽³⁰⁸⁾ Sono considerate grandi società ad alta capitalizzazione quelle incluse nell'indice IBEX-35.

⁽³⁰⁹⁾ Sul punto si v. la Raccomandazioni n. 50.

In Francia il *Comité des remunerations* è disciplinato dal *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, il quale al paragrafo 18 raccomanda che il comitato sia composto solo da amministratori non esecutivi e in maggioranza indipendenti, e suggerisce l'opportunità di far partecipare al comitato anche un *administrateur salarié*, espressione dei lavoratori all'interno del *board* delle società francesi con più cinquemila lavoratori in Francia o diecimila in tutto il mondo ⁽³¹⁰⁾.

Il Codice di Autodisciplina francese non descrive dettagliatamente le funzioni del comitato, limitandosi ad evidenziare che lo stesso deve assicurare al consiglio di amministrazione le migliori condizioni per determinare le remunerazioni degli amministratori esecutivi. Si ritiene, pertanto, che anche nell'ordinamento francese al *Comité des remunerations* spettino essenzialmente compiti istruttori, propositivi e di verifica.

In Germania, il contesto è nettamente differente agli ordinamenti fin qui esaminati, in quanto il modello dualistico rimette al consiglio di sorveglianza nel suo complesso la nomina degli amministratori ⁽³¹¹⁾ e la decisione in merito alle loro remunerazioni, che nelle società quotate devono essere orientate nell'ottica dello sviluppo economico e della sostenibilità nel lungo periodo ⁽³¹²⁾. A ciò va peraltro aggiunto che i consigli di sorveglianza delle società

⁽³¹⁰⁾ La figura del “*administrateur salarié*” è stata introdotta con la *Loi sur la sécurisation de l'emploi* del 14 giugno 2013, che rappresenta un passo verso la codirezione anche in Francia. Sul punto si v. PIERRE-YVES GOMEZ, *Administrateurs salariés: une nouvelle occasion manquée*, in *Alternatives Economiques*, n. 329 - novembre 2013, consultabile all'indirizzo www.alternatives-economiques.fr.

⁽³¹¹⁾ Aktiengesetz, §84 Bestellung und Abberufung des Vorstands.

⁽³¹²⁾ Aktiengesetz, § 87 Grundsätze für die Bezüge der Vorstandsmitglieder

(1) *Der Aufsichtsrat hat bei der Festsetzung der Gesamtbezüge des einzelnen Vorstandsmitglieds (Gehalt, Gewinnbeteiligungen, Aufwandsentschädigungen, Versicherungsentgelte, Provisionen, anreizorientierte Vergütungszusagen wie zum Beispiel Aktienbezugsrechte und Nebenleistungen jeder Art) dafür zu sorgen, dass diese in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben und Leistungen des Vorstandsmitglieds sowie zur Lage der Gesellschaft stehen und die übliche Vergütung nicht ohne besondere Gründe übersteigen. Die Vergütungsstruktur ist bei börsennotierten Gesellschaften auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung auszurichten. Variable Vergütungsbestandteile sollen daher eine mehrjährige Bemessungsgrundlage haben; für außerordentliche Entwicklungen soll der Aufsichtsrat eine Begrenzungsmöglichkeit vereinbaren. Satz 1 gilt sinngemäß für Ruhegehalt, Hinterbliebenenbezüge und Leistungen verwandter Art. 1*

quotate tedesche sono composti per la metà da rappresentanti dei lavoratori⁽³¹³⁾.

Tenuto conto di questi particolari, la legge azionaria tedesca coerentemente non prevede alcun obbligo di nomina del Comitato per la remunerazione, in quanto l'alterità soggettiva del consiglio di sorveglianza e la sua particolare composizione, in un certo senso, funge già da "Comitato" indipendente che garantisce l'obiettività e l'equità della retribuzione⁽³¹⁴⁾.

Peraltro, il *German Corporate Governance Code*, uniformandosi alle prassi internazionali, ammette che le singole società, in base alle loro dimensioni, per ragioni di efficienza organizzativa interna, possano costituire dei comitati interni al consiglio di sorveglianza⁽³¹⁵⁾, senza però menzionare espressamente il comitato remunerazioni, il quale tuttavia sembra emergere nel principio 4.2.2⁽³¹⁶⁾.

4.1.5. I consulenti esterni del CoRem

La figura dei consulenti sulle remunerazioni (c.d. *compensation consultants*) è rinvenibile sin dagli anni '50 all'interno delle grandi società anglosassoni, ma è letteralmente decollata solo negli anni '80, con il *boom* del mercato azionario (fenomeno verificatosi in conseguenza delle politiche di *deregulation* del settore finanziario avviate in Gran Bretagna dal Primo Ministro Margaret

⁽³¹³⁾ MontMitbG, 21 maggio 1951 e MitbG 4 maggio 1976.

⁽³¹⁴⁾ Sul punto si v. MUCCIARELLI F.M., *I compensi agli amministratori esecutivi nelle società quotate: uno sguardo comparatistico a Regno Unito, Germania e Stati Uniti d'America*, cit., p. 301, il quale giustamente evidenzia che l'assenza nel modello tedesco della previsione del Comitato per la remunerazione non significa che il meccanismo sia più lasco di quello statunitense o britannico, come infatti pare dimostrare la ben più moderata dinamica dei compensi in Germania.

⁽³¹⁵⁾ Sul punto si v. il principio 5.3 del German Corporate Governance Code, May 5, 2015, il quale dispone che "*Depending on the specifics of the enterprise and the number of its members, the Supervisory Board shall form committees with sufficient expertise*".

⁽³¹⁶⁾ Si v. il principio 4.2.2 del German Corporate Governance Code, May 5, 2015, il quale dispone che "*The full Supervisory Board determines the respective total compensation of the individual Management Board members. If there is a body (Comitato interno) which deals with Management Board contracts, it submits its proposals to the full Supervisory Board. [...]*".

Thatcher alla fine degli anni '70 e negli Stati Uniti dall'amministrazione di Ronald Reagan agli inizi degli anni '80).

Il mutamento dello scenario normativo, infatti, ha portato all'adozione sempre più frequente da parte delle società di modalità di remunerazione molto sofisticate, caratterizzate da un estremo tecnicismo – dovuto al fatto che nel pacchetto retributivo degli *executives* rientrano sia elementi certi e facilmente valorizzabili, sia elementi incerti o difficilmente valorizzabili *ex ante* – e da un'elevata soggettività – riconducibile all'individuazione del *peer group benchmarking* di riferimento ⁽³¹⁷⁾. Ciò ha reso indispensabile l'intervento di soggetti altamente specializzati in materia, al fine di determinare politiche di remunerazione adeguate sia sotto l'aspetto retributivo, sia sotto il profilo incentivante nel breve e lungo termine.

In tale prospettiva, quindi, si è assistito al costante ricorso da parte dei comitati remunerazioni ai consulenti esterni, da un lato per supplire alle mancanze di competenze e di tempo dei propri membri e, dall'altro, per legittimare le proprie decisioni sulle remunerazioni degli altri colleghi del *board*, ritenute spesso non imparziali ⁽³¹⁸⁾.

4.1.5.1. Il ruolo

Il consulente sulle remunerazioni ha sostanzialmente la funzione di fornire informazioni sulle pratiche di mercato in tema di politiche retributive al comitato remunerazioni, comparando dati e informazioni, senza esprimere direttamente giudizi di valore.

⁽³¹⁷⁾ MARCHETTINI, *La remunerazione del top management in Europa: eccessi, crisi, reazioni e convergenze*, in Cera-Lener (a cura di), *Remunerazioni e manager. Uomini (d'oro) e no*, *Analisi giuridica dell'Economia*, n. 2/2014, p. 527.

⁽³¹⁸⁾ In tal senso si v. BENDER R., *Executive Compensation Consultants*, in *The research handbook on executive pay*, edited by Jennifer Hill & Randall S. Thomas, Edgar Elgar, Forthcoming, 2012, p. 321; KOSTIANDER L.-IKÄHEIMO S., *"Independent" Consultants' Role in the Executive Remuneration Design Process under Restrictive Guidelines*, in *Corporate Governance: An International Review*, 2012, 20(1), pp. 72-73, i quali evidenziano che *"In most cases, the board and committee members do not have sufficient motivation or time to become deeply involved in the process"*.

Per assolvere tale compito, i consulenti selezionano e raccolgono in *database* tutte le informazioni rinvenibili sul mercato in tema di remunerazioni adottate dalle società nei diversi settori commerciali e in base alle loro dimensioni, che poi elaborano per fornire ai loro clienti un *benchmark* da utilizzare per la determinazione dei livelli di retribuzione dei propri *manager* ⁽³¹⁹⁾.

Si evidenzia, peraltro, che il loro compito non è solo limitato all'identificazione dei livelli retributivi ottimali, ma si estende anche all'individuazione delle tecniche di remunerazione di successo, cioè al profilo strutturale delle politiche di remunerazione. Essi, infatti, possiedono un'elevata competenza tecnica sulle strutture dei piani di compensazione incentivanti, i quali possono essere basati su azioni (*equity-settled* e *cash-settled*) oppure semplici opzioni (c.d. *share-option based pay*).

Tuttavia, il processo di selezione ed elaborazione dei dati raccolti rende l'attività del consulente non meramente informativa, esorbitando in una vera e propria attività di progettazione di strutture remunerative, che finiscono per creare persino delle *best practice* condizionanti l'intero mercato ⁽³²⁰⁾.

Appare, quindi, evidente che i *compensation consultants* hanno un peso determinante nel processo di individuazione delle politiche di remunerazione delle società da loro assistite, pur spettando in ogni caso, la decisione finale, al comitato remunerazioni, che potrebbe, per quanto appaia raro, anche disattendere i loro consigli ⁽³²¹⁾.

⁽³¹⁹⁾ BENDER R., *How Executive Directors' Remuneration is Determined in Two FTSE 350 Utilities*, in *Corporate Governance: An International Review*, (2003), 11(3), pp. 206-217. Si evidenzia che spesso le società acquistano dati sulle remunerazioni da alcuni consulenti e chiedono un'analisi su misura ad altri consulenti.

⁽³²⁰⁾ CONYON M.J.-PECK S.I.-SADLER G.V., *New perspectives on the governance of executive compensation: an examination of the role and effect of compensation consultants*, in *Journal of Management and Governance*, February 2011, 15(1), pp. 29-58; HODAK M., *Alignment Exposed: Letting Go of Norm: How Executive Compensation Can Do Better Than "Best Practices"*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 2005, 17(4), pp. 115-124.

⁽³²¹⁾ BENDER R., *Paying for Advice: The role of the remuneration consultant in UK listed companies*, in *Vanderbilt Law Review*, 2011, 64(2), pp. 361-396, il quale tuttavia non è riuscito a determinare con le sue ricerche se i membri del comitato remunerazione agiscono indipendentemente dalle raccomandazioni dei consulenti oppure sono influenzati dai dati da questi forniti. Sul punto si v. KOSTIANDER L.-IKÄHEIMO S., *"Independent" Consultants' Role in the Executive Remuneration Design Process under Restrictive Guidelines*, cit., p. 72, nella

Alle funzioni informative appena esaminate, va poi aggiunta l'attività di analisi e indagine *ex post* delle prestazioni realizzate dalle società in base ai piani di remunerazione già adottati, al fine di stabilire se il *management* ha raggiunto gli obiettivi prefissati dalla politica di remunerazione in termini di prestazioni.

Dagli studi internazionali emerge che nella prassi applicativa le società tendono a utilizzare un solo consulente per la determinazione delle politiche di remunerazione, in quanto l'opera congiunta di più consulenti può rendere incoerente la progettazione, guidando gli amministratori e i dirigenti verso comportamenti complessivamente non allineati tra loro. Tuttavia, non sono mancati casi di nomina congiunta di due consulenti, ma in tali occasioni le società hanno distinto i loro ruoli affidando a uno compiti d'identificazione del livello retributivo e struttura della remunerazione *ex ante*, e all'altro il mero riesame *ex post* del pacchetto compensativo alla luce delle prestazioni realizzate, al fine di ottenere un riscontro sull'adeguatezza del medesimo o sulla necessità di procedere a modifiche ⁽³²²⁾.

4.1.5.2. L'effetto legittimante della consulenza

Tutti gli amministratori – esecutivi, non esecutivi e indipendenti – lavorano nel consiglio di amministrazione a stretto contatto gli uni con gli altri, pertanto, come giustamente evidenziato da autorevole dottrina, i membri del comitato remunerazioni non sempre sono completamente imparziali nell'assunzione delle loro decisioni sui pacchetti remunerativi dei loro colleghi ⁽³²³⁾.

cui ricerca riportano le seguenti parole di un consulente intervistato: “*The remuneration committee has the last word to say, but in practice the committee is strongly guided by the consultant*”.

⁽³²²⁾ MURPHY K.J. – SANDINO T., *Executive Pay and 'Independent' Compensation Consultants*, in *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 49(3), pp. 247-262; BENDER R., *Executive Compensation Consultants*, cit., p. 322.

⁽³²³⁾ MURPHY K.J., *Executive Compensation*, in *Handbook of Labor Economics*, Vol. 3B, edited by Ashenfelter and Card, Elsevier: Amsterdam., 1999, p. 2518.

Proprio per eliminare ogni dubbio sull'obiettività delle loro decisioni circa le politiche di remunerazione degli *executives*, che sono poi approvate dal *board* nel *plenum* e soggette al voto consultivo o vincolante dell'assemblea degli azionisti, alcune indagini empiriche hanno rilevato che i comitati spesso ricorrono a un consulente esterno e indipendente ⁽³²⁴⁾.

Il ricorso ai consulenti, infatti, è visto sia come una forma di protezione degli *stakeholders*, sia come una forma di gestione del rischio da parte della società, poiché il loro operato legittimerebbe le decisioni del comitato remunerazioni in caso di successiva contestazione. Tuttavia, l'effetto legittimante presuppone a sua volta che i consulenti siano percepiti dagli azionisti e dai terzi come soggetti indipendenti.

Nei diversi ordinamenti è stata avvertita quindi la necessità di garantire tale indipendenza con interventi rispettivamente di *soft law*, realizzati mediante la previsione di appositi principi nei codici di autodisciplina, ovvero di *hard law*, cioè attraverso l'imposizione di un quadro di riferimento cogente per le società.

Ad esempio, il Regno Unito richiedeva l'indipendenza del consulente già con i principi elaborati dal Greenbury Committee nel 1995, in particolare al paragrafo 4.17, dov'era previsto che “*The committee may need to draw on outside advice. This should combine quality and judgement with independence*” ⁽³²⁵⁾. Tale formulazione è scomparsa nel testo vigente del Corporate Governance Code, modificato nel settembre del 2014, il quale però al paragrafo D.2.1. prevede comunque che “*Where remuneration consultants*

⁽³²⁴⁾ In tal senso si v. BARKEMA H.G.-GOMEZ-MEJIA L.R., *Managerial Compensation and Firm Performance: a General Research Framework*, in *Academy of Management Journal*, 1998, 41(2), p. 141, i quali evidenziano che le “*judgments of the committee members, legitimized by the opinions of external consultants*”; SUCHMAN M., *Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches*, in *Academy of Management Review*, 20, pp. 571-610; BENDER R., *How Executive Directors' Remuneration is Determined in Two FTSE 350 Utilities*, in *Corporate Governance: An International Review*, cit., pp. 206-217; ID., *Executive Compensation Consultants*, cit., p. 323; WADE J.B.-PORAC J.F.-POLLOCK T.G., *Worth, Words, and the Justification of Executive Pay*, in *Journal of Organizational Behavior*, 1997, 18, pp. 641-664.

⁽³²⁵⁾ Il testo dei principi è consultabile all'indirizzo <http://www.ecgi.org/codes/documents/greenbury.pdf>.

are appointed, they should be identified in the annual report and a statement made as to whether they have any other connection with the company”, in tal modo lasciando agli *stakeholders* la valutazione circa l’indipendenza del consulente alla luce di una più ampia informazione.

Negli Stati Uniti, invece, il legislatore è intervenuto in maniera più decisa, in attuazione del Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2010), imponendo, alla luce delle previsioni introdotte al sec. 952, ai Comitati remunerazione che volessero servirsi di consulenti esterni una valutazione preventiva della loro indipendenza in base a indici precisi: la fornitura di altri servizi alla società; l’elevata incidenza del compenso per l’incarico sul totale del suo reddito; la sussistenza di rapporti personali o patrimoniali con i membri del Comitato oppure la partecipazione nella società ⁽³²⁶⁾.

La Germania, allineandosi alla scelta inglese, ha optato invece per un intervento di *soft law*, introducendo al paragrafo 4.2.2. del German Corporate Governance Code un espresso obbligo in capo al Consiglio di sorveglianza (c.d. Supervisory Board), che voglia fare ricorso ad un esperto esterno in materia di remunerazione, di “*ensure that the said expert is independent of the Management Board or the enterprise*” ⁽³²⁷⁾.

Analogamente, anche la Francia, ha introdotto al paragrafo 15 del Code de gouvernement d’entreprise des sociétés cotées la previsione secondo cui “*En cas de recours par les comités aux services de conseils externes (par exemple, un conseil en rémunération en vue d’obtenir notamment des informations sur les systèmes et niveaux de rémunérations en vigueur dans les principaux marchés), les comités doivent veiller à l’objectivité du conseil concerné*” ⁽³²⁸⁾.

Nello stesso modo, anche la Spagna, con la recente modifica del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas (CBGSC) – attuata a seguito della

⁽³²⁶⁾ Il testo del Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act è consultabile all’indirizzo www.sec.gov. Sul punto si v. anche BENDER R., *Executive Compensation Consultants*, cit., p. 323.

⁽³²⁷⁾ Il German Corporate Governance Code è consultabile nell’ultima versione modificata il 5 maggio 2015 all’indirizzo www.dcgk.de.

⁽³²⁸⁾ Il Code de gouvernement d’entreprise des sociétés cotées è consultabile nell’ultima versione dell’11 dicembre 2015, all’indirizzo www.afep.com.

riforma generale della Ley de Sociedades de Capital, ad opera della Ley 3 dicembre 2014, n. 31 – ha previsto nella recomendación 50 del paragrafo III.3.4.4 che la “*comisión de retribuciones*” deve “*Velar por que los eventuales conflictos de intereses no perjudiquen la independencia del asesoramiento externo prestado a la comisión*” ⁽³²⁹⁾.

La questione è stata affrontata anche in Italia sempre a livello di *soft law*, attraverso l'introduzione all'art. 6.C.7. del Codice di autodisciplina della previsione che il comitato per le remunerazioni “*qualora intenda avvalersi dei servizi di un consulente al fine di ottenere informazioni sulle pratiche di mercato in materia di politiche retributive, [...] verifica preventivamente che esso non si trovi in situazioni che ne compromettano l'indipendenza di giudizio*” ⁽³³⁰⁾.

Le scelte degli ordinamenti europei, salvo quello inglese, lasciano tuttavia perplessi, essendo rimesso il giudizio d'indipendenza del consulente ai medesimi soggetti di cui si dubita dell'obiettività, senza ancorare la valutazione ad alcun indice oggettivo e senza prevedere un obbligo di *disclosure* sul procedimento di selezione del consulente, che potrebbe essere inserito nella relazione sulla remunerazione, consentendo così agli azionisti di esprimere il loro parere sulle politiche di remunerazione in modo più informato.

4.1.5.3. Il potenziale conflitto di interessi connesso all'attività di consulenza

L'attività di consulenza è estremamente concentrata nelle mani di un cerchio ristretto di società ⁽³³¹⁾, in particolare Towers Watson, Mercer Human

⁽³²⁹⁾ Il Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas è consultabile nell'ultima versione adottata a febbraio 2015 all'indirizzo www.cnmv.es.

⁽³³⁰⁾ CAMPOBASSO M., *I compensi degli amministratori di società: l'esperienza italiana*, cit., p. 715, il quale richiama come fattispecie esemplificative della mancanza d'indipendenza la somministrazione di servizi significativi al dipartimento risorse umane, agli amministratori e agli altri dirigenti.

⁽³³¹⁾ Per un'analisi completa dei consulenti negli Stati Uniti relativamente agli indici S&P 1500, S&P 500 e Russell 3000, si v. CONYON M.J., *Executive Compensation Consultants and*

Resources Consulting e Hewitt New Bridge Street, a livello internazionale. A cui si affiancano negli Stati Uniti Pearl Mayer e Frederic W Cook & Co., e in Inghilterra PricewaterhouseCoopers e Deloitte.

Tale concentrazione del mercato dei servizi di consulenza, secondo autorevole dottrina, avrebbe effetti distorsivi sulla progettazione delle politiche di remunerazione, in quanto condurrebbe a sistemi di remunerazione sostanzialmente standardizzati ⁽³³²⁾.

A ciò va aggiunto che l'incarico dei consulenti attualmente non è soggetto ad alcun limite temporale, mentre teoricamente sarebbe auspicabile un costante ricambio dei consulenti, in modo da evitare che si creino legami con gli amministratori che potrebbero pregiudicare la loro indipendenza ⁽³³³⁾.

Inoltre, si evidenzia che l'attività di consulenza non è limitata esclusivamente al supporto del comitato remunerazioni (o del *board*) sulle politiche di retribuzione, ma ricomprende anche l'assistenza agli *executives* sui loro *compensation package*, la consulenza in tema di remunerazione in altre parti dell'organizzazione e l'aiuto in altri problemi di *business* più ampi ⁽³³⁴⁾.

Tali circostanze celano evidentemente un potenziale conflitto di interesse dei consulenti, i quali possono essere indotti a creare schemi di remunerazione maggiormente vantaggiosi per gli *executives*, al fine di ottenere in cambio da

CEO Pay, in *Vanderbilt Law Review*, 2011, 64(2), pp. 399-428.

⁽³³²⁾ KOSTIANDER L.-IKÄHEIMO S., "Independent" Consultants' Role in the Executive Remuneration Design Process under Restrictive Guidelines, cit., p. 74, i quali evidenziano che "A benchmark seems to play a key role in the remuneration design and level. A high-quality benchmark is a vital resource for the consultant to offer legitimized services to the clients. As the benchmark is trustworthy, the board of directors has a proper basis for setting the pay level and defining the design. Most of the players in the pay-setting process acknowledge the opportunistic opportunities related to the benchmark, and some of the executives with the help of consultants have benefitted from them".

⁽³³³⁾ Sul punto si segnala però lo studio condotto nel Regno Unito da GOH L.-GUPTA A., *Executive Compensation, Compensation Consultants, and Shopping for Opinion: Evidence from the UK*, in *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, October 2010, 25(4), pp. 607-643, i cui risultati invece proverebbero che la sostituzione dei consulenti conduce a livelli di retribuzione più elevati e con minori rischi.

⁽³³⁴⁾ BENDER R., *Executive Compensation Consultants*, cit., pp. 326-327; KOSTIANDER L.-IKÄHEIMO S., "Independent" Consultants' Role in the Executive Remuneration Design Process under Restrictive Guidelines, cit., p. 77, i quali nel loro studio concludono che i "consultants labeled as "independent" may not be independent".

loro nuovi incarichi su altri aspetti della gestione della sociale, come ad esempio gli aspetti occupazionali, *outsourcing*, fusioni e acquisizioni, gestione dei rischi e degli investimenti ⁽³³⁵⁾.

Sebbene le ricerche finora svolte non abbiano dimostrato in modo inequivocabile la sussistenza di un nesso causale tra il potenziale conflitto di interesse dei consulenti e i livelli di retribuzione più elevati accordati agli *executives* ⁽³³⁶⁾, in Inghilterra, la House of Commons Treasury Committee, esaminando il ruolo degli amministratori esecutivi nella crisi finanziaria, nel suo *report* finale ha concluso che “*We have received a body of evidence linking remuneration consultants to the upward ratchet of pay of senior executives in the banking sector. We have also received evidence about potential conflicts of interest where the same consultancy is advising both the*

⁽³³⁵⁾ Sul punto si v. CRYSTAL G.S., *Why is CEO compensation so high?*, in *California Management Review*, 1991, 34(1), pp. 9-29; HODAK M., *Alignment Exposed: How CEOs are Paid, and What Their Shareholders Get for It*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 2004, 16(2/3), pp. 111-121.

⁽³³⁶⁾ Sul punto si v. ARMSTRONG C.S. – ITTNER C.D. – LARCKER D.F., *Economic Characteristics, Corporate Governance, and the Influence of Compensation Consultants on Executive Pay Levels*, June 12, 2008, in *Rock Center for Corporate Governance Working Paper* n. 15, consultabile all'indirizzo www.ssrn.com, sostengono che i CEO di aziende con una *governance* debole utilizza i consulenti per ottenere remunerazioni più elevate; CONYON M.J. – PECK S.I. – SADLER G.V., *Compensation Consultants and Executive Pay: Evidence from the United States and the United Kingdom*, in *Academy of Management Perspectives*, 2009, 23(1), pp. 43-55, sostengono invece che un rapporto statistico tra il livello delle retribuzioni dei CEO e l'attività del consulente potrebbe derivare dal tipo di procedimento usato per la progettazione del piano retributivo, in quanto le società consigliate dai consulenti tendono ad adottare un più elevato livello di incentivi equity-based nei loro pacchetti retributivi rispetto alle imprese che non usano tali consulenze; VOULGARIS G. – STATHOPOULOS K. – WALKER M., *Compensation Consultants and CEO Pay: UK Evidence*, in *Corporate Governance: An International Review*, November 2010, 18(6), pp. 511-526, i quali sottolineano che una maggiore retribuzione in caso di consulenza esterna può essere connessa al maggior rischio dovuto alla volatilità di pacchetti retributivi basati su elementi *equity-based*; CONYON M.J., *Executive Compensation Consultants and CEO Pay*, cit., il quale conclude che anche nel caso in cui i consulenti abbiano fornito una pluralità di servizi alla società non vi sarebbe alcuna chiara evidenza di un effetto di conflitto di interesse incidente sul livello della remunerazione; MURPHY K.J. – SANDINO T., *Executive Pay and 'Independent' Compensation Consultants*, cit., pp. 247-262, i quali hanno rilevato che negli Stati Uniti e in Canada la remunerazione del CEO è più elevata nelle società in cui il consulente forniva anche altri servizi, e che la remunerazione era maggiore nelle società canadesi quando i compensi riconosciuti a consulenti per gli altri servizi erano superiori rispetto ai corrispettivi per la consulenza in materia di *executive compensation*. Invece, contrariamente alle aspettative, hanno trovato una remunerazione più elevata del 13% nelle società statunitensi dove il consulente svolgeva la propria attività esclusivamente per il Comitato remunerazioni.

company management and the remuneration committee. Both these charges are serious enough to warrant a closer and more detailed examination of the role of remuneration consultants in the remuneration process” (2009, paragrafo 82). Allo stesso modo, negli Stati Uniti, il *Waxman Committee* (2007), nonostante le principali società di consulenza esaminate abbiano evidenziato l’adozione di misure interne dirette ad evitare conflitti di interessi, ha concluso che nella “[c]ompensation consultant conflicts of interest are pervasive”⁽³³⁷⁾.

Le società di consulenza, tenuto conto di tali affermazioni e della crescente attenzione per il problema, al fine di evitare interventi regolamentari nel settore, hanno immediatamente attivato procedimenti diretti a ridurre la percezione del loro potenziale conflitto d’interessi.

In particolare, negli Stati Uniti, le tre maggiori società di consulenza in materia di politiche retributive – ovvero, Towers Watson, Mercer Human Resources Consulting e Hewitt New Bridge Street – con un’operazione di *spin-off* si sono completamente separate dalle loro divisioni *executive compensation* che fornivano principalmente consulenza ai Comitati remunerazioni, costituendo tre società completamente indipendenti – rispettivamente, Pay Governance, *Compensation Advisory Partners* LLC e Meridian Compensation Partners. Tale scelta operativa, tuttavia, è rimasta circoscritta solo all’attività di consulenza negli Stati Uniti, mentre in Europa le medesime società continuano a svolgere attività *multi-service*⁽³³⁸⁾.

Nel Regno Unito, invece, il problema ha portato alla costituzione nel 2009 del *Remuneration Consultants Group* (RCG), che rappresenta la maggior parte delle società di consulenza in materia di remunerazioni che svolgono servizi per le società quotate, con l’unico scopo di sviluppare un codice di

⁽³³⁷⁾ Si v. WAXMAN H.A. (et al.), *Executive Pay: Conflicts Of Interest Among Compensation Consultants*, United States House of Representatives Committee On Oversight And Government Reform Majority Staff, December 2007, consultabile all’indirizzo www.eriari.com.

⁽³³⁸⁾ MARCHETTINI, *La remunerazione del top management in Europa: eccessi, crisi, reazioni e convergenze*, cit., p. 528.

comportamento (c.d. “*The Code*”), al fine di chiarire il ruolo dei consulenti e gli *standard* professionali che gli stessi devono rispettare nell’attività di consulenza. In particolare, il codice detta alcuni principi in materia di trasparenza, integrità, gestione dei conflitti di interessi, competenza e diligenza, e riservatezza⁽³³⁹⁾.

Il nostro ordinamento non prevede nulla al riguardo, ma si auspica che si allinei al più presto alla soluzione adottata nel Regno Unito, vista l’importanza sempre più crescente del ruolo dei *compensation consultants* nel complesso procedimento di progettazione delle politiche di remunerazione.

4.2. Il controllo degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli executives

4.2.1. Il ruolo del “*Say-on-Pay*”

Altro meccanismo adottato per assicurare che la remunerazione sia il frutto di una negoziazione corretta e bilanciata, è l’accentuazione della voce degli azionisti.

Infatti, dopo la grave crisi finanziaria degli ultimi anni, si è assistito, a livello nazionale e sovranazionale, all’affermazione di un nuovo modello di *governance* societaria in cui gli azionisti riacquistano per certi versi un ruolo fondamentale, attraverso un loro coinvolgimento diretto nell’adozione delle politiche di remunerazione del *top management*⁽³⁴⁰⁾.

Secondo il legislatore comunitario, infatti, gli azionisti, in qualità di *residual claimants*⁽³⁴¹⁾ – cioè di soggetti maggiormente esposti al rischio d’impresa, in

(³³⁹) Il codice di comportamento è consultabile all’indirizzo www.remunerationconsultantsgroup.com.

(³⁴⁰) All’assemblea ordinaria è attribuito il diritto di esprimersi anche sulla remunerazione sia degli amministratori investiti di particolari cariche, che il codice civile rimette al consiglio di amministrazione, sentito il collegio sindacale *ex art.* 2389, comma 3, c.c., sia dei dirigenti con responsabilità strategiche (direttore generale e altri dirigenti che svolgono attività di alta gestione), la cui nomina, ad eccezione del direttore generale (art. 2369 c.c.), è rimessa al consiglio di amministrazione che stabilisce anche la remunerazione.

(³⁴¹) Tale definizione è stata coniata nella letteratura di matrice anglosassone, si v. JENSEN M.C., *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms*, in

quanto detentori un diritto residuale rispetto agli altri soggetti che vantano obbligazioni nei confronti dell'impresa ⁽³⁴²⁾ – sono i più adatti a esercitare un ruolo attivo nel processo decisionale sulle remunerazioni.

Questo nuovo ruolo degli azionisti potrebbe sembrare apparentemente in contrasto con la “teoria dell'impresa manageriale” ⁽³⁴³⁾, che è alla base dell'odierno sviluppo industriale, la quale pone al vertice dell'organizzazione la figura “professionale” dell'amministratore, a cui è riservata in via esclusiva la gestione sociale, in ragione delle sue competenze specialistiche in materia di amministrazione.

In realtà, il modello manageriale non è scalfito dalla nuova prerogativa degli azionisti, in quanto, se si osserva più da vicino il diritto di *voce* sulle politiche di remunerazione, ci si accorge che la competenza gestionale resta comunque in capo all'organo di amministrazione, non essendo prevista nel nostro ordinamento – al pari degli altri europei – una facoltà in capo all'assemblea di proporre politiche alternative a quella dell'organo di gestione o di votare solo in parte la politica proposta dallo stesso ⁽³⁴⁴⁾.

Journal of Financial Economics, 1976, n. 3, consultabile all'indirizzo <http://hupress.harvard.edu/catalog/JENTHF.html>; FAMA E.F. - JENSEN M.C., *Separation of Ownership and Control*, in *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, (Jun., 1983), pp. 301-325, consultabile all'indirizzo <http://www.jstor.org/stable/725104>.

⁽³⁴²⁾ Ai sensi dell'art. 2350 c.c. - in qualità di titolari del capitale di rischio - ai soci spetta il diritto di dividersi il flusso di cassa netto o il patrimonio netto risultante dalla liquidazione, dopo che tutti i debiti della società sono stati pagati.

⁽³⁴³⁾ Per approfondimenti si v. BERLE-MEANS, *The modern corporation and private property*, MacMillan, New York, 1932, che affermano la tesi della separazione tra proprietà e controllo all'interno delle grandi imprese; BAUMOL W.J., *Business Behavior, Value and Growth*, MacMillan, New York, 1959; GALBRAITH J.K., *The New Industrial State*, Princeton University Press, 1967 (ristampa 2007); WILLIAMSON O.E., *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N.J., 1964; MORRIS R., *The Economic Theory of 'Managerial' Capitalism*, MacMillan, London, 1964; MICKLETHWAIT J.-WOOLDRIDGE A., *The company. A Short History of a Revolutionary Idea*, Modern Library, New York, 2003, in particolare pp. 101 ss.

⁽³⁴⁴⁾ Per un approfondimento sull'impossibilità dell'assemblea di proporre e deliberare politiche di remunerazione alternative a quelle proposte dal consiglio di amministrazione o deliberare l'approvazione parziale nell'ordinamento italiano si v. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari «consultive» nella società per azioni*, in M. Campobasso- Cariello-Di Cataldo-Guerrera-Sciarrone Alibrandi (diretto da), *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum Pietro Abbadessa, Milanofiori Assago, 2014, p. 829; nell'ordinamento tedesco si v. VESPER-GRÄSKE, “Say On Pay” In Germany: The Regulatory Framework And Empirical Evidence, consultabile all'indirizzo https://static1.squarespace.com/static/56330ad3e4b0733dccc0c8495/t/56b14cfb7da24f29eaf30d8b/1454460156507/GLJ_Vol_14_No_07_Vesper-Graske.pdf;

Pertanto, il meccanismo del “say on pay” – indipendentemente dalla sua configurazione “debole” (c.d. *advisory vote*) o “forte” (c.d. *binding vote*)⁽³⁴⁵⁾ – serve principalmente a responsabilizzare i soci, spesso disinteressati alla vita sociale, e a disincentivare gli amministratori dall’intraprendere comportamenti opportunistici.

4.2.2. Sintesi comparativa sul “say-on-pay”

L’attribuzione all’assemblea di un diritto di voto sulla remunerazione dei *managers*, introdotta per la prima volta nel Regno Unito nel 2002, si è rapidamente diffusa in quasi tutti gli ordinamenti giuridici occidentali⁽³⁴⁶⁾, complici le Raccomandazioni comunitarie degli anni 2004-2005.

Tuttavia, da un’analisi comparatistica emerge chiaramente che i legislatori nazionali hanno adottato versioni estremamente eterogenee di “say-on-pay”, le quali si differenziano sotto molteplici profili, così riassumibili: (i) la natura imperativa o dispositiva della disciplina; (ii) l’oggetto della delibera, a seconda che il voto sia riferito alla politica di remunerazione, alla remunerazione complessiva corrisposta all’organo gestorio oppure alle retribuzioni elargite a singoli soggetti al vertice nella società; (iii) la frequenza con cui i soci sono chiamati ad esprimersi, che può essere annuale, triennale o collegata a sensibili

FLEISCHER-BEDKOWSKI, “‘Say on Pay’ im deutschen Aktienrecht: Das neue Vergütungsvotum der Hauptversammlung nach §120 Abs. 4 AktG, in AG, 2009, p. 683.

⁽³⁴⁵⁾ BELCREDI-FERRARINI, *Corporate boards, incentive pay and shareholder activism in Europe: main issues and policy perspectives*, in Belcredi-Ferrarini (edited by), *Board and shareholders in european listed company*, Cambridge, Cambridge University Press, 2014, p. 52.

⁽³⁴⁶⁾ Tra gli stati dell’Unione Europea che non prevedono il meccanismo del “say-on-pay” si segnala in particolare la Slovenia che con il *Company Act “ZGD-I”* (art. 270, 284, 294) prevede solo il voto su base volontaria. Oltre oceano, un analogo approccio è riscontrabile in Canada, dove peraltro si sta registrando un aumento dei casi di attribuzione del voto non vincolante degli azionisti sul pacchetto retributivo dei dirigenti (si v. BERNSTEIN S.-MACDOUGALL A., *Say On Pay 2014: Losing Steam in Canada*, 2014, consultabile all’indirizzo www.osler.com, i quali segnalano un aumento nel 2014 del 14,84%, per un totale di 147 società rispetto alle 128 del 2013). Tra gli ordinamenti extracomunitari, invece, non adottano il meccanismo del “say-on-pay”: Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Arabia Saudita, U.A.E., Singapore.

modifiche della politica di remunerazione ⁽³⁴⁷⁾; (iv) l'effetto giuridico della deliberazione, che può assumere carattere vincolante (c.d. *binding vote*) o meramente consultivo (c.d. *advisory vote*) ⁽³⁴⁸⁾; (v) le modalità operative di esercizio del voto, che può assumere la forma *ex ante* o *ex post* (anche a seconda dell'oggetto della delibera assembleare).

Per chiarire le differenze esistenti tra i vari ordinamenti, di seguito appare opportuno pretendere in considerazione alcuni ordinamenti particolarmente significativi ai fini di un confronto con la scelta effettuata dal nostro legislatore ⁽³⁴⁹⁾.

4.2.2.1. Regno Unito

La prima versione di “*say-on-pay*” che si ritiene meritevole di analisi è quella del Regno Unito, non solo per il fatto che è stato il primo paese a introdurre nel proprio ordinamento un voto assembleare sui compensi spettanti agli amministratori, ma soprattutto perché è quella che ha influenzato, e continua a influenzare ⁽³⁵⁰⁾, gli interventi europei in materia ⁽³⁵¹⁾.

⁽³⁴⁷⁾ Si osserva che nella maggior parte degli ordinamenti che adottano il meccanismo del “*say-on-pay*” il voto ha cadenza annuale.

⁽³⁴⁸⁾ Di recente si registra una forte tendenza per la versione vincolante, giustificata anche dalle modifiche introdotte in tal senso nel Regno Unito nel 2013. In particolare, prima ancora del Regno Unito, hanno introdotto il *binding vote* l'Olanda, la Svezia e il Belgio, mentre l'ultimo ordinamento che si è mosso in tale direzione è stato quello francese con la legge Sapin 2 (*Projet de loi n. 3623*) che ha introdotto il voto vincolante, con cadenza minima annuale, sulla remunerazione.

⁽³⁴⁹⁾ Per approfondimenti sul meccanismo di “*say-on-pay*” a livello comparato, *ex multis*, si v. MUCCIARELLI F.M., *I compensi agli amministratori esecutivi nelle società quotate: uno sguardo comparatistico a Regno Unito, Germania e Stati Uniti d'America*, cit., pp. 302 ss.; CAMPOBASSO M., *Il compenso degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 2011, pp. 721 ss.; CODAZZI, *Gli azionisti e la società nel modello europeo di cd. “say on pay”: alcuni spunti di riflessione alla luce dell'art. 123-ter, comma 6, TUF*, cit.; GARRIDO J.M., *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate nell'ordinamento spagnolo*, in Sarcina-García Cruces (a cura di), *L'attività gestoria nelle società di capitali*, Bari, Cacucci Editore, 2010, pp. 146 ss.

⁽³⁵⁰⁾ Significativa in tal senso è la proposta di direttiva originariamente avanzata dalla Commissione europea, la quale prevedeva delle soluzioni molto fedeli a quelle adottate nell'ordinamento inglese: GARILLI, *Il coinvolgimento di soci e stakeholders nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori*, in ODC, n. 1/2016, p. 11. Peraltro, si evidenzia che il modello inglese è stato sostanzialmente riprodotto in Spagna con la riforma introdotta dalla *Ley 3 dicembre 2014*, n. 31, che ha introdotto in materia le disposizioni di cui agli articoli da 529-*sexdecies* a 529-*novodecies* della *Ley de Sociedades de Capital (LSC)*.

⁽³⁵¹⁾ DAVIS S., *Does “Say on Pay” Work? Lessons on Making CEO Compensation*

La prima versione della disciplina, entrata in vigore nell'agosto del 2002, contemplava l'obbligo per ciascuna società quotata di redigere il “*directors' remuneration report*” (“DDR”), contenente dettagliate informazioni sulla retribuzione dei componenti del *board*, il quale doveva essere sottoposto al voto consultivo dell'assemblea, con cadenza annuale.

Nonostante l'attribuzione di un potere di *voice* in materia di remunerazione ai soci, nei sette anni successivi (dal 2002 al 2009) si sono registrati soli dodici casi di voto negativo ⁽³⁵²⁾ e non sempre hanno indotto gli amministratori a rivedere la politica di remunerazione ⁽³⁵³⁾.

Il legislatore britannico è nuovamente intervenuto in materia nel 2012 con l'*Enterprise and Regulatory Reform Act*, entrato in vigore nell'ottobre del 2013, che ha completamente rivoluzionato la precedente fisionomia del meccanismo di “*say-on-pay*” ⁽³⁵⁴⁾.

In particolare, l'intervento ha modificato la struttura del “*directors' remuneration report*”, che oggi dev'essere suddiviso in due distinte sezioni: la “*remuneration policy*”, relativa alla retribuzione *pro futuro* agli amministratori (con o senza incarichi esecutivi), e l’“*implementation report*”, relativo alle somme corrisposte al singolo amministratori nel corso dell'esercizio sociale in base alla precedente politica di remunerazione. Inoltre, la riforma ha sottoposto entrambe le sezioni al voto, sia pur con differente efficacia giuridica. Nello specifico, per la *remuneration policy* è stato previsto un voto vincolante, da esprimere con cadenza triennale, salvo che in precedenza siano

Accountable, Policy Briefing No. 1, The Millstein Center for corporate governance and performance, Yale School of Management, 2007; FERRI F.-MABER D.A., *Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the U.K.*, in *Rev. Financ.*, vol. 17, 2013, pp. 527 ss.

⁽³⁵²⁾ Per approfondimenti si v. GILSHAN D., *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-ownershiplibrary/say_on_pay_six_years_on.pdf?sfvrsn=2

⁽³⁵³⁾ Sul punto si v. HODGSON P., *A Brief History of Say on Pay*, in *Ivey Business Journal*, Settembre/Ottobre 2009, consultabile all'indirizzo <http://iveybusinessjournal.com/publication/a-brief-history-of-say-on-pay>.

⁽³⁵⁴⁾ Si v. VITALI M.L., *La remunerazione degli amministratori all'esito di un processo di consultazione nel Regno Unito*, in *Riv. soc.*, 2015, pp. 1006 ss.; BRUNO-BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedure, risultati, prospettive*, cit., pp. 1294 ss.

apportate importanti modifiche alla politica di remunerazione; mentre per l'*implementation report* è stato previsto un voto meramente consultivo, con cadenza annuale, che non incide sull'efficacia della remunerazione già corrisposta ⁽³⁵⁵⁾, purché conforme alla politica sulla remunerazione approvata ⁽³⁵⁶⁾.

Di conseguenza, l'odierna versione britannica del “*say-on-pay*” attribuisce all'assemblea un ruolo determinante nella definizione *ex ante* della politica sulla remunerativa, mantenendo però inalterate le competenze del *board* (e del *Remuneration Committee*) nella strutturazione del pacchetto retributivo.

4.2.2.2. Stati Uniti

Altro ordinamento interessante ai fini della presente analisi è quello statunitense, in quanto la *Section 951* del *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (“*Dodd-Frank Act*”) – che ha modificato nel luglio del 2010 il *Securities Exchange Act 1934* – ha introdotto l'obbligo per le società quotate di riconoscere ai propri azionisti un diritto di voto sulla “*executive compensation*” ⁽³⁵⁷⁾.

Si tratta, tuttavia, di un voto *ex post* sulla remunerazione già corrisposta nell'esercizio sociale precedente, la cui cadenza temporale, che dev'essere almeno triennale, è comunque oggetto a una separata decisione assembleare ogni sei anni ⁽³⁵⁸⁾.

Il voto assembleare ha mera efficacia consultiva, essendo espressamente statuito che in nessun caso il voto assembleare può inficiare una decisione già adottata in materia dal consiglio di amministrazione, né tantomeno può

⁽³⁵⁵⁾ Si v. *Companies Act 2006*, Sec. 422, par. (5), il quale dispone che “*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*”.

⁽³⁵⁶⁾ In caso di violazione della politica di remunerazione approvata, l'amministratore sarà tenuto a restituire alla società la remunerazione indebitamente percepita e i componenti del *board* che abbiano concorso all'approvazione del pagamento risponderanno degli eventuali danni cagionati alla società.

⁽³⁵⁷⁾ Per approfondimenti si v. BRUNO, *Il ruolo dell'assemblea di s.p.a. nella corporate governance*, Torino, Cedam, 2012, p. 194 ss.

⁽³⁵⁸⁾ Si v. il *Securities Exchange Act* del 1934, Sec. 14A(a)(2).

costituire fonte di un dovere fiduciario in capo agli amministratori ⁽³⁵⁹⁾, e riguarda l'intero “*compensation package*”, non consentendo in alcun caso ai soci di esprimersi sulle singole componenti (ad esempio, *bonus*, *stock options* e *benefits*) ⁽³⁶⁰⁾.

Peraltro, sotto il profilo oggettivo, la SEC ha precisato che il meccanismo del “*say-on-pay*” trova applicazione limitatamente agli “*individual compensation packages*” del *Chief Executive Officer*, del *Chief Financial Officer* e degli altri tre amministratori esecutivi con la retribuzione più elevata ⁽³⁶¹⁾.

In conclusione, la versione statunitense del “*say-on-pay*” lascia completamente impregiudicati i poteri del *board* in materia di remunerazione, costituendo il voto assembleare un mero momento di confronto tra i soci ed i gestori, con valenza sotto il profilo morale e reputazionale.

4.2.2.3. Australia

Altrettanto interessante è l'ordinamento australiano, il quale – in risposta all'indignazione dell'opinione pubblica per i stratosferici compensi dei *manager* ⁽³⁶²⁾ – nel 2011 ha profondamente modificato la *Section 250R* nel *Corporations Act* del 2001 ⁽³⁶³⁾, il quale, sulla falsa riga del primo modello di “*say-on-pay*” britannico, prevedeva nelle società quotate l'assoggettamento,

⁽³⁵⁹⁾ Al riguardo, infatti, il *Securities Exchange Act* del 1934, Sec. 14A(c), prevede che “*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*”.

⁽³⁶⁰⁾ Si v. 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. 1213 ss.

⁽³⁶¹⁾ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Shareholder Approval of Executive Compensation and Golden Parachute Compensation*, Release No. 33- 9178, 25 gennaio 2011.

⁽³⁶²⁾ Si v. PRODUCTIVITY COMMISSION, *Executive Remuneration in Australia*, 2009, la quale rileva che la remunerazione degli *executive* delle prime cento società australiane in 15 anni (1993-2007) è incrementata del 300% consultabile all'indirizzo <http://www.pc.gov.au/inquiries/completed/executive-remuneration/report/executive-remuneration-report.pdf>.

⁽³⁶³⁾ Per approfondimento si v. 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.

con cadenza annuale, ad *advisory vote* del “*remuneration report*”, contenente dettagliate informazioni sulla retribuzione spettante ai cinque amministratori beneficiari dei compensi più elevati.

In particolare, il Parlamento australiano, in considerazione dei costi e dei benefici sottesi al voto vincolante e a quello consultivo, ha adottato una soluzione intermedia, nota come “*Two-Strike Rule*”⁽³⁶⁴⁾, la quale – lasciando inalterati il riparto di competenze tra *board* e assemblea – da un lato attribuisce efficacia meramente consultiva al voto assembleare e, dall’altro lato, rafforza il ruolo dell’assemblea nel caso in cui sopraggiunga una netta frattura in materia di remunerazione tra i due organi.

Tale soluzione, infatti, prevede la possibilità di sostituire gli amministratori qualora il *remuneration report* riceva per due assemblee consecutive un voto negativo da una percentuale significativa del capitale sociale⁽³⁶⁵⁾. Più precisamente, il primo “*strike*” ricorre quando la relazione abbia ottenuto meno del 75% dei voti favorevoli espressi in assemblea. Mentre il secondo “*strike*” interviene nel caso in cui, in occasione dell’assemblea successiva, il nuovo *report* redatto dal consiglio di amministrazione – che deve indicare le iniziative adottate per fronteggiare il dissenso manifestato nella prima assemblea – riceva ancora meno del 75% dei voti favorevoli espressi in assemblea⁽³⁶⁶⁾.

Al verificarsi del secondo “*strike*”, nella medesima sede assembleare, è richiesto ai soci di votare la “*spill resolution*”, cioè la permanenza in carica dell’organo amministrativo, la quale, se approvata dalla maggioranza assoluta degli azionisti, comporta la convocazione (entro novanta giorni) dello “*spill meeting*” che deciderà se confermare o sostituire gli amministratori in carica⁽³⁶⁷⁾.

⁽³⁶⁴⁾ Si v. il *Corporations Amendment (Improving Accountability on Director and Executive Remuneration) Bill 2011*, consultabile all’indirizzo <https://www.comlaw.gov.au/Details/C2011A00042>

⁽³⁶⁵⁾ Tale dissenso rappresenta un indice sintomatico di rottura del rapporto fiduciario intercorrente tra soci e amministratori.

⁽³⁶⁶⁾ Si v. *Corporations Act 2001*, Sec. 300A(1)(g)

⁽³⁶⁷⁾ Tuttavia, il *Corporations Act 2001*, Sec. 250V(1)(b)(ii), prevede che l’amministratore

4.2.2.4. Germania

Del tutto peculiare è poi la disciplina tedesca sui compensi, introdotta nel 2009 con l'entrata in vigore della “*Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung*”), in quanto da un lato ha dettato limiti imperativi sulle remunerazioni ⁽³⁶⁸⁾ e, dall'altro lato, ha ampliato la competenza dei soci ⁽³⁶⁹⁾.

Nello specifico, il legislatore tedesco, pur confermando l'esclusiva competenza del consiglio di sorveglianza a determinare la remunerazione dei componenti del consiglio di gestione, ha attribuito all'assemblea la facoltà di esprimersi sul sistema complessivo di remunerazione dei consiglieri di gestione, sia pure con una delibera non vincolante e non impugnabile ⁽³⁷⁰⁾.

La peculiarità di tale sistema, però, risiede nel carattere dispositivo del meccanismo di “*say-on-pay*”, il quale si attiva solo in caso di convocazione dell'assemblea da parte del consiglio di gestione ovvero su richiesta di integrazione dell'ordine del giorno presentata da una minoranza qualificata, titolare di azioni pari a un ventesimo del capitale sociale (o a 500.000 euro) ⁽³⁷¹⁾.

In conclusione, la versione tedesca del “*say-on-pay*” appare la più debole nel panorama europeo, poiché, oltre a lasciare completamente impregiudicati i poteri del consiglio di sorveglianza, subordina l'intervento dell'assemblea al

delegato ha il diritto di permanere in carica fino alla sua naturale scadenza.

⁽³⁶⁸⁾ In particolare, ha prescritto all'*Aufsichtsrat* (consiglio di sorveglianza) di determinare i compensi complessivi di ciascun componente del *Vorstand* (consiglio di gestione) in rapporto ai compiti e le prestazioni dei singoli amministratori e alla situazione della società. Inoltre, per le società quotate, ha statuito che la struttura del compenso debba essere correlata allo “*sviluppo sostenibile dell'impresa*”, con tutti i dubbi interpretativi che tale espressione è suscettibile di ingenerare.

⁽³⁶⁹⁾ Per approfondimenti sul sistema tedesco si v. G.B. PORTALE, *Un nuovo capitolo del governo societario tedesco: l'adeguatezza del compenso dei Vorstandsmitglieder*, in *Riv. soc.*, 2010, pp. 1 ss.; DELMAN R., *Structuring Say on Pay*, cit., p. 597; VESPER-GRÄSKE, “*Say on Pay*” in *Germany: the Regulatory Framework and Empirical Evidence*, in *Ger. Law J.*, vol. 14, 2013, pp. 749 ss.

⁽³⁷⁰⁾ Si v. *AktG*, par. 120(4), il quale dispone che “*Die Hauptversammlung der börsennotierten Gesellschaft kann über die Billigung des Systems zur Vergütung der Vorstandsmitglieder beschließen. Der Beschluss begründet weder Rechte noch Pflichten; insbesondere lässt er die Verpflichtungen des Aufsichtsrats nach § 87 unberührt. Der Beschluss ist nicht nach § 243 anfechtbar*”.

⁽³⁷¹⁾ v. *AktG*, par. 122(1)(2)

possesso di una soglia minima di capitale, non facilmente raggiungibile da parte dei soci risparmiatori. Ma tale debolezza trova giustificazione nelle caratteristiche del sistema di amministrazione e controllo renano (c.d. sistema dualistico), che si fonda sulla *Mitbestimmung* (cogestione) ⁽³⁷²⁾.

4.2.2.4. Svizzera

Altrettanto interessante, poi, è il meccanismo di “*say-on-pay*” elvetico, introdotto – in seguito all’esito del *referendum* federale d’iniziativa popolare “*Initiative gegen die Abzockerei*” (“Contro i compensi truffa”) ⁽³⁷³⁾ – dalla “*Verordnung gegen übermäßige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften*” (“*VegüV*”), adottata dal Consiglio Federale il 20 novembre del 2011 ed entrata in vigore a partire dal gennaio del 2014 ⁽³⁷⁴⁾.

Tale provvedimento, infatti, ha introdotto una separazione tra la retribuzione dei membri del consiglio di amministrazione, della direzione e del consiglio consultivo, attribuendo ai soci il diritto di voto – con valore vincolante e da esercitarsi annualmente – separato su tutte le relazioni, lasciando però all’autonomia statutaria la determinazione delle modalità operative del suo esercizio ⁽³⁷⁵⁾. In altre parole, l’ordinanza rimette allo statuto la decisione se prevedere un voto *ex ante* o *ex post* sulle relazioni, oppure una combinazione di entrambi i modelli ⁽³⁷⁶⁾.

⁽³⁷²⁾ Si v. VELLA-BOSI, *Diritto ed economia delle società*, cit., pp. 27 s. e 34 s.

⁽³⁷³⁾ Il *referendum* federale che aveva ad oggetto le pratiche remunerative degli amministratori, con e senza incarichi esecutivi, è stato approvato dai cittadini svizzeri con una ampia maggioranza (68% dei consensi).

⁽³⁷⁴⁾ Il testo dell’ordinanza “*VegüV*” è consultabile all’indirizzo <https://www.admin.ch/opc/it/classified-compilation/20132519/index.html>.

⁽³⁷⁵⁾ L’art. 18 del “*VegüV*” (Sezione 8), intitolato “*Retribuzioni del consiglio d’amministrazione, della direzione e del consiglio consultivo*”, dispone che: “1 L’assemblea generale vota sulle retribuzioni che il consiglio d’amministrazione, la direzione e il consiglio consultivo percepiscono direttamente o indirettamente dalla società. 2 Lo statuto disciplina le modalità del voto. Può disciplinare il modo di procedere nel caso in cui l’assemblea generale rifiuti di approvare le retribuzioni. 3 Devono essere rispettate almeno le seguenti regole: 1. L’assemblea generale vota annualmente sulle retribuzioni; 2. L’assemblea generale vota separatamente sugli importi totali delle retribuzioni del consiglio d’amministrazione, della direzione e del consiglio consultivo; 3. il voto dell’assemblea generale ha carattere vincolante”.

⁽³⁷⁶⁾ Nonostante il margine lasciato all’autonomia statutaria, per ora sembra prevalere tra le

4.2.2.6. Israele

Da ultimo, si ritiene interessante porre l'attenzione sul sistema di “*say-on-pay*” israeliano, introdotto con l'*Amendment 20* del 5 novembre 2012, il quale ha modificato la disciplina societaria del *Companies Law 1999* ⁽³⁷⁷⁾.

Tale meccanismo, infatti, rappresenta *un unicum* nel panorama internazionale, che può costituire un utile modello per tutti gli ordinamenti – compreso quello italiano – caratterizzati da una forte proprietà concentrata.

In particolare, il legislatore israeliano, in considerazione degli assetti proprietari prevalenti nel proprio sistema finanziario e dell'esigenza di tutela dei soci di minoranza, ha previsto l'assoggettamento della politica di remunerazione degli amministratori – elaborata da un comitato di amministratori indipendenti – ad una delibera assembleare consultiva, attribuendo però il diritto di voto ai soli soci che siano estranei al gruppo di controllo.

Qualora la politica di remunerazione non sia approvata dalla maggioranza dei soci di minoranza (c.d. *non controlling shareholders*), la medesima può essere comunque adottata, a condizione che il Comitato per la Remunerazione e il Consiglio di Amministrazione riconsiderino la proposta oppure forniscano adeguati motivi che giustifichino, alla luce di un “superiore interesse sociale”, lo scostamento dall'esito del voto assembleare.

Si tratta di un meccanismo analogo a quello previsto dall'art. 11 del Regolamento OPC nel nostro ordinamento per le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza (c.d. “*whitewash*”) ⁽³⁷⁸⁾, che presenta l'evidente pregio di tutelare i soci di minoranza e favorire il perseguimento dell'interesse

società svizzere il modello di voto *ex ante* su entrambe le relazioni, verosimilmente per motivi di certezza del diritto: si v. BARTHOLD B.-RIZZI M.-MONTANARI M., *Swiss Ordinance against Excessive Compensation in Listed Stock Companies – first experiences after the shareholder's meeting season 2014*, Lexology, vol. 29 luglio 2014, consultabile all'indirizzo <http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=c82d510c-cd4b-41aa-a941-8312628ee7bf>.

⁽³⁷⁷⁾ Per approfondimenti sul sistema israeliano si v. LEHMANN R., *Amendment 20 To the Israeli Companies Law*, Jan 2014, consultabile all'indirizzo <http://www.fbclawyers.com/news/amendment-20-to-the-israeli-companies-law>.

⁽³⁷⁸⁾ Per approfondimenti sul “*whitewash*” si v. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., pp. 169 ss.

sociale.

4.2.3. L'ordinamento italiano

Il legislatore italiano, con l'art. 123-ter t.u.f., ha assegnato all'assemblea una nuova funzione, chiamandola a deliberare “*in senso favorevole o contrario*” sulla sezione della remunerazione concernente la descrizione della politica della remunerazione e del relativo procedimento di adozione, precisando che tale pronuncia “*non è vincolante*”.

Tale previsione, che rappresenta la forma *soft* del “*Say-on-Pay*”, non incide sul piano della ripartizione delle competenze tra organi sociali, essendo la predisposizione della politica di remunerazione comunque un atto riservato all'organo amministrativo. Infatti, dal combinato disposto dei commi 2 e 6 dell'art. 123-ter t.u.f., emerge chiaramente che, nel sistema di amministrazione e controllo tradizionale e in quello monistico, l'approvazione della “*relazione sulla remunerazione*” spetta al consiglio di amministrazione nel *plenum*, in questo modo confermando anche la natura di atto gestionale ad elevata complessità tecnica (³⁷⁹); mentre, nelle società che adottano il sistema dualistico, l'approvazione della relazione è rimessa alla competenza del consiglio di sorveglianza (³⁸⁰), coerentemente alle sue funzioni d'indirizzo programmatico strategico c.d. *debole* (³⁸¹), salvo però un limitato potere

(³⁷⁹) GIANNELLI, sub art. 123-ter t.u.f., in Abbadessa – Portale (diretto da), *Le Società per azioni*, Tomo II, Milano, Giuffrè, 2016, p. 3879.

(³⁸⁰) SANTI, sub art. 2409-terdecies c.c., in Maffei Alberti, *Commentario breve al diritto delle società*, 3a ed., Vicenza, Cedam, 2015, p. 929.

(³⁸¹) CARRIELLO, *Il sistema dualistico. Vincoli tipologici e autonomia statutaria*, Milano, Giuffrè, 2009, pp. 171 ss., il quale ritiene che il consiglio di sorveglianza è investito in via originaria, a prescindere da una riserva statutaria ex dell'art. 2409-terdecies, co. 1, lett. *f-bis*), c.c., di una «*funzione di indirizzo strategico a carattere programmatico*» generale, fondata sulla legge e sul riparto di competenze deliberative caratterizzanti il sistema dualistico. Per una versione approfondita della tesi dell'A. sulla funzione d'indirizzo programmatico strategico c.d. *debole* contrapposta alla funzione d'indirizzo c.d. *forte* si v. ID., *Il sistema dualistico*, in Abriani – Carriello (a cura di), *Diritto dei sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, Torino, Giappichelli, 2012, pp. 362 ss.; *contra* SCHIUMA, *Il sistema dualistico. Poteri del consiglio di sorveglianza e del consiglio di gestione*, in *Liber Amicorum G.F. Campobasso*, II, Torino, 2006, pp. 717-718, il quale ritiene che la funzione di indirizzo strategico o di alta amministrazione spetti solo in via eventuale al consiglio di sorveglianza, per effetto di un'apposita scelta statutaria.

propositivo riconosciuto al consiglio di gestione, relativamente alla seconda sezione della relazione, che riporta analiticamente i compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento ⁽³⁸²⁾.

All'assemblea, quindi, è attribuito sostanzialmente il diritto di esprimere un parere *ex ante* sull'architettura della politica di remunerazione già decisa dall'organo di amministrazione ⁽³⁸³⁾ e sul procedimento adottato per la sua predisposizione, in particolare sul grado di coinvolgimento degli amministratori indipendenti nella definizione delle caratteristiche del sistema retributivo e sull'eventuale utilizzazione di consulenti esterni.

D'altra parte, lo stesso art. 123-ter, comma 6, t.u.f., nel riconoscere alla delibera assembleare natura non vincolante ⁽³⁸⁴⁾, impedisce a priori che sia incrinata la regola generale espressa dall'art. 2380-bis c.c., in base alla quale

⁽³⁸²⁾ VITALI-MIRAMONDI, *La remunerazione degli amministratori di società quotate tra equilibrio degli interessi in gioco e assetti proprietari concentrati*, in *Riv. dir. banc.*, 2014, p. 7 s.; BRUNO-BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedure, risultati, prospettive*, cit., p. 1273, i quali evidenziano come, mentre il voto assembleare ha ad oggetto la sola politica di remunerazione e fa riferimento ad una situazione prospettica e generale, il voto del consiglio di amministrazione è sul consuntivo di tutti i compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento ai soggetti nominativamente indicati.

⁽³⁸³⁾ MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive" nella società per azioni*, in *AA.VV., Società, banche e crisi d'impresa*, cit., p. 828; CODAZZI, *Gli azionisti e la società nel modello europeo di cd. "say on pay": alcuni spunti di riflessione alla luce dell'art. 123-ter, comma 6, TUF*, cit., p. 7.

Merita evidenziare che tra le informazioni rientranti nella seconda sezione della relazione, teoria sottratte al voto consultivo dell'assemblea, vi sono anche quelle relative ai trattamenti di fine carica o di fine rapporto degli amministratori, rispetto alle quali la società dovrà comunque indicare il trattamento corrisposto nonché evidenziare la coerenza con la politica precedentemente approvata. Sul punto si v. CHILORO, *I "golden parachutes", tra ibridismo causale e "confusione" nelle competenze deliberative*, in *AGE*, 2014, pp. 349 ss.

⁽³⁸⁴⁾ Diversamente nelle società bancarie ed assicurative il voto dell'assemblea è vincolante. Sul punto si v. da ultimo il d.lgs. 12 maggio 2015, n. 72, in attuazione della direttiva c.d. CIRD 4, che determinate decisioni in materia di remunerazione e di incentivazione degli amministratori siano rimesse alla competenza dell'assemblea dei soci anche nel modello dualistico di amministrazione e controllo, stabilendo a tal riguardo *quorum* costitutivi e deliberativi anche in deroga a norme di legge (art. 52-ter, comma 4-quinquies). In argomento, FERRARINI-SIRI, *Le politiche di remunerazione nelle banche tra principi e regole*, in *AGE.*, 2014, p. 415 ss. Per quanto riguarda le società assicurative, l'art. 6 del Regolamento ISVAP del 9 giugno 2011, n. 39, prescrive che "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".

gli amministratori sono gli esclusivi titolari del potere di gestione e, in quanto tali, assumono piena responsabilità dei relativi atti ⁽³⁸⁵⁾.

Di conseguenza, l'assemblea non potrà né modificare la politica sulla remunerazione illustrata nella relazione, ad esempio, formulando proposte alternative o votando solo singoli elementi della politica proposta ⁽³⁸⁶⁾, né tantomeno presentare una propria proposta alternativa a quella dall'organo di amministrazione.

Dal punto di vista della frequenza del voto assembleare, il legislatore italiano, discostandosi completamente dalle scelte fatte dalla maggioranza degli ordinamenti stranieri, ai sensi dell'art. 123-ter, comma 1, t.u.f., ha previsto che la politica di remunerazione debba essere inserita ogni anno all'ordine del giorno dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio ovvero, nelle società che adottano il sistema dualistico, nell'ordine del giorno dell'assemblea convocata per deliberare sulla destinazione dell'utile d'esercizio.

Tale soluzione potrebbe apparire *prima facie* poco ragionevole, in considerazione del fatto che la politica di remunerazione dovrebbe avere un orizzonte temporale pluriennale, essendo collegata al "piano strategico". In questa prospettiva, quindi, sarebbe stato più coerente prevedere, in linea con la soluzione inglese, un voto assembleare ogni tre anni, ovvero prima, in caso di rilevanti modifiche alla politica di remunerazione da parte dell'organo amministrativo.

Tuttavia, osservando meglio, la soluzione italiana appare equilibrata, in quanto da un lato permette ai soci di monitorare costantemente l'efficienza della politica di remunerazione approvata, in considerazione degli emolumenti corrisposti nel corso dell'esercizio (sui quali l'assemblea non si esprime), e dall'altro lato, consente di rafforzare la legittimazione della politica di

⁽³⁸⁵⁾ MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive" nella società per azioni*, cit., p. 824, il quale osserva che se l'assemblea ex art. 2364, co. 1, n. 5, c.c. può autorizzare atti degli amministratori, a maggior ragione, potrà fornire anche pareri non vincolanti, ipotesi che non si porrebbe in contrasto con il principio di cui all'art. 2380-bis c.c.

⁽³⁸⁶⁾ MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive" nella società per azioni*, cit., p. 829.

remunerazione adottata, nonostante i possibili avvicendamenti della struttura proprietaria.

4.2.3.1. Delibere assembleari “consultive” e profili di responsabilità dell’organo amministrativo

Come in precedenza evidenziato, la delibera assembleare consultiva relativa alla prima sezione della relazione sulla remunerazione non ha effetti vincolanti, pertanto si ritiene che le prerogative decisorie e la responsabilità dell’organo amministrativo in materia restino impregiudicate ⁽³⁸⁷⁾ nonostante la decisione dei soci si collochi all’interno del procedimento attraverso il quale gli amministratori formulano le decisioni d’impresa, legittimando la scelta di questi ultimi ⁽³⁸⁸⁾.

Il nucleo logico della delibera assembleare “consultiva”, infatti, consiste nel potenziamento del diritto d’informazione che, sotto il profilo endosocietario, diventa l’occasione per un confronto degli amministratori con i soci sulla conformità delle decisioni adottate con l’interesse sociale, al fine di decidere anche in merito alla direzione futura della società, e per l’esercizio del diritto di *voice* da parte del socio di minoranza; sotto il profilo metasocietario, invece, serve ai soci attuali per decidere se eventualmente esercitare l’*exit* e ai soci potenziali se investire nella società ⁽³⁸⁹⁾.

Peraltro, la delibera consultiva costituisce anche un potente strumento di *moral suasion* scelto dal legislatore per incentivare comportamenti virtuosi da

⁽³⁸⁷⁾ A differenza delle deliberazioni assembleari a conformazione “vincolante”, le pronunce consultive contrarie dei soci non genera alcun ostacolo o limitazione ai poteri degli amministratori di compiere l’operazione. Si v. RABITTI, sub *art. 123-ter t.u.f.*, in Fratini, Gasparri (a cura di), *Il testo unico della finanza*, vol. II, Milanofiori Assago, 2012, p. 1715.

⁽³⁸⁸⁾ MAUGERI, *Le delibere assembleari «consultive» nelle società per azioni*, in Campobasso M., Cariello, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi (diretto da), *Società, banche e crisi d’impresa*, Milanofiori Assago, 2014, p. 838, il quale evidenzia che la deliberazione consultiva dell’assemblea si differenzia dalle altre forme di intervento assembleare sulla gestione dell’impresa perché “*la sua rilevanza giuridica non consistente nell’erigere un limite esterno a scelte già perfezionate (che si tratta all’ora di «approvare» o di «autorizzare»)*, quanto piuttosto nel conferire forza legittimante al processo di formazione della volontà del consiglio di amministrazione”.

⁽³⁸⁹⁾ RABITTI, *op.cit.*, pp. 1715 s.; MAUGERI, *Le delibere assembleari «consultive» nelle società per azioni*, cit., pp. 832 e 839.

parte degli amministratori, i quali, per evitare l'indignazione connessa ad un voto negativo dell'assemblea, nella maggior parte dei casi sono spinti a modificare le politiche di remunerazione ⁽³⁹⁰⁾.

Alla luce della funzione del voto consultivo, nonostante il nuovo ruolo attribuito all'assemblea, si ritiene che il consiglio di amministrazione non possa esimersi dalla responsabilità inerente alle proprie scelte in materia di remunerazione invocando il giudizio favorevole dei soci, poiché spetta sempre e soltanto all'organo gestorio il potere-dovere di non attuare l'eventuale politica pregiudizievole per l'interesse sociale.

Tuttavia, il giudizio favorevole dell'assemblea rappresenterà per certi aspetti un limite all'azione di responsabilità sociale nei confronti dei consiglieri che abbiano attuato la politica retributiva, operando in tal caso il generale divieto di venire *contra factum proprium*.

In caso di deliberazione assembleare negativa, qualora gli amministratori decidessero di mantenere inalterata la politica di remunerazione del *management* già approvata, sorge il problema se il voto dei soci possa ripercuotersi sul rapporto di amministrazione che lega i consiglieri alla società ⁽³⁹¹⁾ e se possa legittimare un'azione sociale di responsabilità per *mala gestio*, qualora dalla politica di remunerazione derivi anche un danno al patrimonio sociale.

Sotto il primo profilo, posto che l'assemblea ordinaria è libera di revocare l'amministratore in qualsiasi momento anche senza giusta causa *ex art. 2383*, comma 3, c.c., salvo il diritto al risarcimento del danno, emerge l'ulteriore questione se tale circostanza configuri eventualmente una giusta causa di revoca.

L'orientamento prevalente, in dottrina e giurisprudenza, ritiene che la rottura

⁽³⁹⁰⁾ Per un approfondimento sul "*reputational insulation effect*" e le relative problematiche si v. MYERS M., *The Perils of Shareholder Voting on Executive Compensation*, in Delaware Journal of Corporate Law (DJCL), vol. 36, n. 2, 2011.

⁽³⁹¹⁾ SANTOSUOSSO, *I compensi degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche*, cit., p. 41, per il quale la delibera consultiva dovrebbe essere segnaletica della ragionevolezza delle politiche di remunerazione e degli eventuali abusi o eccessi di potere, che potrebbe portare alla destituzione degli amministratori.

del rapporto fiduciario costituisca certamente un'ipotesi di giusta causa di revoca, ma solo quando i fatti che hanno determinato il venir meno dell'affidamento siano oggettivamente valutabili come circostanze idonee a mettere in forse la correttezza e le attitudini gestionali dell'amministratore⁽³⁹²⁾.

Ne consegue che l'eventuale assunzione di decisioni sulla remunerazione, seppur irrispettose del giudizio assembleare, non potranno di per sé costituire giusta causa di revoca dell'incarico gestorio, essendo necessario un *quid pluris* che mina il *pactum fiduciae*.

Ad esempio, riguardo alla delibera assembleare negativa *ex art. 123-ter*, comma 6, t.u.f., l'assemblea potrà revocare gli amministratori qualora la politica sulla remunerazione adottata sia evidentemente irragionevole, essendo in tal caso riscontrabile la violazione dell'obbligo di diligenza professionale o un conflitto d'interessi tra società e organo amministrativo.

Alla luce di quanto appena affermato, si ritiene che dal voto negativo sul contenuto della prima sezione della remunerazione non possa nemmeno derivare alcun profilo di responsabilità in capo agli amministratori *ex artt. 2392-2393 c.c.*, in quanto il giudizio dell'assemblea non appare idoneo a superare la presunzione della *business judgment rule*, nemmeno se accompagnato da una calo delle *performance* della società.

Si osserva, infatti, che la *business judgment rule* consiste in una presunzione di buona fede nei confronti delle decisioni gestorie degli amministratori, che impedisce al tribunale di sindacare il merito di tali scelte, salvo che gli amministratori non si trovino in una situazione di conflitto di interessi oppure

⁽³⁹²⁾ In tal senso, in giurisprudenza, si v. Cass., 15 ottobre 2013, n. 23381, la quale ad esempio non ha ritenuto indicatori di un comportamento inadempiente e inadeguato degli amministratori l'inottemperanza agli indirizzi formulati dall'assemblea; Cass., 14 maggio 2012, n. 7425; Cass., 12 settembre 2008, n. 23557, tutte in *DeJure.it*; Cass., 22 giugno 1985, n. 3768, in *Riv. dir. comm.*, 1987, II, p. 13, secondo cui per aversi giusta causa utile a legittimare la revoca degli amministratori ai sensi dell'art. 2383 c.c. devono ricorrere comportamenti contrari alla legge o all'atto costitutivo tali da far venir meno il rapporto di fiducia della maggioranza dei soci verso l'amministratore; in dottrina si v. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a.*, cit., p. 97.

abbiano agito non informati o con colpa grave ⁽³⁹³⁾.

Nella determinazione della politica di remunerazione, in particolare, essendo congenito il potenziale conflitto di interesse, il legislatore ha attribuito ad un apposito comitato costituito esclusivamente da amministratori o consiglieri non esecutivi in maggioranza indipendenti – che può assumere la struttura del CoRem di cui all’art. 6 del Codice di Autodisciplina, ma non necessariamente – la funzione di mitigare il sospetto che gli amministratori esecutivi riescano a far prevalere il proprio interesse privato su quello della società ⁽³⁹⁴⁾, in questo modo escludendo a priori la violazione del *duty of loyalty* ⁽³⁹⁵⁾.

Di conseguenza, si ritiene che il tribunale debba limitare il proprio sindacato al *duty of care*, cioè alla diligenza con cui gli amministratori hanno adempiuto ai propri incarichi, senza però entrare nel merito della struttura della politica di remunerazione – che è riservata ad un giudizio di per sé imprenditoriale – con un conseguente e non condivisibile intervento *ex post* e parametrato alle *performance* dell’impresa ⁽³⁹⁶⁾.

⁽³⁹³⁾ Per una definizione di *business judgment rule* v. il caso “Aronson v. Lewis”, 473 A.2d 805, 812 (Del.1984), consultabile all’indirizzo http://www.scefiling.org/filingdocs/1876/3102/6149e_93dx4xAronson.pdf. Per approfondimenti sul tema si v. CONFORTI, *La responsabilità civile degli amministratori di società*, Milano, Giuffrè, 2003, I, 355 e ss.; DE NICOLA, *Commento all’art. 2392 c.c.*, in Ghezzi (a cura di), *Amministratori: Artt. 2380-2396 c.c.*, Milano, Egea, 2005, 557-559; TINA, *L’esonero da responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Milano, Giuffrè, 2008, 53 ss.; TALLIA, *Il dovere di diligenza e la business judgment rule*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2013, 4, 14-39; PISCITELLO, *La responsabilità degli amministratori di società di capitali tra discrezionalità del giudice e business judgment rule*, in *Riv. soc.*, 2012, 6, 1167-1183; CASSANI, *Responsabilità degli amministratori ex art. 2392 c.c. e onere della prova*, in *Società*, 2012, 5, 496-504; CASTIGLIONE, *Brevi note in materia di insindacabilità delle scelte gestionali degli amministratori e di onere della prova nell’azione sociale di responsabilità*, in *Resp. civ. e prev.*, 2012, 4, II, 1206-1216.

⁽³⁹⁴⁾ Conf. DI NOIA – LAFRANCHINI – MILIČ, *La remunerazione degli amministratori nell’autodisciplina delle società quotate*, cit., p. 308.

⁽³⁹⁵⁾ Il rapporto di fiducia che intercorre tra gli amministratori e la società (c.d. *fiduciary duty*) si compone di due diversi profili: un obbligo di comportarsi, nell’espletamento del proprio incarico, con diligenza (c.d. *duty of care*) ed un obbligo di lealtà degli amministratori nei confronti della società (c.d. *duty of loyalty*).

⁽³⁹⁶⁾ Per completezza si segnala la proposta avanzata da autorevole dottrina di sindacare (apparentemente *ex post*) il *quantum* della remunerazione, evidenziando che la stessa dovrebbe essere commisurata “all’entità e qualità delle prestazioni, ai risultati cioè concretamente conseguiti dai manager, in un’analisi sull’importanza e la mole del lavoro svolto in relazione alle caratteristiche qualitative e dimensionali delle imprese, anche avendo riguardo a situazioni analoghe”: SANTOSUOSSO, *Conflitti di interessi nella remunerazione degli amministratori*, pp. 12 ss., consultabile all’indirizzo <http://www.academia.edu/>

Utile elemento di supporto di tale conclusione è riscontrabile a livello comparatistico nell'orientamento giurisprudenziale prevalente negli Stati Uniti, che si è sviluppato dalla decisione adottata il 16 settembre 2011 dalla Corte statale della Georgia nel caso *Teamsters Local 237 v. McCarthy* ⁽³⁹⁷⁾, la quale, applicando il diritto del Delaware, ha respinto la pretesa di risarcimento dei soci nei confronti degli amministratori, evidenziando che il voto negativo “say-on-pay” non è sufficiente per superare la presunzione della *business judgment rule* e affermare, mediante un giudizio di prognosi postuma, la violazione dei doveri fiduciari da parte degli amministratori oppure per sostenere un arricchimento senza causa da parte del CEO ⁽³⁹⁸⁾.

Nondimeno, appare opportuno evidenziare l'esistenza anche di un orientamento minoritario di segno opposto, sviluppatosi dalla pronuncia emessa il 20 settembre 2011 dalla Corte federale dell'Ohio nel caso *NECA-*

2334911/Conflitti_di_interessi_nella_remunerazione_degli_amministratori_Daniele_Umberto_Santosuosso_. Tale orientamento, seppur suggestivo, non appare condivisibile, in quanto non considera: (i) la natura della politica di remunerazione, quale atto gestorio; (ii) il ruolo dell'assemblea nel procedimento decisionale; (iii) le caratteristiche del rapporto di amministrazione, da cui non derivano obblighi di risultato e la cui aleatorietà giustifica l'adozione di tecniche incentivanti.

⁽³⁹⁷⁾ Il testo della pronuncia è consultabile all'indirizzo https://www.davispolk.com/files/uploads/Comp_Lit_Memo/Teamsters.v.McCarthy.motion.to.dismiss.pdf.

⁽³⁹⁸⁾ JUSTMA J. – KILBY M., *ABCs of shareholder derivative litigation*, in *Minnesota Lawyer*, May 2016, p. 2, consultabile all'indirizzo http://www.faegrebd.com/files/120988_Faegre_ABCs_May_2016_low_res.pdf, i quali evidenziano che l'orientamento della Corte della Georgia è stata seguita dalle Corti federali dell'Oregon, del Maryland, della California e del Delaware, e dalle Corti statali della California e del Minnesota. In particolare, si v. Corte federale dell'Illinois (13 luglio 2012) – caso *Gordon v. Goodyear* – in cui la Corte ha respinto la domanda di risarcimento evidenziando che “a say-on-pay approval vote of 45%, combined with the company’s poor performance, was not sufficient to raise reasonable doubt that the transaction approving the compensation was the product of a valid business judgment. [...] It further reasoned that the plain language of Section 951 makes clear that the say-on-pay vote does not change or impose additional fiduciary duties”; Corte federale del Colorado (26 settembre 2012) – caso *Swanson v. Weil* – in cui la Corte ha respinto la domanda attorea sottolineando che “a company’s poor performance, taken with a failed say-on-pay vote, is insufficient on its own to establish demand futility”; Corte federale del North Carolina (26 settembre 2012) – caso *Haberland v. Bulkeley* – ha respinto la richiesta di risarcimento ribadendo che “the board has no legal duty to respond to a negative say-on-pay vote”. Tuttavia, la medesima Corte ha evidenziato che “a board would be bound to take some action in response to a negative say-on-pay vote if it promised to do so in the proxy statement”; Corte statale della California (6 marzo 2012) – caso *Jacobs Engineering Group Inc. Consolidated Shareholder Derivative Litigation*.

IBEW Pension Fund v. Cox ⁽³⁹⁹⁾, in cui è stata ammessa la richiesta del risarcimento del danno avanzato dagli azionisti dissenzienti, ritenendo che il voto negativo sul “say-on-pay” prova che gli amministratori avessero rotto il vicolo fiduciario che li legava ai soci con il riconoscimento di un compenso eccessivo al CEO, indipendentemente dall’esistenza di ulteriori fatti attestanti una gestione negligente.

Escluso che la delibera negativa dell’assemblea configuri di per sé una giusta causa di revoca degli amministratori e che sia rilevante ai fini di un’eventuale azione di responsabilità in caso di danni subiti dalla società, ci si deve chiedere quale sia l’effettivo valore delle deliberazioni consultive e se l’organo amministrativo debba motivare l’omessa considerazione del voto assembleare. Autorevole dottrina ritiene che il voto dell’assemblea assumerebbe significato più nel contesto reputazionale del mercato finanziario che non in ambito propriamente societario ⁽⁴⁰⁰⁾ e, quindi, non avrebbe alcun effetto riduttivo della discrezionalità gestoria dell’organo amministrativo ⁽⁴⁰¹⁾.

Tuttavia, si ritiene che essi debbano fornire un’adeguata e ragionevole motivazione dell’omessa considerazione del parere assembleare, pena la revoca per giusta causa e la responsabilità per i danni eventualmente cagionati alla società ⁽⁴⁰²⁾.

⁽³⁹⁹⁾ Il testo della pronuncia è consultabile all’indirizzo https://www.davispolk.com/files/uploads/Comp_Lit_Memo/NECA.IBEW.Pension.Fund.v.Cox.Order.denying.motion.to.dismiss.pdf.

⁽⁴⁰⁰⁾ SANTOSUOSSO, *I compensi degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche*, cit., p. 40, che ritiene il voto consultivo un voto reputazionale meno influente del potere autorizzatorio di cui all’art. 2364, comma 1, n. 5), c.c., richiamando anche la stessa Consob e Abbadessa, che parla di “espressione di un intervento mite”.

⁽⁴⁰¹⁾ ABBADESSA-MIRONE, *op.cit.*, pp. 290 s.; MAUGERI, *Le delibere assembleari «consultive» nelle società per azioni*, in Campobasso M., Cariello, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi (diretto da), *Società, banche e crisi d’impresa*, Milanofiori Assago, 2014, p. 836, il quale evidenzia che la pronuncia consultiva non è suscettibile di generare alcun ostacolo al potere degli amministratori di compiere l’operazione, ma assume rilevanza solo sotto il profilo della valutazione della diligenza degli amministratori nell’adempimento degli obblighi inerenti alle gestione dell’impresa. Tale interpretazione trova puntualmente riscontro anche nel considerando n. 8 della Raccomandazione 2004/914/CE, in cui si precisa che il voto consultivo serve a rafforzare “l’obbligo di render conto agli azionisti”, “in modo da non alterare i diritti degli organismi responsabili della remunerazione degli amministratori”.

⁽⁴⁰²⁾ BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123-ter T.U.F.*, cit., pp. 298 ss., la quale evidenzia che, restando intatte le

4.2.3.2. Gli effetti connessi alla violazione delle norme in materia di relazione sulla remunerazione

Merita, inoltre, di essere esaminata la questione sulle conseguenze derivanti dalla violazione del procedimento di approvazione della relazione sulla remunerazione di cui al combinato disposto degli artt. 123-*ter* t.u.f. e 13, commi 3, lett. b), del Regolamento Operazioni con Parti Correlate.

Il problema appare particolarmente complesso, in quanto i vizi potrebbero riguardare solo la delibera consiliare di approvazione della relazione sulla remunerazione oppure la fase successiva del procedimento, che impone l'assoggettamento al voto consultivo dell'assembleare della prima parte della relazione.

Appare ragionevole ritenere che, se la violazione riguarda la delibera consiliare, la stessa debba considerarsi affetta da un vizio invalidante a norma del combinato disposto di cui agli artt. 2377, 2378 e 2388 c.c. Ci si riferisce, ad esempio, al caso in cui la relazione non contenga tutti gli elementi richiesti dall'art. 123-*ter*, commi 3 e 4, t.u.f. oppure all'eventualità che nella predisposizione della politica di remunerazione non sia stato coinvolto un comitato composto da amministratori non esecutivi in maggioranza indipendenti (non necessariamente il CoRem) ⁽⁴⁰³⁾.

competenze decisionali dell'organo amministrativo, appare ragionevole e coerente ritenere che, come nei casi di raccomandazioni e autorizzazioni, anche con riguardo al voto consultivo dell'assemblea sulla politica delle remunerazioni, gli amministratori possano disattendere il pronunciamento assembleare, purché ciò avvenga con delibera motivata. Sul punto si v. anche Sul punto si v. TINA, *L'esonero da responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Milano, Giuffrè, 2008, p. 273 s., il quale, però, ritiene sussistere automaticamente la responsabilità degli amministratori qualora il parere dell'assemblea sia vincolante; ABBADESSA-MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 290 e, in particolare, nt. 59, i quali evidenziano che in caso di omessa motivazione sussisterà giusta causa di revoca e responsabilità degli amministratori per i danni cagionati alla società.

⁽⁴⁰³⁾ Si osserva, infatti, che le decisioni in materia di remunerazione degli amministratori rientrano tra le operazioni con parti correlate, che è esclusa dall'ambito di applicazione del Regolamento OPC solo al ricorrere di determinate condizioni, tra cui è ricompresa il coinvolgimento di un comitato costituito esclusivamente da amministratori non esecutivi in maggioranza indipendenti (art. 13, comma 3, lett. b), Reg. OPC).

Tuttavia, in assenza di un'espressa sanzione, sorge il problema di stabilire quale rimedio invalidante possa essere applicato nel caso di specie.

Alla luce dei principi generali, si può ritenere che operi il rimedio reale dell'annullabilità della delibera consiliare per violazione di disposizioni di legge *ex art. 2388, comma 4 c.c.*, anche se il rimedio può sembrare di difficile applicazione e poco efficace, dal momento che il termine decadenziale è di soli novanta giorni dalla data della delibera, la legittimazione è riservata agli amministratori assenti o dissenzienti ovvero al collegio sindacale ⁽⁴⁰⁴⁾ e, infine, gli effetti non operano nei confronti dei terzi in buona fede.

Non pare invece possibile richiamare né il rimedio sanzionatorio dell'art. 2391 c.c., considerando la fattispecie come particolare conflitto di interessi, né quello della nullità c.d. virtuale per violazione di norme imperative poste a salvaguardia di interessi generali ⁽⁴⁰⁵⁾.

Al rimedio dell'annullabilità, poi, si affiancherà, ai sensi dell'art. 149, comma 1, lett. a), t.u.f., da un lato la sanzione amministrativa pecuniaria in capo ai componenti del collegio sindacale per omessa vigilanza "*sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo [...]*" di cui all'art. 193, comma 3, lett. a), t.u.f. ⁽⁴⁰⁶⁾, e, dall'altro lato, l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori per il risarcimento dell'eventuale danno cagionato alla società.

Il problema diventa più complesso nel caso in cui la violazione consista nell'omesso assoggettamento della prima parte della relazione sulla remunerazione al voto consultivo dell'assemblea, che interviene successiva alla delibera consiliare non viziata.

Infatti, nel silenzio del legislatore, ci si può domandare se la violazione

⁽⁴⁰⁴⁾ La legittimazione spetta anche ai soci nell'eventualità in cui siano direttamente lesi nei propri diritti (soggettivi) dalla delibera consiliare. Sul punto si v. DALLA BONTÀ, *Le impugnazioni delle delibere del c.d.a.*, Trento, Quaderni del dipartimento di Scienze Giuridiche, 2006, pp. 360 ss.

⁽⁴⁰⁵⁾ Sul punto si v. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., pp. 258 ss.

⁽⁴⁰⁶⁾ Per una proposta di revisione dell'apparato sanzionatorio della disciplina delle operazioni con parti correlate (tra cui rientrano anche le delibere consiliari sulla remunerazione) si v. ENRIQUES L., *Quella multa che colpisce solo gli indipendenti del Cda*, 9 maggio 2014, in *lavoce.com*.

dell'art. 123-ter, comma 6, t.u.f., comporti l'inefficacia della delibera consiliare (⁴⁰⁷), con conseguenti riflessi su tutte le remunerazioni già corrisposte al *management*.

Si potrebbe sostenere tale soluzione qualificando – come peraltro si è fatto in merito alla disciplina dettata nel settore bancario e assicurativo – la decisione inerente alla relazione sulla remunerazione (*rectius*, la politica di remunerazione) come atto soggettivamente complesso ineguale a formazione diacronica, che richiede l'espressione concorrente della volontà consiliare e assembleare allo scopo di perseguire l'unitaria finalità dell'interesse sociale. Tuttavia, tale ricostruzione, non trova (per ora) riscontro nella normativa interna e, peraltro, appare smentita dalla Raccomandazione comunitaria che, suggerendo agli ordinamenti europei l'introduzione del voto assembleare consultivo sulle politiche di remunerazione, ha sottolineato l'intento di “*non alterare i diritti degli organismi responsabili della remunerazione degli amministratori*”.

Pertanto, allo stato vigente, si ritiene che l'eventuale mancanza di assoggettamento della delibera consiliare al voto assembleare non si rifletterà sull'efficacia della relazione sulla remunerazione, ma comporterà solo la sanzione amministrativa pecuniaria per i componenti del collegio sindacale ex art. 149, comma 1, lett. a), t.u.f., e il risarcimento dell'eventuale danno cagionato alla società da parte degli amministratori.

4.2.4. *Shareholder activism* in tema di remunerazione e *long-termism*

4.2.4.1. La promozione della gestione nella logica *long-termism*

A livello internazionale emerge in modo sempre più preponderante l'interesse a valorizzare le strategie *long-termism* nella *governance* delle società quotate

⁽⁴⁰⁷⁾ Si evidenzia che invalidità e inefficacia sono categorie generali che operano su piani distinti, con la conseguenza che si può certamente avere una delibera consiliare valida ma inefficace.

(⁴⁰⁸), come ribadito anche nella proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio n. 2014/0121 (COD) del 9 aprile 2014, che modifica le direttive 2007/36/CE e 2013/34/UE, il cui obiettivo prioritario è contribuire alla sostenibilità a lungo termine delle società dell'Unione Europea (⁴⁰⁹).

Tale obiettivo coinvolge direttamente anche la retribuzione del *management*, in quanto come affermato al considerando 15 *bis* della proposta di direttiva “*La politica retributiva per gli amministratori delle società dovrebbe altresì contribuire alla crescita a lungo termine della società stessa, in modo da corrispondere a una pratica di governo societario più efficace e da non essere legata, interamente o in larga misura, agli obiettivi di investimento a breve termine*”.

Ma cosa s'intende con l'espressione *long-termism*? A tal fine appare necessario fare riferimento alla definizione aziendalistica che qualifica la “programmazione di lungo termine” come quelle strategie di tipo innovativo

(⁴⁰⁸) Per un approfondimento si v. GARILLI, *Il coinvolgimento di soci e stakeholders nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori*, in *Riv. ODC.*, 1/2016, la quale evidenzia che, nel corso degli ultimi anni, sono stati numerosi i documenti europei volti all'incoraggiamento di una politica societaria improntata in generale al perseguimento di interessi di lungo periodo: l'*Action Plan on European Company Law and Corporate Governance* (COM/2012/0740 final) e il *Green Paper* del 2011 su *EU Corporate Governance Framework* [COM(2011) 164 final]. Con specifico riferimento al tema delle remunerazioni di amministratori: il *Green Paper* del 2010 su *Corporate governance in Financial Institutions and Remuneration policies* [COM(2010) 284 final]; la Racc. 2004/913/CE del 14.12.2004, relativa alle remunerazioni degli amministratori di società quotate (GUUE L 385 del 29.12.2004); la Racc. 2005/162/CE del 15.02.2005, relativa al ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate ed ai comitati interni (GUUE L 52 del 25.2.2005) e la terza Racc. 2009/385/CE del 30.4.2009, di integrazione delle due precedenti (GUUE L 120 del 25.5.2009). Si v. anche MONTALENTI, *Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, in *Riv. ODC.*, 1/2016, che nella prospettiva *long term* (nonché nella limitazione delle strategie *profit oriented*) riscontra una valorizzazione dell'interesse d'impresa in chiave neo-istituzionalistica debole.

All'elenco si aggiunge da ultimo il d. lgs. 15 febbraio 2016, n. 25, di recepimento della Direttiva 2013/50/UE, con cui sono stati aboliti gli obblighi informativi trimestrali, in quanto incidenti negativamente sulla percezione delle prospettive aziendali, incoraggiando le imprese (e gli investitori) ad orientarsi verso le *performance* aziendali *a breve termine* a discapito di strategie di investimento di lungo periodo.

(⁴⁰⁹) Si v. il testo della Commissione europea COM(2014) 213 final, del 9 aprile 2014, *Proposal of a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement*, che è stato oggetto di numerosi e importanti emendamenti ad opera del Parlamento europeo in data 8 luglio 2015 (P8-TA(2015)0257), consultabili all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu>.

che hanno l'obiettivo fondamentale di modificare il sistema di vincoli entro cui opera l'impresa (impianti, organizzazione, finanziamenti, ecc...), cioè il “*piano strategico*” che può essere idealmente scomposto nel *piano di sviluppo*, *piano degli investimenti* e *piano organizzativo*. In conformità a tale programmazione sono poi articolati i “piani di breve termine” (c.d. *short-term*), che costituiranno la “programmazione di esercizio” che ha il diverso scopo di adattare l'attività corrente ai vincoli interni ed esterni alla gestione aziendale ⁽⁴¹⁰⁾.

Tali interventi legislativi trovano giustificazione alla luce dell'ossessione degli investitori per gli utili di breve periodo ⁽⁴¹¹⁾, che ha spinto in molti casi gli amministratori delle grandi società ad adottare solo programmi di breve termine senza nessun disegno strategico ad ampio respiro, complice anche la struttura dei loro pacchetti retributivi, incentrati spesso solo su indicatori di *performance* di breve termine (es. l'incremento del valore delle azioni o del reddito d'impresa) ⁽⁴¹²⁾.

La crisi finanziaria ha però dimostrato che l'adozione di una programmazione “*pluriennale*” – di cui quella a “breve termine” dovrebbe rappresentare il mero sviluppo di una parte del piano – è fondamentale nelle società di grandi

⁽⁴¹⁰⁾ Sul punto, *ex multis*, si v. SCIARELLI, *La gestione dell'impresa. Tra teoria e pratica aziendale*, 9ª ed., Padova, Cedam, 2014, pp. 145 ss. e 153 ss., il quale mette in luce che la programmazione a breve termine parte dall'analisi e valutazione delle risorse disponibili, mentre quella a lungo termine è impostata sulla base di obiettivi da raggiungere.

⁽⁴¹¹⁾ Per approfondimenti v. RAPPAPORT A., *Salvare il capitalismo. Come riprendere il controllo della finanza e tornare a creare valore a lungo termine*, Milano, FrancoAngeli, 2012, il quale parla di virus che pervade i mercati, in quanto “*I giornali finanziari insistono a promuovere l'importanza dei guadagni trimestrali [...]*”; ALVARO-LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, Quaderni giuridici Consob, aprile 2013, pp. 37 ss., i quali evidenziano che la tendenza è dovuta: (i) alla comparsa di nuovi prodotti finanziari e alla velocizzazione delle negoziazioni sui mercati finanziari; (ii) all'aumento dell'intermediazione degli investimenti (la relazione di agenzia tra gli *asset owners* a lungo termine e i loro *asset managers*); (iii) la stessa regolamentazione, che talvolta avrebbe rappresentato un impedimento per gli *asset owners* nell'adozione di strategie di investimento di lungo periodo.

⁽⁴¹²⁾ Cfr. CERRI-SOTTORIVA, *I piani di compensi basati su strumenti finanziari: profili giuridici, informativa esterna, problematiche di rappresentazione in bilancio e attività di vigilanza e di revisione legale dei conti*, in *Il controllo nelle società e negli enti*, 2010, pag. 318 nt. 7, i quali evidenziano che le tecniche di retribuzione variabile (*bonus*, *stock option* e altri «incentivi azionari»), se non attentamente calibrate e accompagnate da congrui meccanismi di supervisione endosocietari e di mercato, possono indurre i vertici aziendali a privilegiare lo *short-termism* e/o un'eccessiva propensione al rischio.

dimensioni ⁽⁴¹³⁾, in quanto non sono soltanto strumenti che generano profitti e denaro ⁽⁴¹⁴⁾, bensì “[...] *they are also vehicles for accomplishing societal purposes and for providing meaningful livelihoods for those who work in them*” ⁽⁴¹⁵⁾.

Di conseguenza, il valore creato dalle società non dev’essere misurato esclusivamente guardando ai profitti di breve termine che gonfiano i corsi azionari, ma piuttosto valutando l’idoneità della società a mantenere nel tempo la capacità produttiva, essendo l’impresa un istituto economico diretto a produrre valore in modo durevole e sostenibile ⁽⁴¹⁶⁾.

Precisato il significato della locuzione e la sua importanza, occorre però chiedersi quale sia l’orizzonte temporale della programmazione secondo la logica *long-termism*, essendo tale aspetto basilare anche ai fini della strutturazione della remunerazione degli amministratori ⁽⁴¹⁷⁾.

⁽⁴¹³⁾ La critica a livello internazionale è che spesso oggi le società non adottano “piani strategici” ma solo “piani di esercizio” diretti a massimizzare il valore delle azioni.

⁽⁴¹⁴⁾ Lo *short-termism* porta a operare non secondo lo schema logico per la conservazione dell’impresa “*decisione - effetti nel lungo termine - prezzo dell’azione*”, ma sull’opposto schema “*prezzo dell’azione - decisione - effetti nel lungo termine*”, in cui l’attenzione (in ottica prettamente speculativa) è posta principalmente sulla variazioni del prezzo del titolo azionario.

⁽⁴¹⁵⁾ Sul punto si v. MOSS KANTER R., *How Great Companies Think Differently*, November 2011, in *Harvard Business Review*, consultabile all’indirizzo <https://hbr.org/2011/11/how-great-companies-think-differently>. Tale principio è stato affermato anche da Giovanni Paolo II nella lettera enciclica “*Centesimus annus*”, punto 34, dove il pontefice afferma che “*la Chiesa riconosce la giusta funzione del profitto, come indicatore del buon andamento dell’azienda: quando un’azienda produce profitto, ciò significa che i fattori produttivi sono stati adeguatamente impiegati ed i corrispettivi bisogni umani debitamente soddisfatti. Tuttavia, il profitto non è l’unico indice delle condizioni dell’azienda. [...] Scopo dell’impresa, infatti, non è semplicemente la produzione del profitto, bensì l’esistenza stessa dell’impresa come comunità di uomini che, in diverso modo, perseguono il soddisfacimento dei loro fondamentali bisogni e costituiscono un particolare gruppo al servizio dell’intera società. Il profitto è un regolatore della vita dell’azienda, ma non è l’unico; ad esso va aggiunta la considerazione di altri fattori umani e morali che, a lungo periodo, sono almeno egualmente essenziali per la vita dell’impresa*”.

⁽⁴¹⁶⁾ Sul punto si v. HOLMSTRÖM B., *Incentive compensation: Practical design from a Theory Point of View*, in Nalbantion H.R. (edited by), *Incentives, Cooperation, and Risk Sharing: Economic and Psychological Perspectives on Employment Contracts*, New York, Rowman & Littlefield, 1987, p. 179, il quale evidenzia che “*These corporate leaders deliver more than just financial returns; they also build enduring institutions*”.

⁽⁴¹⁷⁾ L’orizzonte temporale di riferimento degli amministratori può essere influenzato dalle modalità secondo le quali viene costruita la loro remunerazione.

Al riguardo non esistono indici univoci, tuttavia, in linea con quanto generalmente previsto anche materia di procedure concorsuali di ristrutturazione ⁽⁴¹⁸⁾, si ritiene che l'orizzonte previsionale debba essere al massimo di 3/5 anni ⁽⁴¹⁹⁾, esistendo un *trade-off* tra orizzonte temporale e capacità previsionale delle tendenze future, in quanto sulla vita delle imprese incidono sia i fatti più propriamente economici o di mercato, sia i mutamenti che si realizzano sotto l'aspetto socio-politico ⁽⁴²⁰⁾.

4.2.4.2. Lo *shareholder engagement* come nuovo paradigma di *governance*

Il legislatore comunitario – in linea con quanto già affermato nel *Green Paper* del 2011 ⁽⁴²¹⁾ – attraverso la recente proposta di direttiva n. 2014/0121 (COD) volta a ridisegnare i contorni di un sistema di governo societario al servizio del mercato, incoraggia un maggiore attivismo dei soci (c.d. *shareholder activism*), in particolare degli investitori istituzionali, al fine di proiettare la gestione societaria nel medio-lungo termine ⁽⁴²²⁾.

⁽⁴¹⁸⁾ Per approfondimenti si v. DI PACE, *Le procedure concorsuali dopo il decreto sviluppo*, Rimini, 2012; AMBROSINI, *I principi di attestazione dei piani di risanamento approvati dal CNDCEC e il ruolo del professionista*, 8 marzo 2015, in *ilCaso.it*.

⁽⁴¹⁹⁾ Si ritiene che un piano aziendale non possa presentare adeguata affidabilità oltre tale orizzonte temporale, al punto che anche in materia contabile, i principi internazionali, laddove fanno discendere conseguenze dai piani previsionali (IAS 36 in materia di *impairment test* e IFRS 3 in materia di *business combination*), consentono l'impiego di piani che non abbiano un'estensione superiore a cinque anni. Sul punto v. anche EREDE-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.*, 2013, p. 970, che ritengono non irragionevole ricondurre il concetto di *long term* al periodo temporale di riferimento massimo di un *business plan*.

⁽⁴²⁰⁾ SCIARELLI, *La gestione dell'impresa*, cit., p. 154, il quale sottolinea che la programmazione a lungo termine tende sempre più ad assumere il significato di «programmazione degli imprevisti».

⁽⁴²¹⁾ Si v. il testo del *Green Paper*, COM (2011) 164, *Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, consultabile all'indirizzo [http://www.parlamento.it/web/docuorc2004.nsf/8fc228fe50daa42bc12576900058cada/1a8ebdeee12dfd57c125786c00568ffa/\\$FILE/COM2011_0164_IT.pdf](http://www.parlamento.it/web/docuorc2004.nsf/8fc228fe50daa42bc12576900058cada/1a8ebdeee12dfd57c125786c00568ffa/$FILE/COM2011_0164_IT.pdf), in cui la Commissione Europea dà atto della “mancanza di un adeguato impegno attivo da parte degli azionisti” e del fatto che “il modo di valutare i risultati raggiunti dai gestori degli attivi e la struttura di incentivo delle loro remunerazioni e delle loro commissioni incoraggino i gestori a prediligere il breve termine (inopportuno)”.

⁽⁴²²⁾ In line generale, si ritiene che lo sviluppo dell'attivismo comporti una maggiore consapevolezza del ruolo dell'assemblea come potenziale controparte rispetto al *management*,

Con tale locuzione ci si riferisce a un insieme eterogeneo d’iniziative – comprensive sia dell’esercizio del voto in assemblea, sia di altre forme di persuasione, che possono realizzarsi attraverso un confronto diretto con il *management* o per via mediatica ⁽⁴²³⁾ – con cui gli azionisti di minoranza influenzano attivamente le politiche e le prassi della società minimizzando i c.d. *agency costs* ⁽⁴²⁴⁾.

Il legislatore comunitario, infatti, ritiene che forme di *shareholders’ appropriate long-term engagement* rappresentino un presupposto essenziale della buona *governance* societaria ⁽⁴²⁵⁾, in quanto una maggiore partecipazione dei soci di minoranza limiterebbe l’estrazione di benefici economici privati da parte dei *manager*, a diretto vantaggio dello *shareholder value* ⁽⁴²⁶⁾.

Tale opinione, tuttavia, sembra smentita da alcuni studi empirici condotti sul nesso di causalità tra attivismo e *long-term performance*, i quali hanno rilevato che l’attivismo non comporterebbe variazioni significative nel lungo periodo di misure della redditività come *return on assets*, *return on equity* e *return on*

che incrementa lo *shareholder value* nel medio lungo-periodo, disincentivando eventuali comportamenti opportunistici degli amministratori.

⁽⁴²³⁾ GUACCERO, *L’attivismo societario: verso la riscoperta di un ruolo dell’assemblea?*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 412, il quale propone una distinzione tra il fenomeno dell’attivismo degli azionisti e la partecipazione assembleare, rappresentando il primo l’esplicazione di una posizione individuale, costituita dall’esercizio di un diritto o di un potere negoziale nei confronti del *management*.

⁽⁴²⁴⁾ Per un approfondimento sulla definizione di “*shareholder activism*” si v. CROCI, *Shareholder activism*, Milano, FrancoAngeli, 2011, pp. 18 ss., il quale richiama la definizione di Armor e Cheffins (2009), ripresa da Chee (2004), che lo qualificano come “*l’esercizio e l’implementazione dei diritti da parte degli azionisti di minoranza con l’obbiettivo di incrementare lo shareholder value nel lungo periodo*”; EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term*, cit., p. 934, che lo definisce come “*le diverse iniziative con cui i soci si rendono parte attiva nei confronti della società partecipata e dei suoi amministratori per modificarne, rispettivamente, le regole organizzative interne o le politiche di gestione*”.

⁽⁴²⁵⁾ GENCO, *Corporate governance*, cit., p. 102, il quale sottolineando che “*un incremento del loro attivismo (investitori istituzionali) nel governo delle imprese, potrebbe essere positivo per l’efficienza del governo aziendale, considerato che tali soggetti potrebbero svolgere quella supervisione sugli amministratori che i piccoli azionisti indipendenti non sono in grado di esercitare*”.

⁽⁴²⁶⁾ Si ritiene che le buone *performance* degli emittenti dipendono non solo dai meccanismi interni alle società emittenti ma anche dalla qualità del dialogo con gli investitori istituzionali, che si realizza non solo attraverso il voto in assemblea. Sul rapporto tra attivismo degli investitori e remunerazione si v. CROCI, *Shareholder activism*, cit., pp. 56 ss.

sale (⁴²⁷). Ciononostante, per quanto concerne la remunerazione del *top management*, è stato osservato che l'attivismo degli investitori avrebbe un effetto sia calmierante sull'ammontare complessivo del pacchetto retributivo, sia di allineamento tra compensi e *performance* dell'impresa (⁴²⁸).

L'aspetto più controverso della proposta di direttiva – come giustamente già sottolineato da una parte della dottrina (⁴²⁹) – è però rappresentato dal medesimo presupposto di partenza dell'intervento legislativo che appare affetto da un duplice paradosso, rappresentato dal fatto che ipotizza un maggiore intervento attivo degli investitori istituzionali, i quali solitamente sono “razionalmente apatici” (⁴³⁰), e richiede forme “appropriate” di

(⁴²⁷) GILLAN S.L.-STARKS L., *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 19, pp. 55 ss.; KARPOFF J.M., *The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings*, August 18, 2001, consultabile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=885365>; *contra*

(⁴²⁸) Per approfondimenti si v. HARTZELL J.C.-STARKS L.T., *Institutional Investors and Executive Compensation Redux: A Comment on “Do Concentrated Institutional Investors Really Reduce Executive Compensation Whilst Raising Incentives”*, in *Critical Finance Review*, n. 1, pp. 85 ss.; OZKAN N., *CEO Compensation and Firm Performance: an Empirical Investigation of UK Panel Data*, in *European Financial Management*, 2011, Vol. 17, pp. 260 ss.; NICODEMO, *Dove porta l'attivismo degli hedge fund*, 8 luglio 2008, consultabile all'indirizzo <http://www.lavoce.info/archives/25029/dove-porta-lattivismo-degli-hedge-fund>, il quale evidenzia “durante il primo anno d'intervento (di un hedge fund), la remunerazione media dell'ad declina di un milione di dollari e i cambiamenti di ad sono molto più frequenti”; DAVID P.-KOCHHAR R.-LEVITAS E., *The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation*, in *Academy of Management Journal*, 1998, Vol. 41, n. 2, pp. 200-208; HARTZELL J.C.-STARKS L.T., *Institutional Investors and Executive Compensation*, in *Journal of Finance*, 2003, n. 58, pp. 2351 ss., i quali evidenziano una relazione positiva tra la concentrazione degli investitori istituzionali e il legame tra remunerazione e *performance*; *contra* SMITH G.S.-SWAN L.P., *Do Concentrated Institutional Investors Really Reduce Executive Compensation Whilst Raising Incentives*, in *Critical Finance Review*, consultabile all'indirizzo <http://cfr.ivo-welch.info/readers/pub/cfr-014.pdf>.

(⁴²⁹) EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term*, cit., pp. 932 s.

(⁴³⁰) Sulla “razionale apatia” degli investitori istituzionali v. LUCANTONI, *Il voto in assemblea: dall'organizzazione al mercato*, Torino, Giappichelli, 2012, pp. 169 s.; EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term*, cit., p. 935, i quali evidenziano che la c.d. apatia razionale è dovuta da un lato al fatto di non disporre delle informazioni sufficienti a verificare che la gestione dell'impresa non venga dirottata verso il perseguimento di interessi diversi da quelli riferibili alla collettività e, dall'altro lato, dalla circostanza di non avere le risorse e gli incentivi adeguati a porre rimedio alla situazione di asimmetria informativa (*collective action problem*); IRACE, *Il ruolo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate*, Milano, Giuffrè, 2001, p. 21; ARMOUR J.-MCCAHERY J.A., *After Enron: Improving Corporate Law and Modernizing Securities Regulation in Europe and the US*, in *Amsterdam Center for Law & Economics Working Paper*, No. 2006-07, p. 12, consultabile all'indirizzo <http://ssrn.com/paper=910205>; STRAND T., *Re-thinking Short-Termism and the Role of*

shareholders engagement, cioè forme di attivismo che tendano a orientarsi solo verso obiettivi di “medio-lungo termine”⁽⁴³¹⁾.

Per quanto concerne l’incremento della partecipazione, infatti, si osserva innanzitutto che sotto la medesima etichetta “*institutional investor*” sono ricompresi soggetti che presentano forti differenze tra loro⁽⁴³²⁾, che incidono direttamente sul loro grado di attivismo, non essendo questo legato né al possesso azionario⁽⁴³³⁾, né alla specifica categoria d’investitore, ma a una serie di caratteristiche e scelte che insieme costituiscono il *business model* dell’investitore⁽⁴³⁴⁾ oltre al quadro normativo in cui gli stessi si trovano a operare⁽⁴³⁵⁾.

Pertanto, nonostante l’introduzione di specifici obblighi di motivazione sul se e sul come è esercitato il diritto di voto in assemblea da parte degli investitori istituzionali, pretendere un concreto attivismo da parte di tutti questi soggetti appare francamente utopico, in quanto un loro reale coinvolgimento potrebbe aversi solo agendo *in primis* sul loro *business model*⁽⁴³⁶⁾.

Patient Capital in Europe: Perspectives on the New Shareholder Rights Directive, 2015, pp. 5 ss., consultabile all’indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2516844>.

⁽⁴³¹⁾ La proposta di direttiva, al punto 1 della relazione, afferma che “*La presente proposta costituisce inoltre la risposta all’impegno della rinnovata strategia sul finanziamento a lungo termine dell’economia europea: contribuisce a fare in modo che gli azionisti adottino una prospettiva più a lungo termine, il che garantisce migliori condizioni di gestione per le società quotate*”.

⁽⁴³²⁾ ÇELIK S.-ISAKSSON M., *Institutional investors and ownership engagement*, in *OECD Journal: Financial Market Trends*, Vol. 2013/2, p. 94, i quali sottolineano che *the general term “institutional investor” in itself doesn’t say very much about the quality or degree of ownership engagement. It is therefore an ambiguous “shorthand” in any policy discussions about ownership engagement*.

⁽⁴³³⁾ CROCI, *Shareholder activism*, cit., p. 14, il quale pone l’accento sul fatto che, nonostante spesso si associ l’attivismo degli investitori alla detenzione di grossi blocchi azionari, il possesso di una partecipazione rilevante non è una condizione necessaria per avviare campagne attiviste.

⁽⁴³⁴⁾ Sul punto si v. ÇELIK S.-ISAKSSON M., *Institutional investors and ownership engagement*, cit., pp. 104 ss., i quali hanno identificate sette caratteristiche principali che incidono in modo diretto sul coinvolgimento dell’investitore istituzionale nella vita sociale: (i) lo scopo dell’investitore istituzionale; (ii) la struttura del passivo; (iii) la strategia d’investimento; (iv) la struttura del portafoglio; (v) la struttura delle commissioni; (vi) la presenza di obiettivi politici e sociali; (vii) il quadro normativo di riferimento.

⁽⁴³⁵⁾ Sul punto si v. ÇELIK S.-ISAKSSON M., *Institutional investors and ownership engagement*, cit., pp. 104 e 110.

⁽⁴³⁶⁾ ÇELIK S.-ISAKSSON M., *Institutional investors and ownership engagement*, cit., p. 111, i quali sottolineano, giustamente, che “*With strong economic incentives working against*

Altrettanto criticabile, però, appare anche il secondo profilo d'intervento, dal momento che valutare l'attivismo degli investitori istituzionali sul piano dell'orizzonte temporale dell'investimento “è un esercizio disagiata, e al limite ozioso”, che potrebbe addirittura ostacolare il coinvolgimento appropriato di alcuni investitori di lungo periodo⁽⁴³⁷⁾.

Non va dimenticato, infatti, che le più importanti forme – non episodiche – di attivismo realizzate con successo sono state attuate dagli *hedge funds*, i quali, dopo approfondite e costose attività di analisi, acquistano pacchetti azionari relativamente piccoli in società con una *governance* scadente, con il precipuo fine di realizzare nel breve periodo c.d. *abnormal positive returns*, attraverso interventi rispettivamente sulle regole organizzative della società *target* o sulle sue scelte gestionali⁽⁴³⁸⁾.

Peraltro, contrariamente a quanto finora affermato in dottrina⁽⁴³⁹⁾, un recente studio empirico ha rilevato che gli “*hedge funds generate substantial long term value for target firms and its long term shareholders when they function as a shareholder advocate to monitor management through active board engagement to reduce agency cost*”⁽⁴⁴⁰⁾.

engagement, a mandatory voting requirement can only lead the horse to the water, but it can't make it drink”.

⁽⁴³⁷⁾ EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term*, cit., p. 933, i quali ritengono la distinzione tra “*inappropriate short-term activism*” e “*appropriate long-term engagement*” poco convincente e addirittura fuorviante se portato alle estreme conseguenze, considerato che molte delle campagne attiviste combattute dagli *hedge funds* sono state sostenute anche da investitori di lungo periodo, come i fondi pensione.

⁽⁴³⁸⁾ Per approfondimenti si v. EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term*, cit., p. 941 ss., che sottolineano l'infondatezza delle critiche della pretesa distruzione di valore da parte degli *hedge funds*.

⁽⁴³⁹⁾ Le posizioni critiche nei confronti dell'attivismo degli *hedge funds*, in particolare delle iniziative dirette a incidere sulle scelte gestionali, sostengono che finirebbe per danneggiare l'equilibrio finanziario della società *target*. Per approfondimento v. DALLAS L., *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, in *Journal of Corporation Law*, Vol. 37, pp. 264 ss.; KAHAN M.-ROCK E.B., *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in Bratton W.-McCahery J.A., *Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics*, Oxford, Oxford Press, 2015, pp. 151 ss.

⁽⁴⁴⁰⁾ GOODWIN S.C., *Corporate Governance and Hedge Fund activism*, September 2015, consultabile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2646293>. Peraltro, anche altri studi empirici avevano già smentito, o almeno ridimensionato, l'allarme lanciato da una parte della dottrina sulla dannosità dell'*hedge fund activism*: BOYSON N.M.-MOORADIAN R.M., *Corporate Governance and Hedge Fund Activism*, June 1, 2010, consultabile all'indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=992739>; CLIFFORD C.P., *Value Creation or Destruction? Hedge*

Alla luce di quanto evidenziato, è auspicabile che il legislatore comunitario abbandoni il suo tentativo d'incentivazione solo di alcune forme di attivismo ritenute ingiustificatamente virtuose in base al solo orizzonte temporale, a vantaggio di un più generalizzato *shareholders engagement*, che dovrebbe condurre a un nuovo paradigma di *governance* basato sull'intermediazione di professionisti capaci di vigilare sul perseguimento dell'interesse sociale.

In questa prospettiva, inoltre, al fine di evitare forme opache para-assembleari di confronto fra investitori e *board* – attualmente esistenti e non controllabili – appare condivisibile la proposta avanzata da autorevole dottrina d'istituzionalizzare forme di *Mandating board-shareholder engagement* ⁽⁴⁴¹⁾, accompagnate da adeguati obblighi di *disclosure* a favore degli altri soci e al mercato, che indirettamente consentirebbero di scoraggiare forme perniciose attivismo lesive per l'interesse sociale.

4.2.4.3. L'attivismo degli investitori istituzionali in Italia sulle politiche di remunerazione

Il sistema societario italiano è connotato da un assetto proprietario estremamente concentrato ⁽⁴⁴²⁾, che rende in linea generale altamente improbabile l'utilizzo da parte degli investitori istituzionali della sede assembleare per manifestare la propria contrapposizione al *management*, atteso il risultato scontato del voto ⁽⁴⁴³⁾.

Funds as Shareholder Activists, April 2008, consultabile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=971018>.

⁽⁴⁴¹⁾ MONTALENTI, *Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate*, cit., il quale ritiene opportuno anche istituzionalizzare forme di *Mandating board-shareholder engagement* per un confronto qualificato sulle strategie gestionali delle grandi imprese quotate, essendo a suo parere la prospettiva innovativa in materia di *corporate governance* verso la quale ci si deve orientare.

⁽⁴⁴²⁾ Dal *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2015, pp. 13 s. tabelle 1.2 e 1.3, consultabile all'indirizzo http://www.consob.it/documenti/Pubblicazioni/Rapporto_cg/rcg2015.pdf, emerge che l'83,6% delle società quotate italiane è controllata di diritto o di fatto o attraverso patto di sindacato, nel quale la quota media del primo azionista è pari al 46% del capitale sociale.

⁽⁴⁴³⁾ Sul punto v. GUACCERO, *L'attivismo societario: verso la riscoperta di un ruolo dell'assemblea?*, cit., p. 426, il quale evidenzia che la concentrazione della proprietà – aggiunta all'effetto di separazione tra proprietà e potere che meccanismi come le *loyalty*

A ciò si aggiunge uno scarso attivismo degli investitori istituzionali italiani, dovuto principalmente al fatto che gli stessi si trovano a operare in condizioni di elevata insicurezza sui risparmi a loro affidati, in quanto le risorse da loro gestite sono raccolte tra un pubblico al quale l'investimento azionario è ancora poco familiare rispetto ad altri ordinamenti ⁽⁴⁴⁴⁾. Essi, quindi, sono indotti razionalmente a seguire principalmente logiche di *short-term*, che escludono a priori forme di intervento e di controllo del *board* ⁽⁴⁴⁵⁾.

Tuttavia, dall'ultimo rapporto della Consob sulla *governance* delle società quotate italiane emerge che, nonostante la quota di capitale detenuta dagli investitori istituzionali nelle società sia rimasta sostanzialmente stabile ⁽⁴⁴⁶⁾, è comunque cresciuta la loro partecipazione “*alle assemblee delle società del Ftse Mib e Mid Cap, che ha superato in media il 20% del capitale (poco più del 13% nel 2012)*” ⁽⁴⁴⁷⁾.

Tale crescita dell'attivismo va ricondotta principalmente all'incremento degli investitori istituzionali stranieri, fisiologicamente più attivi nella vita sociale, i quali hanno sostituito in gran parte gli investitori italiani ⁽⁴⁴⁸⁾.

Uno degli argomenti sui quali si è rilevata la maggiore partecipazione degli investitori istituzionali è stato quello sulle politiche di remunerazione del

shares producono – costituisca un forte ostacolo al manifestarsi dell'attivismo nella dinamica assembleare.

⁽⁴⁴⁴⁾ Gli investitori italiani sono sempre stati scarsamente propensi all'investimento rischioso, rappresentato da azioni o titoli di credito, in quanto il sistema di risparmio italiano è stato sempre caratterizzato da un sistema pensionistico pubblico capace di garantire elevate prestazioni (che non ha permesso lo sviluppo dei fondi pensione) e dall'emissione di obbligazioni da parte dello Stato, per finanziare il debito pubblico, a tassi convenienti.

⁽⁴⁴⁵⁾ Sul punto si v. IRACE, *Il ruolo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate*, cit., p. 119, il quale sottolinea la maggiore probabilità di forme di controllo – come peraltro si sta realizzando – da parte di investitori esteri; GLOZZI, *Società per azioni e mercati finanziari*, in Riv. dir. proc. civ., 1999, p. 768, il quale si dimostra alquanto scettico sulla possibilità che gli investitori istituzionali esercitino realmente un'attività di supervisione.

⁽⁴⁴⁶⁾ Per una consultazione dei dati si v. LINCIANO-CIAVARELLA-SIGNORETTI, *Rapporto 2015 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, Roma, 18 gennaio 2016, i quali evidenziano che nel settore *Blue Chip* a fine 2014, gli investitori istituzionali erano presenti in 94 società (92 nel 2009), con una quota media pari il 7% (6,4% nel 2009).

⁽⁴⁴⁷⁾ La Relazione Consob evidenzia che se il 20% è il totale della partecipazione degli investitori istituzionali, gli “stranieri” sono il 19,7% mentre gli “italiani” si aggirano intorno all'1%.

⁽⁴⁴⁸⁾ Le società partecipate da investitori istituzionali italiani si sono ridotte da 57 nel 2009 a 34 nel 2014, mentre quelle che vedono la presenza di investitori istituzionali stranieri sono aumentate da 47 nel 2009 a 71 nel 2014.

management, nonostante l'Italia abbia optato per la versione debole del voto consultivo, essendo comunque considerata la relativa deliberazione significativa sotto il profilo reputazionale⁽⁴⁴⁹⁾. Si veda, ad esempio, il recente caso Telecom Italia S.p.a., in cui alcuni investitori istituzionali, che detenevano il 23% del capitale, hanno votato contro la relazione sulla remunerazione e lo “*special award*” dei *top manager* della società, pur consapevoli che sarebbero stati approvati, tenuto conto della presa salda del socio di comando Vivendi⁽⁴⁵⁰⁾.

Nello specifico sulle politiche di remunerazione si è registrata una leggera flessione del consenso degli investitori istituzionali – passato dal 69% del 2014 al 67,1% del 2015 – ma anche del dissenso – sceso dal 29% del 2014 al 28% del 2015 – a vantaggio di un incremento dell'astensione, salito dall'1% del 2014 al 3% del 2015.

In particolare, il dissenso degli investitori istituzionali per le politiche di remunerazione ha riguardato principalmente le società industriali rispetto a quelle del settore finanziario e si è concentrato soprattutto nelle società senza amministratori di minoranza o con presenza minoritaria di amministratori indipendenti in consiglio di amministrazione⁽⁴⁵¹⁾.

Inoltre, si è anche rilevato che il dissenso degli investitori istituzionali continua a diminuire nell'area delle *Blue Chips*, dove è passato dal 38% del 2012 al 26% del 2015⁽⁴⁵²⁾, probabilmente perché negli ultimi anni le società

⁽⁴⁴⁹⁾ Si v., ad esempio, le parole rilasciate da Fabio Bianconi, *director* di Sodali, il quale in un'intervista sottolinea che “*Il voto contrario (sulla prima parte della relazione sulla remunerazione) non è vincolante, ma ha un forte impatto reputazionale*”: FOLLIS, *Le minoranze rumorose*, in Milano Finanza, 21 maggio 2016, p. 25.

⁽⁴⁵⁰⁾ L'assemblea generale degli azionisti di Telecom Italia S.p.a. ha approvato la politica di remunerazione in data 25 maggio 2016, nonostante i *proxy adviser* (Iss, Glass Lewis, Frontis) avessero suggerito il voto contrario, perché consideravano che la retribuzione fosse eccessiva e non abbastanza incentivante il perseguimento di risultati di medio-lungo periodo. Alcuni documenti relativi agli interventi degli azionisti sono consultabili all'indirizzo <http://asati.eu/newsite/home.php?id=WWW>.

⁽⁴⁵¹⁾ LINCIANO-CIAVARELLA-SIGNORETTI, *Rapporto 2014 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, Roma, 15 dicembre 2014, i quali evidenziano anche che il dissenso generale è particolarmente concentrato tra le *utilities*.

⁽⁴⁵²⁾ Il dissenso totale sulle politiche di remunerazione (comprensivo dei voti degli azionisti non istituzionali) si è ridotto dal 12% del 2012 al 9% del 2015.

di maggiori dimensioni hanno adeguato le politiche di remunerazione alle aspettative degli stessi investitori istituzionali, mentre il dissenso è aumentato, raggiungendo i massimi storici, nell'area delle *Mid Cap*, dove è stato registrato un incremento dell'11% in quattro anni (passato dal 28% del 2012 al 39% del 2015) ⁽⁴⁵³⁾, verosimilmente perché da un lato le società più piccole non si sono ancora poste il problema di come affrontare le politiche di remunerazione e, dall'altro lato, ove ci sono azionisti più forti, perché c'è ancora poca considerazione del mercato ⁽⁴⁵⁴⁾.

Sul tema appare interessante evidenziare che un recente studio comparato sul voto in materia di remunerazione ha rilevato l'esistenza di una proporzionalità diretta tra attivismo degli investitori istituzionali e il tasso di dissenso sulla politica di remunerazione. Infatti, nei paesi a proprietà concentrata, come l'Italia e la Germania, – dove l'attivismo è meno diffuso – si è registrata una percentuale di dissenso superiore al 20% dei voti espressi in assemblea rispettivamente del 6,5% e 7,5% del campione esaminato, mentre in sistemi a proprietà diffusa, quali Stati Uniti e Regno Unito, – dove l'attivismo è maggiormente diffuso – la percentuale di dissenso ha raggiunto le più elevate percentuali del 14,6% e 26,5% ⁽⁴⁵⁵⁾.

Per quanto concerne, invece, i casi di bocciatura da parte dell'assemblea delle politiche di remunerazione – peraltro riscontrabili solo in rare occasioni ⁽⁴⁵⁶⁾ –

⁽⁴⁵³⁾ Il dissenso totale sulle politiche di remunerazione (comprensivo dei voti degli azionisti non istituzionali) è aumentato dal 5% del 2012 al 9% del 2015.

⁽⁴⁵⁴⁾ Sul punto si v. FOLLIS, *Caro socio ti scrivo*, in *Milano Finanza*, 20 febbraio 2016, il quale riporta un'intervista a Fabio Bianconi, director di Sodali, pp. 30 s., il quale si esprime in modo coerente a quanto riportato nel testo.

⁽⁴⁵⁵⁾ BELCREDI-BOZZI-CIAVARELLA-NOVEMBRE, *Say-on-pay in a context of concentrated ownership. Evidence from Italy*, February 2014, pp. 22 s., consultabile all'indirizzo www.consob.it/documenti/quaderni/wp76.pdf.

⁽⁴⁵⁶⁾ I più recenti casi di bocciatura sono stati: Azimut, dove l'assemblea, in data 28 aprile 2016, ha bocciato la proposta di modifica dei *bonus* del consiglio di amministrazione, con il voto decisivo dei fondi che detengono il 13,1% del capitale (Morgan Stanley 5,7%, BlackRock 5%, Fmr 3,2% e Lazard 5%), i quali si sono allineati alle indicazioni fornite da ISS e Glass Lewis, i due principali *proxy advisor*, che si erano espressi sfavorevolmente; Cerved Information Solutions, dove l'assemblea del 29 aprile 2016, ha bocciato la prima parte della relazione sulla remunerazione sottoposta al voto consultivo, con il voto decisivo dei fondi esteri che detengono il 25,754% del capitale (Wellington Management Group 7,99%,

empiricamente è stato rilevato un sostanziale allineamento nei diversi ordinamenti, essendo stati riscontrati solo quattro casi (1,8% dell'aggregato) nell'ordinamento italiano (Cape Live, Impregilo, Retelit and Screen Service), 38 casi negli Stati Uniti (1,6% dei casi per i quali erano disponibili i dati di voto: ISS 2011), 6 casi nel Regno Unito (2,1%) e 1 caso in Germania (1,1%)⁽⁴⁵⁷⁾.

4.2.4.4. Il ruolo dei *proxy advisor* nell'esercizio del diritto di voto

Gli azionisti, e in particolare gli investitori istituzionali, sono sempre più soggetti a crescenti pressioni affinché esercitino in modo responsabile il diritto di voto in assemblea e si impegnino attivamente nelle società partecipate attraverso forme adeguate di *engagement*⁽⁴⁵⁸⁾.

L'esempio più significativo è rappresentato dall'introduzione nei vari ordinamenti del voto, consultivo o vincolante, sulla politiche di remunerazione o sulla relazione in tema di remunerazione degli amministratori, dei direttori generali e dei dirigenti responsabilità strategiche (c.d. *say-on-pay*)⁽⁴⁵⁹⁾.

A ciò si aggiunge, con specifico riferimento agli investitori istituzionali, l'obbligo di voto nell'assemblea delle società da loro partecipate nell'interesse dei propri clienti⁽⁴⁶⁰⁾, il quale sottende il duplice scopo di contribuire da un

Massachusetts Financial Services 5,097%, Capital Research and Management 4,509%, Aviva Investors 3,956%, Norges Bank 2,122% e Vanguard International Explorer Fund 2,080%).

⁽⁴⁵⁷⁾ Per approfondimento sui dati empirici degli altri ordinamenti si vedano gli articoli di dottrina richiamati da BELCREDI-BOZZI-CIAVARELLA-NOVEMBRE, *ibidem*.

⁽⁴⁵⁸⁾ GLASSMAN J.K.-VERRET J.W., *How to Fix Our Broken Proxy Advisory System*, *Mercatus Research*, George Mason University, aprile 2013, p. 26, consultabile all'indirizzo http://mercatus.org/sites/default/files/Glassman_ProxyAdvisorySystem_04152013.pdf, i quali ritengono che “*The proxy advisory industry was principally created by regulation. Without regulatory mandates requiring active participation in proxy votes, and without interpretative releases giving preferential treatment to investment managers who use proxy advisors, a profitable proxy advisory industry might not exist*”; conf. CIOCCA, *I consulenti di voto negli stati uniti (possibili indicazioni per il legislatore europeo)*, in *Riv. telematica ODC*, 1/2016, pp. 6 ss.

⁽⁴⁵⁹⁾ DAVIS S., *Does “Say on Pay” Work? Lessons on Making CEO Compensation Accountable*, cit., p. 13, il quale evidenzia come *Institutional Shareholder Services (ISS)* e *Lewis & Co. LLC (Glass Lewis)* hanno dichiarato un aumento esponenziale di richieste di incontri da parte degli organi di gestione delle singole società quotate.

⁽⁴⁶⁰⁾ Si v. l'art. 35-*decies*, comma 1, lett. e), t.u.f. a mente del quale le Sgr, le Sicav e le Sicaf che gestiscono i propri patrimoni provvedono “*nell'interesse dei partecipanti, all'esercizio dei*

lato al monitoraggio sull'andamento della società emittente, riducendo i costi di agenzia connessi al disallineamento degli interessi tra *principal* e *agent*, e dall'altro lato, di orientare le strategie d'investimento del gestore verso le aspettative di rendimento dei partecipanti al fondo, limitando i costi di agenzia connessi al rischio che il gestore si serva delle prerogative di azionista per perseguire propri interessi ⁽⁴⁶¹⁾.

Tuttavia, è stato rilevato che “*the voting process is sometimes performed by institutional investors as a compliance duty (i.e. they simply make sure that the votes are cast according to a pre-specific policy), rather than as an activity directly involving asset managers who engage in equity research for the purpose of portfolio selection (i.e. buy or sell decisions to enhance the fund's value)*” ⁽⁴⁶²⁾, in quanto gli investitori istituzionali sono spesso titolari di portafogli estremamente diversificati, che rendono difficile ed estremamente antieconomico acquisire ed elaborare delle informazioni necessarie a un consapevole esercizio del diritto di voto ⁽⁴⁶³⁾.

diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli Oicr gestiti, salvo diversa disposizione di legge” e il Regolamento delegato UE n. 231 del 19 dicembre 2012, recante integrazioni alla direttiva 2011/61/UE in materia di gestori di fondi di investimento alternativi, il quale all'art. 37 prescrive al gestore l'obbligo di elaborare “*strategie adeguate ed efficaci per determinare quando e come vadano esercitati i diritti di voto detenuti nel portafoglio del FIA gestito, a esclusivo beneficio del FIA e dei suoi investitori*” e di mettere a disposizione degli investitori, su loro richiesta, “*una sintesi delle strategie e i dettagli delle misure adottate sulla base di dette strategie*”.

⁽⁴⁶¹⁾ Per approfondimenti si v. MAUGERI, *Proxy Advisor, esercizio del voto e doveri “fiduciari” del gestore*, in *Riv. telematica ODC*, 1/2016, p. 2.

⁽⁴⁶²⁾ BELCREDI-BOZZI-CIAVARELLA-NOVEMBRE, *I proxy advisors e l'attivismo degli azionisti. Evidenza empirica dal say-on-pay in Italia*, Quaderni giuridici Consob, Aprile 2015, p. 7.

⁽⁴⁶³⁾ LARCKER D.F.-MCCALL A.L.-TAYAN B., *And Then A Miracle Happens!: How Do Proxy Advisory Firms Develop Their Voting Recommendations?*, in *Stanford Closer Look Series*, February 25, 2013, consultabile all'indirizzo https://www.gsb.stanford.edu/sites/default/files/31_MiracleHappens.pdf, che evidenziano come “*There are many reasons why investors might choose to consult with third-party advisors when voting their position on these matters. [...] Given the size and diversity of their holdings, it might be impractical for professional investors to have a thorough understanding of all items brought before them. Small investors, in particular, might not employ sufficient analytical staff to review all proposals in detail*”; FLEISCHER H., *Proxy Advisors in Europe: Reform Proposals and Regulatory Strategies*, in *European Company Law*, 9, 2012, p. 12, il quale evidenzia che “*there are simply too many votes to be cast in too concentrated a time period*”; MAUGERI, *Proxy Advisor, esercizio del voto e doveri “fiduciari” del gestore*, cit., pp. 2 s., il quale evidenzia che il problema di “*free riding*”, il quale sorge ogni qualvolta i benefici derivanti dalla fruizione di una risorsa non sono ripartiti in modo proporzionale ai costi sostenuti per la produzione, è

In questo contesto, pertanto, si inserisce la figura dei “consulenti in tema di voto” (c.d. *proxy advisor*) ⁽⁴⁶⁴⁾, che si sono sviluppati negli Stati Uniti agli inizi degli anni '80 del secolo scorso ⁽⁴⁶⁵⁾ e sono definiti come le «*persone giuridiche (rectius, “i soggetti”) che esaminano, su base professionale, le informazioni societarie, e, ove rilevanti, altre informazioni relative alle società quotate, con la finalità di informare le decisioni di voto degli investitori fornendo ricerche, consigli, o raccomandazioni relative all'esercizio dei diritti di voto*» ⁽⁴⁶⁶⁾.

Il loro servizio è particolarmente rilevante, poiché consente agli investitori istituzionali da un lato di risolvere il problema dei conflitti di interesse interno e, dall'altro lato, di ridurre in modo significativo i costi di transazione (spesso proibitivi) connessi all'esigenza di valutare il contenuto delle proposte deliberative formulate dall'organo amministrativo (come ad esempio quella sulle politiche di remunerazione, connotata da un estremo tecnicismo), che è alla base del problema del *free-riding* ⁽⁴⁶⁷⁾. Inoltre, l'attività dei *proxy*

acuito “*nel caso di gestori di portafogli marcatamente diversificati per i quali, in ragione della ridotta entità media delle partecipazioni detenute, si dimostra del tutto razionale adempiere quell'obbligo di voto mediante una pedissequa adesione alle proposte deliberative sottoposte dagli amministratori ai soci*”.

⁽⁴⁶⁴⁾ Si evidenzia che, in origine, i servizi e le indagini per l'esercizio del voto in assemblea erano organizzati su basi non lucrative, come dimostrato dall'*Investor Responsibility Reserch Center (IRRC)* costituita nel 1972 da università e fondazioni: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-113hhr8176/pdf/CHRG-113hhr81762.pdf>.

⁽⁴⁶⁵⁾ Per approfondimenti sull'evoluzione della figura dei *proxy advisors* si v. MORINI, *Proxy Advisors: attività e prospettive regolatorie*, in *Banca bors. tit. cred.*, 2015, pp. 760 ss., il quale sottolinea che il punto di svolta nella nascita dei *proxy advisors* si ebbe nel 1988 con l'*ERISA Act*, il quale formulò che l'esercizio del diritto di voto per gli strumenti finanziari di un fondo pensione era incluso nei doveri fiduciari previsti dalla *Section 404(a)(1)(B)* cui era obbligato il gestore del fondo. Divenne, quindi, necessario avvalersi di consulenti specializzati. Si v. anche MARINI, *Il ruolo dei Proxy Advisor e dei Proxy Sollecitor*, in Cutillo-Fontana (a cura di), *Manuale di Executive compensation e Corporate Governance*, Milano, FrancoAngeli, 2015, pp. 338 ss.

⁽⁴⁶⁶⁾ Definizione fornita dall'art. 1, 2), lett. i, *Emendamenti del Parlamento europeo, approvati l'8 luglio 2015, alla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda taluni elementi della relazione sul governo societario*, 8 luglio 2015 (P8_TA-PROV(2015)0257) del 20 maggio 2016.

⁽⁴⁶⁷⁾ Il problema del *free-riding* – alla base del problema dell'apatia degli investitori istituzionali – è dovuto al fatto che il beneficio derivante dal voto per l'investitore istituzionale è minore del costo che lo stesso deve sopportare per ottenere le informazioni ed elaborarle.

advisors svolgendo anche un'importante funzione di coordinamento tra investitori, aggrega le opinioni di questi ultimi sulla *governance* societaria⁽⁴⁶⁸⁾, così favorendo una migliore gestione dell'impresa.

Ciò nonostante, i *proxy advisors* sono da tempo oggetto di ampie critiche e discussione sia in dottrina, sia a livello istituzionale – anche all'interno dell'*European Securities and Markets Authority* (ESMA)⁽⁴⁶⁹⁾ – in quanto il loro ruolo, che si colloca su un “*piano metainformativo*”⁽⁴⁷⁰⁾, è in grado di influenzare la stessa informazione societaria, condizionando di conseguenza le scelte degli investitori e delle società partecipate.

In particolare, atteso che la gran parte degli investitori istituzionali si rivolge ai *proxy advisor* presenti sul mercato, c'è anche il rischio che l'organo amministrativo, al fine di ottenere una raccomandazione positiva, sia indotto a formulare le proprie proposte deliberative (anche in materia di politiche retributive) guardando più alle linee guida formulate dal consulente, piuttosto che a obiettivi obiettivi strategici di lungo periodo.

A tali criticità si aggiungono poi preoccupazioni su alcuni profili dell'attività svolta dai *proxy advisors* che possono mettere a repentaglio la qualità stessa del servizio. In primo luogo, infatti, si è rilevata un'eccessiva concentrazione del mercato dei servizi di consulenza, essendo pochissime le società che svolgono tale attività⁽⁴⁷¹⁾, che impedisce qualsiasi forma di concorrenza a beneficio del mercato.

⁽⁴⁶⁸⁾ MAUGERI, *Proxy Advisor, esercizio del voto e doveri “fiduciari” del gestore*, cit., pp. 4 s.

⁽⁴⁶⁹⁾ Si v. ESMA, *Final Report on The Proxy Advisor Industry*, 19 gennaio 2013, con cui l'ESMA raccomanda lo sviluppo di un Codice di Condotta europeo (*EU Code of Conduct*) per i *proxy advisors*, al fine di rimediare ai problemi relativi all'indipendenza dei consulenti, nonché alla precisione ed affidabilità dell'attività dagli stessi fornita. Il testo è consultabile all'indirizzo http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/esma_2013_84.pdf; CIOCCA, *I consulenti di voto negli stati uniti (possibili indicazioni per il legislatore europeo)*, cit., p. 11, la quale evidenzia il timore emerso nel vigente dibattito sui *proxy advisors* che si finisca per consegnare il potere nelle mani non degli azionisti, bensì delle imprese di consulenza.

⁽⁴⁷⁰⁾ In tal senso si v. MORINI, *Proxy Advisors: attività e prospettive regolatorie*, cit., p. 768.

⁽⁴⁷¹⁾ Il mercato della consulenza è ripartito a livello internazionale tra *Institutional Shareholder Services Inc.* (ISS), che *Pensions Investment Research Consultants* (PIRC), *Lewis & Co. LLC* (Glass Lewis), *Egon-Jones Proxy Service* (Egon-Jones), *C&W Investment Group* e *Marco Consulting Group* (MCG), a cui si aggiungono, nei singoli paesi europei, *Ivox* (Germania), *Manifest* e *IVIS* (Regno Unito), *Proxinvest* (Francia), *Shareholder Support*

In secondo luogo, è stato posto l'accento sui potenziali conflitti di interessi che potrebbero minare l'indipendenza e l'obiettività della loro consulenza, connessi al fatto che il *proxy advisor* spesso svolge contestualmente sia consulenza in tema di *corporate governance* per l'emittente, sia consulenza in tema di voto per gli investitori istituzionali partecipanti al capitale della medesima società⁽⁴⁷²⁾.

In terzo luogo, poi, sono stati espressi dubbi per quanto concerne le procedure utilizzate dai *proxy advisors* per fornire le raccomandazioni di voto, considerate spesso poco trasparenti e non sempre metodologicamente corrette⁽⁴⁷³⁾.

Nello specifico, è stato criticato soprattutto l'approccio "*one size fits all*", il quale consiste nella formulazione delle raccomandazioni di voto sulla base di

(Olanda), *GES Investment Service* e *Nordic Investor Services* (Svezia), *Frontis Governance* (ECGS) (Italia). A ciò va aggiunto che negli Stati Uniti ISS e *Glass Lewis* detengono il 95% dell'attività di consulenza. Tutto ciò ha condotto la stampa americana a parlare di "*racket*" dei consulenti di voto (si v. *Reforming the Proxy Advisory Racket*, in *The WallStreet Journal*, 22 luglio 2014, consultabile all'indirizzo <http://www.wsj.com/articles/reforming-the-proxy-advisory-racket-1405986992>).

⁽⁴⁷²⁾ Per approfondimenti v. BELCREDI-BOZZI-CIAVARELLA-NOVEMBRE, *I proxy advisors e l'attivismo degli azionisti. Evidenza empirica dal say-on-pay in Italia*, cit., p. 8 nt. 3; MORINI, *Proxy Advisors: attività e prospettive regolatorie*, cit., p. 770, il quale evidenzia che il mercato dei *proxy advisors* è caratterizzato da una scarsissima concorrenza e da notevoli barriere all'ingresso, sia la presenza di *incumbent* sia per gli elevati costi di *new comer*. Sul punto si v. anche MORINI, *Proxy Advisors: attività e prospettive regolatorie*, cit., p. 770, il quale, giustamente, osserva che il problema del potenziale conflitto di interessi emerge anche sotto il profilo degli "assetti proprietaria degli *advisor*", in quanto sono spesso partecipati o controllati da investitori. Ad esempio, *Glass Lewis* è controllata da un fondo pensione Ontario Teachers' Pension Plan, spesso autore di campagne assembleari molto aggressive e supportate dal medesimo *advisor Glass Lewis*.

⁽⁴⁷³⁾ È stato paventato che spesso i *proxy advisors* non tengono in adeguata considerazione le peculiarità delle legislazioni nazionali e/o delle prassi di *corporate governance* in concreto applicabili alle società quotate partecipate dagli investitori istituzionali. Per approfondimenti relativamente alle critiche sulla metodologia di adozione delle raccomandazioni di voto si v. LARCKER D.F.-MCCALL A.L.-TAYAN B., *And Then A Miracle Happens!*, cit., i quali osservano che, nonostante ISS e *Glass Lewis* sostengano che il loro processo per lo sviluppo del *proxy voting* sia aperto e trasparente, "*However, a careful examination does little to clarify the information they rely on in deciding to adopt a policy*" e criticano le modalità con cui le medesime società svolgono i sondaggi per la predisposizione del *proxy voting*; CIOCCA, *I consulenti di voto negli stati uniti (possibili indicazioni per il legislatore europeo)*, cit., p. 16, la quale sottolinea che l'opacità delle informazioni sulle metodologie seguite per adottare le raccomandazioni è dovuta anche dal fatto che spesso i *software* utilizzati nel procedimento sono coperti dal diritto d'autore.

linee guida predeterminate e standardizzate anziché in ragione delle specifiche caratteristiche della società per cui è richiesta la loro consulenza (⁴⁷⁴).

Tali criticità, peraltro, hanno recentemente indotto il legislatore comunitario a proporre l'introduzione nella bozza di "*Shareholders' right directive*" di un insieme di norme sia in tema di organizzazione dell'attività di "consulenza di voto" sia in tema di trasparenza, senza però creare una nuova attività riservata, né riconducendola all'attività di consulenza in materia d'investimento (⁴⁷⁵).

Quanto al profilo empirico della "consulenza di voto", in dottrina si riscontra un'ampia *querelle* innanzitutto sull'effettiva influenza dei *proxy advisors* sugli esiti del voto assembleare. Alcune ricerche, infatti, sostengono che la raccomandazione di voto abbia un rilevante impatto sulle deliberazioni assembleari, soprattutto nelle società partecipate da investitori con forte diversificazione del portafoglio (⁴⁷⁶), mentre altri studi, pur ammettendo

(⁴⁷⁴) L'approccio "*one size fits all*" è dovuto essenzialmente a tre ragioni: (i) scelte economicamente efficienti per il *proxy advisor*, che in tal modo potrà evitare i costi connessi alla raccolta di informazioni relative alla singola società oggetto dell'attività di consulenza; (ii) tempistica limitata per raccogliere i dati ed elaborarli relativamente a migliaia di aziende; (iii) garantire maggiore imparzialità nel processo di elaborazione della raccomandazione. Per approfondimenti si v. DAVIS, *Does "Say on Pay" Work? Lessons on Making CEO Compensation Accountable*, cit., p. 13; BRUNO, *Il ruolo dell'assemblea di s.p.a. nella corporate governance*, cit., p. 266, la quale evidenzia che "*spesso la loro metodologia di valutazione rispetto al voto da esercitare non prende in considerazione le caratteristiche specifiche delle singole società ma, piuttosto astrattamente, applica standards internazionali*".

(⁴⁷⁵) Tale approccio, che impone ai *proxy advisors* specifici doveri e obblighi non solo informativi, ma anche di comportamento relativi allo svolgimento della propria attività, appare criticabile, in quanto interviene sul piano del rapporto privatistico tra cliente e consulente. Sarebbe stato più opportuno imporre specifici obblighi informativi e di monitoraggio sui soggetti che si avvalgono del servizio di consulenza, come peraltro è stato fatto negli Stati Uniti dalla SEC con le linee guida dettate nel 2014 (si v. SEC, *Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers and Availability of Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Advisory Firms Staff Legal Bulletin No. 20 (IM/CF)*, 30 giugno 2014, consultabile all'indirizzo <https://www.sec.gov/interps/legal/cfslb20.htm>). Per approfondimenti sulla proposta europea di regolamentazione si v. CIOCCA, *I consulenti di voto negli stati uniti (possibili indicazioni per il legislatore europeo)*, cit.

(⁴⁷⁶) LARCKER D.F.-MCCALL A.L.-ORMAZABAL G., *The Economic Consequences of Proxy Advisor Say-on-Pay Voting Policy*, in Rock Center for Corporate Governance, Stanford University Working Paper no. 119, Stanford, CA, 2012, consultabile all'indirizzo www.gsb.stanford.edu, da cui emerge che in caso di dissenso dei consulenti di voto su una proposta dell'organo amministrativo, la società può aspettarsi almeno una riduzione (tra il 13% e il 20%) dei voti a favore di tale proposta; BETHEL J.E.-GILLIAN S., *The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting*, University of Delaware Working Paper No. 2002-002, Newark, Del., 2002, p. 25, consultabile all'indirizzo

un'influenza dei consulenti sugli esiti del voto, ritengono sussistere altre cause determinanti sul voto ⁽⁴⁷⁷⁾.

Altrettanto dibattuta è poi la questione se le raccomandazioni di voto producano effetti benefici o meno per la società. Alcuni studi, infatti, sotto questo profilo hanno rilevato una riduzione di valore delle azioni nei casi in cui gli investitori istituzionali hanno votato secondo le raccomandazioni dei *proxy advisors* ⁽⁴⁷⁸⁾, mentre altre ricerche all'opposto hanno riscontrato un incremento del valore delle azioni ⁽⁴⁷⁹⁾.

Sempre sotto il profilo empirico, peraltro, è stato rivelato che il timore di un voto contrario sulla politica di remunerazione connesso a una raccomandazione negativa dei *proxy advisor* indurrebbe gli amministratori – in particolare i componenti del comitato remunerazioni – a interagire con i principali investitori (c.d. “*shareholder engagement*”) e ad apportare le dovute modifiche alle politiche di remunerazione prima della data dell'assemblea ⁽⁴⁸⁰⁾.

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=354820.

⁽⁴⁷⁷⁾ Si v. CHOI S.J.-FISCH J.E.-KAHAN M., *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*, 59 *Emory L.J.* (2010), pp. 887 ss., i quali mettono in guardia dal confondere una correlazione statistica tra consulenza e risultati dell'assemblea con le determinazioni causali, in quanto il risultato può essere dovuto al fatto che gli azionisti siano giunti alla medesima conclusione del consulente sulla base di proprie considerazioni. Apparentemente in linea con tali rilevazioni si pone la recente ricerca in tema di voto sulle politiche di remunerazione svolto da BELCREDI-BOZZI-CIAVARELLA-NOVEMBRE, *I proxy advisors e l'attivismo degli azionisti. Evidenza empirica dal say-on-pay in Italia*, cit., pp. 27 s., da cui emerge che “*institutional investors seem not to follow blindly PA final recommendations to vote “for” or “against” a firm’s remuneration policy. Instead, they seem to look through the recommendations, at the specific reasons for concern identified in PA reports*”.

⁽⁴⁷⁸⁾ LARCKER D.F.-MCCALL A.L.-ORMAZABAL G., *Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms*, in *Journal of Law and Economics*, Vol. 58, n. 1 (February 2015), pp. 176 s., consultabile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2101453>, i quali evidenziano che “*the outsourcing of voting to proxy advisory firms appears to have the unintended economic consequence that boards of directors are induced to make choices that decrease shareholder value*”.

⁽⁴⁷⁹⁾ ALEXANDER C.R.- CHEN M.A.-SEPPI D.J.-SPATT C.S., *The Role of Advisory Services in Proxy Voting*, in *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 15143, luglio 2009, consultabile all'indirizzo <http://www.nber.org/papers/w15143>, i quali sottolineano che “*voting advice is a good predictor of contest outcomes and that vote recommendations appear to certify the extent to which dissidents can add value*”.

⁽⁴⁸⁰⁾ Per approfondimenti v. LARCKER D.F.-MCCALL A.L.-ORMAZABAL G., *Proxy Advisory Firms and Stock Option Repricing*, in *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 56, n. Issues 2–3, November-December 2013, pp. 149-169, consultabile all'indirizzo

Nonostante tutte le criticità *supra* evidenziate, si conviene con quanti in dottrina non giudicano negativamente il rafforzamento del ruolo dei *proxy advisor*, poiché, attraverso la formulazione e la costante rielaborazione delle proprie *best practices* e delle raccomandazioni di voto, i consulenti comunque favoriscono l'attivismo assembleare, contribuendo indirettamente all'adozione di pratiche di “*good corporate governance*”.

Appare opportuno infine sottolineare che nel nostro ordinamento il ruolo del *proxy advisor* è ancora abbastanza marginale, nonostante si stia assistendo a un crescente sviluppo, grazie soprattutto all'incremento del ruolo degli investitori istituzionali stranieri ⁽⁴⁸¹⁾. Dalla prassi, infatti, emerge che gli investitori istituzionali italiani, per la gestione dei diritti di voto nelle società partecipate, generalmente preferiscono utilizzare le proprie strutture interne

http://ssrn.com/abstract=1811130, i quali rilevano che “*a significant number of boards of directors change their compensation programs in the time period before the formal shareholder vote in a manner that better aligns compensation programs with the recommendation policies of proxy advisory firms [...]. We interpret our result as evidence that boards of directors change executive compensation plans in order to avoid a negative [say-on-pay] recommendation by proxy advisory firms [...]. The stock market reaction to these compensation program changes is statistically negative [...]*”; cfr. il sondaggio atto da NASDAQ e Stanford Rock Center for Corporate Governance, “*The Influence of Proxy Advisory Firm Voting Recommendations on Say-on-Pay Votes and Executive Compensation Decisions*”, 2012, consultabile all'indirizzo *http://www.gsb.stanford.edu/cldr/research/surveys/proxy.html*, da cui emerge che “*over 70 percent of directors and executive officers report that their compensation programs are influenced by the policies or guidelines of proxy advisory firms*”. Si v. anche MALENKO N.-SHEN Y., *The Role of Proxy Advisory Firms: Evidence from a Regression-Discontinuity Design*, March 2016, consultabile all'indirizzo *https://www2.bc.edu/nadya-malenko/Malenko,Shen%20(2016).pdf*; ERTIMUR Y.-FERRI F.-OESCH D., *Shareholder Votes and Proxy Advisors: Evidence from Say on Pay*, in *Journal of Accounting Research*, August 2, 2013, consultabile all'indirizzo *http://ssrn.com/abstract=2019239*.

⁽⁴⁸¹⁾ Con specifico riferimento al voto sulla politica di remunerazione si veda il recente caso Telecom S.p.a. in cui ISS, *Glass Lewis* e *Frontis* (proxy advisor dei fondi) hanno consigliato di votare contro lo “*special award*” per la remunerazione del *top management*, sul quale peraltro il collegio sindacale, per quanto non sia vincolante, non ha dato parere positivo: OLIVIERI A., *I proxy advisor contro i superbonus Telecom*, in *IlSole24Ore*, 13 maggio 2016, p. 31. Altri due recenti interventi (non in materia di remunerazione) dei consulenti di voto sono il “caso PartnerRe”, in cui ISS ha infatti raccomandato agli azionisti di votare contro la proposta di fusione con Axis (si v. Mangano, *PartnerRe, Iss sceglie Exor: «L'offerta supera quella di Axis»*, in *IlSole24Ore*, 25 luglio 2015) e il “caso Save”, in cui sempre ISS ha consigliato di votare, nell'assemblea del prossimo 21 aprile, a favore delle liste presentate dal socio San Lazzaro Investments SL, veicolo finanziario del fondo Amber, salito lo scorso novembre vicino al 20% di Save e da mesi fautore di numerosi attacchi contro la gestione del presidente Enrico Marchi, considerato soggetto investito di troppo potere decisionale (si v. K.M., *Save, il proxy Iss promuove Amber*, in *IlSole24Ore*, 18 aprile 2015).

(⁴⁸²).

(⁴⁸²) ALVARO-LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, Quaderni giuridici Consob, aprile 2013, p. 87, consultabile all'indirizzo www.consob.it/documenti/Pubblicazioni/Quaderni_giuridici/qg3.pdf.

CAPITOLO 5

L'ARCHITETTURA DELLA POLITICA DI REMUNERAZIONE

SOMMARIO: 5.1. *La funzione della remunerazione* – 5.2. *Le componenti della remunerazione* – 5.3. *Gli elementi strutturali* – 5.4. *Performance: il nuovo orientamento comunitario* – 5.5. *I compensi basati su azioni*

5.1. La funzione della remunerazione

La *Executive Compensation* rappresenta da un lato un importante strumento per attrarre e trattenere gli amministratori più capaci, e dall'altro, un mezzo per segnalare i valori perseguiti dall'impresa e per incentivare gli amministratori ad adottare comportamenti diretti alla creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo termine, nonché per ricompensare il raggiungimento di obiettivi predeterminati ⁽⁴⁸³⁾.

In altre parole, è uno strumento di *governance ex ante* capace di ottimizzare il costo dei fattori organizzativi e allineare il comportamento dell'*Agent* con gli interessi del *Principal* ⁽⁴⁸⁴⁾.

⁽⁴⁸³⁾ Sul punto si v. i principi 6.P.1. e 6.P.2. del Codice di Autodisciplina, i quali affermano che “*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*”, nonché “*in modo tale da allineare i loro interessi con il perseguimento dell'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo. [...] la remunerazione è legata al raggiungimento di specifici obiettivi di performance, anche di natura non economica, preventivamente indicati e determinati*”. Inoltre, si v. i considerando 15 e 15-bis della proposta di “*Shareholder Rights Directive*” integrata dal Parlamento europeo, i quali affermano che “*la remunerazione è uno degli strumenti principali a disposizione delle società per allineare i loro interessi e quelli dei loro amministratori*” e “*dovrebbe altresì contribuire alla crescita a lungo termine della società stessa*”.

⁽⁴⁸⁴⁾ Si veda la teoria di agenzia esposta da JENSEN-MACKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, cit.

La realizzazione di tali obiettivi, tuttavia, dipende principalmente da tre aspetti della politica di remunerazione: (i) l'ammontare totale del compenso; (ii) la relazione tra retribuzione e *performance*; (iii) l'architettura del pacchetto.

Per ammontare totale della remunerazione s'intende, dal lato dell'amministratore, il totale dei benefici attesi per l'incarico, mentre dal lato della società, il costo totale sopportato per remunerare tale soggetto⁽⁴⁸⁵⁾. Tale aspetto costituisce un elemento importante sia per orientare la scelta dell'amministratore in merito al soggetto cui fornire la propria opera, sia per orientare il suo comportamento al perseguimento della creazione di valore per l'impresa⁽⁴⁸⁶⁾.

Tuttavia, l'ammontare totale della remunerazione non è di per sé sufficiente a indirizzare il comportamento dell'amministratore al perseguimento della creazione di valore per l'impresa, in quanto l'elemento cardine a tal fine è rappresentato dal rapporto esistente tra remunerazione e *performance* realizzate⁽⁴⁸⁷⁾. In particolare, secondo la dogmatica tradizionale ciò dipende dall'"intensità" del legame tra remunerazione e *performance*, nonché dai parametri usati per valutare i risultati a cui è subordinata l'assegnazione del compenso⁽⁴⁸⁸⁾. Infatti, una politica di remunerazione caratterizzata da un basso grado d'intensità (es. compenso aggiuntivo esiguo) difficilmente riuscirà a orientare il comportamento dell'amministratore. Mentre, un errore nell'individuazione degli indicatori di *performance* non solo può incentivare comportamenti dei *manager* che non favoriscono la creazione di valore per l'impresa, ma può anche portarli a comportamenti distruttivi del medesimo valore..

⁽⁴⁸⁵⁾ CATANI-TERRACIANO, *L'Executive compensation: principi, strumenti e tendenze*, in *Riv. dott. comm.*, 2014, p. 730.

⁽⁴⁸⁶⁾ Per orientare il comportamento dell'amministrazione alla creazione di valore per l'impresa il beneficio atteso dev'essere superiore al costo sopportato: BEBCHUK L.A.-FRIED J.M.-WALKER D.I., *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, in *University of Chicago Law Review*, June 2002, vol. 69, pp. 762 s., consultabile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=316590>.

⁽⁴⁸⁷⁾ L'utilizzazione di politiche di remunerazione basate su *performance* ha anche l'effetto di chiarire agli amministratori quali sono i valori dell'impresa che lo stesso deve perseguire.

⁽⁴⁸⁸⁾ BOZZI, *Stock option, aspetti economici, fiscali e contabili*, Milano, Università Bocconi, 2006, p. 40.

L'ultimo elemento fondamentale per la realizzazione degli obiettivi della politica di remunerazione è la composizione del pacchetto retributivo, che determinando il peso relativo assunto da ciascuna componente della remunerazione permette di minimizzare i costi e massimizzare i benefici sia per l'impresa, sia per gli amministratori.

Tracciati sommariamente gli aspetti fondamentali del pacchetto retributivo, appare opportuno evidenziare che non esiste una formula della remunerazione ottimale e universalmente valida per tutte le imprese ⁽⁴⁸⁹⁾, in quanto la stessa dev'essere sempre parametrata al singolo contesto di riferimento e a gli obiettivi che si vogliono raggiungere, alle caratteristiche soggettive dell'amministratore e alle necessità che si vogliono soddisfare con il compenso ⁽⁴⁹⁰⁾.

Alla luce di quest'ultima considerazione, pertanto, appare già *prima facie* criticabile la recente scelta del legislatore comunitario – invalsa soprattutto nel settore bancario e assicurativo – di dettare rigide regole per l'implementazione di tutte le politiche di remunerazione, nella prospettiva di realizzazione di un “*level playing field*” nell'ambito del mercato finanziario.

5.2. Le componenti della remunerazione

Gli strumenti remunerativi che compongono il pacchetto retributivo sono solitamente distinti in diverse tipologie in base al legame esistente tra remunerazione e *performance*, alla loro natura, oppure in considerazione della

⁽⁴⁸⁹⁾ Si v. HOLMSTRÖM B., *Incentive Compensation: Practical Design from a Theory Point of View*, in Nalbantian (edited by), *Incentive, Cooperation and Risk Sharing: Economic and Psychological Perspectives on Employment Contracts*, New York, Rowman and Littlefield Publishers, 1987, p. 179; GAIA, *La remunerazione degli amministratori*, in Melis-Carta-Gaia, *I compensi basati su azioni*, cit., pp. 46; ZATTONI, *I piani di stock option*, in Zattoni-Airoldi (a cura di), *Corporate Governance*, Milano, Università Bocconi, 2006, pp. 363 s.

⁽⁴⁹⁰⁾ Ad esempio, un pacchetto retributivo composto prevalentemente da remunerazione variabile non è adatto né alle società con proprietà concentrata, essendo in tal caso i costi di agenzia marginali grazie alla capacità dell'azionista di controllo di monitorare gli amministratori, né per amministratori particolarmente avversi al rischio, in quanto il compenso richiesto in tal caso dall'amministratore darà molto elevato. Allo stesso modo, un pacchetto retributivo che prevede il differimento dell'erogazione di una grossa componente della remunerazione non sarà adatto ad attrarre amministratori interessati a una collaborazione non duratura.

tempistica intercorrente tra l'esecuzione della prestazione e corresponsione del compenso.

In particolare, sulla base del legame tra remunerazione e *performance* è possibile distinguere la componente della "remunerazione fissa", costituita dall'insieme dei compensi corrisposti al decorrere di un determinato periodo di tempo e indipendentemente dalle *performance*, da quella "variabile", costituita da compensi legati, direttamente o meno, all'andamento delle *performance* (⁴⁹¹).

Nella componente "fissa" oltre al compenso base dell'amministratore stabilito dall'assemblea al momento della sua nomina *ex art.* 2389, comma 1, c.c. possono rientrare anche i piani pensionistici (⁴⁹²), le indennità di fine rapporto (c.d. *golden parachute*) e i *fringe benefits* (⁴⁹³); mentre nella componente "variabile" rientrano sia i *bonus* (⁴⁹⁴), sia i compensi basati su strumenti finanziari.

Sulla base della natura dell'emolumento, invece, è possibile discernere la remunerazione monetaria, costituita da tutti i compensi corrisposti in denaro, da quella non monetaria, costituita da tutte le forme di retribuzione diversa dal denaro. Nella prima categoria rientrano i salari, i *bonus* monetari, le pensioni e i *golden parachute* in denaro, mentre nella seconda rientrano gli strumenti di *equity* e i *fringe benefits*.

Infine, in base alla tempistica intercorrente tra l'esecuzione della prestazione e la corresponsione del compenso è possibile distinguere tra remunerazione "immediata", costituita dai compensi elargiti contestualmente all'esecuzione

(⁴⁹¹) Si v. ZONA, *Teorie e metodologie di analisi della remunerazione dei manager con responsabilità strategiche*, Milano, Egea, 2015, pp. 24 s.

(⁴⁹²) Per approfondimenti sui piani pensionistici si v. BEBCHUK L.A.-FRIED J.M., *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2006, pp. 96.

(⁴⁹³) Si tratta di compensi erogati sotto forma di beni e/o servizi di cui l'amministratore può godere gratuitamente o a condizioni maggiormente vantaggiose (es. auto aziendale, cellulare, alloggio, ecc...).

(⁴⁹⁴) Costituiscono una forma di remunerazione variabile, erogata sia in denaro che in natura, orientata al breve termine (erogata al raggiungimento degli obiettivi contenuti fissati nel "piano di esercizio"). Per approfondimenti si v. MURPHY K.J., *Executive Compensation*, cit., pp. 2499-2507.

della prestazione, e remunerazione “differita”, costituita dai compensi erogati solo in un momento successivamente all’esecuzione della prestazione.

5.3. Gli elementi strutturali

Nella strutturazione della politica di remunerazione è necessario considerare principalmente quattro elementi critici: (i) il grado di esposizione al rischio; (ii) i criteri di valutazione delle *performance*; (iii) il legame tra remunerazione e performance; (iv) l’orizzonte temporale della remunerazione;

Il primo elemento riguarda nello specifico il peso assunto dalla componente variabile all’interno del pacchetto retributivo del *manager*, in quanto, aumentando il rischio per il beneficiario, potrebbe indurre quest’ultimo a richiedere una remunerazione più elevata.

Il rapporto tra componente fissa e variabile dev’essere determinato in considerazione della rischiosità dell’attività d’impresa, del livello di avversione al rischio dell’amministratore e della sua capacità di incidere sulla gestione aziendale ⁽⁴⁹⁵⁾. In particolare, nel caso di attività caratterizzate da un elevato tasso di rischiosità o di soggetti con un alto livello di avversione al rischio, nonché di attività aziendali marginalmente influenzabili dell’operato del *manager*, la componente variabile dovrebbe essere ridotta al minimo, in quanto costituirebbe un inutile costo per la società ⁽⁴⁹⁶⁾.

Stabilito il rapporto tra componente fissa e variabile, è poi assolutamente necessario decidere gli obiettivi a cui gli amministratori devono rivolgere i propri sforzi – che rappresentano anche i parametri di riferimento per l’erogazione del compenso variabile – i quali devono possedere i requisiti di

⁽⁴⁹⁵⁾ HOLMSTRÖM B., *Incentive Compensation: Practical Design from a Theory Point of View*, cit., p. 179; CATANI-TERRACIANO, *L’Executive compensation: principi, strumenti e tendenze*, cit., p. 732, i quali evidenziano che la composizione (componente fissa-variabile) del pacchetto retributivo assume un ruolo fondamentale nel temperare la propensione al rischio.

⁽⁴⁹⁶⁾ GAIA, *La remunerazione degli amministratori*, in Melis-Carta-Gaia, *I compensi basati su azioni*, cit., p. 50.

operatività, adeguatezza e verificabilità ⁽⁴⁹⁷⁾). In altre parole, gli obiettivi devono poter essere facilmente tradotti in attività dagli amministratori, devono avere un adeguato grado di difficoltà e devono consentire la valutazione dell'effettivo impegno profuso dall'amministratore. Nella determinazione degli obiettivi è fondamentale prendere in considerazione non solo il "piano di esercizio", ma soprattutto il "piano strategico", al fine di incentivare gli amministratori a porre in essere comportamenti diretti alla creazione di valore sostenibile per la società nel medio lungo periodo.

Altro elemento fondamentale dell'architettura della politica di remunerazione è l'algoritmo che lega la retribuzione variabile alle *performance* ed eventualmente l'"intervallo di incentivazione" all'interno del quale è erogata tale componente retributiva.

Per quanto concerne il primo aspetto, si evidenzia che esistono diversi tipi di relazioni che legano il compenso variabile e le *performance*, tuttavia i modelli più diffusi sono quelli basati relazioni lineari e spezzate oppure su rapporti a scalini.

In particolare, la relazione di tipo lineare prevede che "*all'aumentare delle performance realizzate dall'impresa si abbia una contestuale incremento del compenso erogato*". Essa ha il vantaggio di essere semplice e di indurre gli amministratori a comportamenti diretti a un costante miglioramento delle *performance* della società, ma anche lo svantaggio d'incentivare comportamenti diretti a massimizzare i risultati nel breve termine a scapito degli interessi sociali nel medio lungo termine ⁽⁴⁹⁸⁾.

La relazione basata su una retta di tipo spezzato è molto simile alla relazione di tipo lineare, in quanto la componente variabile della remunerazione viene erogata contestualmente all'incremento delle *performance*, ma se ne differenzia per la circostanza che, al raggiungimento di determinate soglie di

⁽⁴⁹⁷⁾ CATANI-TERRACIANO, *L'Executive compensation: principi, strumenti e tendenze*, cit., p. 732, i quali sottolineano l'importanza di valutare le performance sulla base di risultati oggettivamente misurabili.

⁽⁴⁹⁸⁾ GAIA, *La remunerazione degli amministratori*, in Melis-Carta-Gaia, *I compensi basati su azioni*, cit., pp. 51 s.

performance, cambia l'intensità del compenso erogato. Tale rapporto, quindi, presenta gli stessi vantaggi e svantaggi evidenziati per la relazione di tipo lineare.

La relazione a scalini, invece, si caratterizza per il fatto di prevedere l'erogazione della componente variabile della remunerazione solo al raggiungimento di predeterminate soglie di *performance*, in tal modo non attribuendo importanza ai miglioramenti marginali. Essa ha il vantaggio di disincentivare gli amministratori dal manipolare gli indicatori di *performance* quando sono molto lontani dalla soglia che fa scattare l'incremento della retribuzione, ma anche lo svantaggio di disincentivare l'impegno degli amministratori quando il valore dell'indicatore di *performance* è molto difficile da raggiungere ⁽⁴⁹⁹⁾.

Nella prassi è molto diffuso stabilire anche l'“*intervallo di incentivazione*” ⁽⁵⁰⁰⁾ ricompreso tra una soglia minima di *performance* (c.d. *threshold*), sotto alla quale non viene erogata alcuna componente variabile, e un tetto massimo della remunerazione variabile (c.d. *cap*) ⁽⁵⁰¹⁾. Tale sistema, tuttavia, da un lato può favorire il rinvio degli investimenti nel caso in cui l'amministratore ritenga di non poter raggiungere nel corso dell'esercizio la soglia minima di *performance* e, dall'altro lato, può disincentivare gli amministratori a migliorare le *performance* oltre la soglia corrispondente al *cap* della remunerazione variabile ⁽⁵⁰²⁾.

L'ultimo elemento fondamentale della politica di remunerazione è la scelta dell'orizzonte temporale di erogazione della remunerazione, in quanto strumenti di remunerazione di lungo termine riducono l'asimmetria informativa tra gli azionisti e gli amministratori caratterizzante gli strumenti di

⁽⁴⁹⁹⁾ Per approfondimenti sulle relazioni a scalini si v. RICCABONI, *Performance e incentivi: il controllo dei risultati nella prospettiva economico-aziendalistica*, Cedam, 1999, p. 75.

⁽⁵⁰⁰⁾ MURPHY K.J., *Executive Compensation*, cit., pp. 2499-2507; CATANI-TERRACIANO, *L'Executive compensation: principi, strumenti e tendenze*, cit., p. 733.

⁽⁵⁰¹⁾ La ragione della fissazione di un *cap* alla componente variabile presuppone che al di sopra di un determinato valore della retribuzione, ulteriori compensi produrrebbero un'incentivazione di scarso rilievo.

⁽⁵⁰²⁾ HOLMSTRÖM B., *Incentive Compensation: Practical Design from a Theory Point of View*, cit., p. 179.

remunerazione immediati, in tal modo disincentivando i comportamenti fraudolenti ed incentivando la creazione di valore sostenibile per la società. È comunque necessario determinare un giusto *mix* tra strumenti di remunerazione immediata e differita, in modo tale da incoraggiare gli amministratori a gestire la società nell'ottica del lungo periodo, senza però disincentivarli dal porre in essere anche gli atti necessari nel breve termine, che rappresentano la declinazione del piano strategico per il singolo esercizio sociale ⁽⁵⁰³⁾.

5.4. Performance: il nuovo orientamento comunitario

Come evidenziato nel paragrafo precedente, tra gli elementi strutturali fondamentali della politica di remunerazione rientra in particolare la scelta delle variabili cui collegare la determinazione dell'incentivo degli amministratori. Infatti, l'allineamento di interessi tra *Principal* e *Agent*, che rappresenta uno degli obiettivi della remunerazione, avviene prendendo a riferimento parametri di risultato e *performance* basati su modelli “*pay for performance*”.

Tale approccio, che si fonda su una visione della società *Shareholder oriented*, in cui lo scopo degli amministratori è quello di massimizzare gli utili per i soci, tende solitamente a considerare per la valutazione dei risultati degli amministratori quasi esclusivamente parametri di *performance* finanziaria.

Il legislatore comunitario, tuttavia, in ottica d'incentivazione di gestione *long term* dell'impresa, mediante la proposta di *Shareholder Rights Directive*, ha ora sottolineato la necessità di valutare i risultati degli amministratori anche sulla base di criteri non finanziari, “*inclusi i fattori ambientali, sociali e di governo*” (considerando 15).

Come giustamente evidenziato da autorevole dottrina, tale previsione sembra proporre una limitazione delle strategie *profit oriented*, sancendo la valorizzazione dell'interesse dell'impresa in chiave di neo-istituzionalismo

⁽⁵⁰³⁾ GAIA, *La remunerazione degli amministratori*, in Melis-Carta-Gaia, *I compensi basati su azioni*, cit., p. 59.

debole ⁽⁵⁰⁴⁾.

Tuttavia, il legislatore comunitario non ha introdotto un dovere giuridico in capo agli amministratori nella predisposizione della politica di remunerazione, piuttosto ha riconosciuto agli stessi la legittimazione a darsi carico anche degli interessi degli *stakeholders*, ma sempre in previsione di sviluppo del successo della società a beneficio del benessere dei suoi azionisti ⁽⁵⁰⁵⁾.

Il testo dell'art. 9-bis, comma 3, infatti, relativamente alla retribuzione variabile prescrive che la politica di remunerazione debba indicare i criteri da utilizzare basati sui risultati finanziari e non finanziari, tenendo conto, *se del caso*, dei programmi e dei risultati raggiunti in materia di responsabilità sociale d'impresa.

5.5. I compensi basati su azioni

A partire dagli anni '80 la politica retributiva è stata caratterizzata da un costante utilizzo delle azioni come componente della remunerazione degli amministratori, in quanto, in base all'“*Optimal Contracting Theory*”, esse rappresenterebbero un importante strumento per risolvere l'“*Agency Problem*”, dal momento che attribuiscono all'amministratore il medesimo “interesse proprietario” dei soci ⁽⁵⁰⁶⁾. Inoltre, l'attribuzione di azioni consentirebbe di fidelizzare l'amministratore e di incentivarlo a porre in essere solo comportamenti diretti a creare valore per la società nel medio-lungo periodo.

Tali compensi possono essere distinti, a seconda che prevedano o meno l'attribuzione di azioni, in piani *equity settled*, che comprendono le *stock*

⁽⁵⁰⁴⁾ Montalenti, *Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, cit., p. 4.

⁽⁵⁰⁵⁾ Tale affermazione sembra trovare conferma anche nell'assenza di previsioni sanzionatorie nel caso in cui non siano presi in considerazione fattori non finanziari.

⁽⁵⁰⁶⁾ Sul punto si v. JENSEN M.C.-MURPHY K.J., *Performance Pay and Top-Management Incentives*, in *Journal of Political Economy*, Vol. 98 No. 2, Apr. 1990, 225-264.

option e le *stock grant*, e piani *cash settled* ⁽⁵⁰⁷⁾, che comprendono le *phantom stock options* e gli *stock appreciation rights*.

Nello specifico, le *stock option* attribuiscono gratuitamente al beneficiario il diritto di acquistare, dopo un determinato periodo di maturazione, azioni della società a un prezzo predeterminato. Esse, peraltro, sono caratterizzate dai seguenti elementi: (i) il prezzo di esercizio (c.d. *strike price*), il quale è fissato al momento dell'assegnazione dell'opzione alla pari, sotto o sopra il valore dell'azione, in tal modo incidendo sul profilo incentivante, e può essere indicizzato; (ii) il periodo di maturazione (c.d. *vesting period*), che può essere rappresentato da un intervallo temporale ovvero dal raggiungimento di determinati obiettivi di *performance* o di bilancio; (iii) il periodo di esercizio (c.d. *exercise period*); (iv) periodo di *lock-up*, che consente all'impresa di evitare comportamenti speculativi da parte del beneficiario ⁽⁵⁰⁸⁾.

Il piano di *stock grant*, invece, consiste nell'attribuzione al beneficiario, a titolo gratuito o a un prezzo inferiore a quello di mercato, di azioni di nuova emissione o già detenute in portafoglio dalla società ⁽⁵⁰⁹⁾, che possono essere cedute immediatamente oppure dopo un determinato periodo di *vesting* ⁽⁵¹⁰⁾.

Diversamente dai piani appena descritti quelli *cash settled* si caratterizzano per il fatto di essere veri e propri *bonus* monetari legati all'incremento di valore delle azioni.

In particolare, le *phantom stock options*, che rappresentano sostanzialmente delle *stock option* virtuali, attribuiscono al beneficiario il diritto di ottenere una somma di denaro corrispondente alla differenza tra il prezzo di esercizio e quello di mercato delle azioni di riferimento al termine del periodo prefissato, eventualmente maggiorato dei dividendi distribuiti ai soci; mentre gli *stock*

⁽⁵⁰⁷⁾ Tali piani sono particolarmente utili in società dotate di scarsa liquidità (es. *start up* tecnologiche) che difficilmente riuscirebbero ad attirare *managers* qualificati.

⁽⁵⁰⁸⁾ Per approfondimenti si v. GAIA, *La remunerazione degli amministratori*, in Melis-Carta-Gaia, *I compensi basati su azioni*, cit., p. 72 ss.

⁽⁵⁰⁹⁾ Il beneficio monetario per l'amministratore è pari al valore dell'azione attribuita a titolo gratuito oppure alla differenza tra il valore di mercato dell'azione e il minor costo di acquisto.

⁽⁵¹⁰⁾ Nel caso in cui sia previsto un periodo di *vesting* si è in presenza di un *performance share plan*.

appreciation rights attribuiscono al beneficiario il diritto di ricevere una somma pari all'incremento del valore delle azioni in un intervallo di tempo prefissato ⁽⁵¹¹⁾.

⁽⁵¹¹⁾ Per approfondimenti si v. ZATTONI, *I piani di stock option per il top management*, in Zattoni-Airoldi (a cura di), *Piani di stock option. Progettare la remunerazione del management*, Milano, Egea, 2001, pp. 10 s.

Conclusioni

Alla luce delle riflessioni svolte nel presente lavoro, è possibile trarre le seguenti conclusioni.

La remunerazione dei *top manager* delle società quotate rappresenta un tema di fondamentale rilevanza, in quanto strettamente connesso al problema del “*buon governo societario*”.

Nel corso dell’analisi, infatti, è emerso che la “politica di remunerazione” rappresenta un aspetto cruciale della *governance* societaria, essendo un documento programmatico, elaborato dall’organo di amministrazione in considerazione del *business plan* e dei profili di rischio dell’impresa, capace di indirizzare il comportamento degli amministratori.

Ne deriva che il rapporto tra compensi elargiti ai *top managers* in base alla politica di remunerazione approvata e le *performance* raggiunte dalla società rappresenta un utile indicatore per valutare la corretta gestione da parte degli amministratori, nonché per dare un giudizio complessivo sul loro operato.

Gli scandali finanziari hanno dimostrato che la complessità della materia delle remunerazioni, rimessa alla competenza dell’organo di gestione, e l’ampia asimmetria informativa tra *manager* e azionisti hanno spesso agevolato condotte opportunistiche degli amministratori, interessati più al profitto personale che all’interesse sociale.

La maggior parte degli ordinamenti, compreso il nostro, è pertanto intervenuta in un primo momento sul procedimento di adozione delle politiche di remunerazione, da un lato accentuando il ruolo degli amministratori indipendenti, coinvolti mediante la partecipazione in un apposito Comitato endoconsiliare, e dall’altro lato, attribuendo all’assemblea il diritto di voto sulla politica di remunerazione (c.d. *Say-on-Pay*), peraltro, aumentando progressivamente anche gli *standards* di *disclosure* sulle remunerazioni e sulle decisioni.

Tuttavia, sotto la spinta del dibattito sociale e pubblico ⁽⁵¹²⁾, gli interventi legislativi sono proseguiti ed entrati anche nel merito della struttura della *executive compensation*, spingendo per certi aspetti verso una standardizzazione del suo contenuto e imponendo, in certi casi, finanche un tetto massimo alle remunerazioni o dei limiti tra componente fissa e variabile. Tale scelta appare criticabile, in quanto la struttura della remunerazione non può essere standardizzata, mutando a seconda del tipo di settore in cui opera la società, del ciclo di *business*, della struttura proprietaria e del grado di internazionalizzazione.

In altre parole, il dibattito sulle remunerazioni non si dovrebbe concentrare sul “quanto” del compenso dal momento che esso rimane indubbiamente un tema importante ma pur sempre secondario rispetto all’aspetto del “come” sono pagati i *manager*, vero cuore delle politiche di remunerazione e dei meccanismi di *governance* analizzati nel corso del presente lavoro ⁽⁵¹³⁾.

⁽⁵¹²⁾ Ad esempio, si v. le ampie critiche di REICH R.B., *Come salvare il capitalismo*, Roma, Fazi Editore, 2015, pp 165 ss., che analizza il declino contrattuale del ceto medio e la sperequazione tra classi sociali.

⁽⁵¹³⁾ Sul punto si v. JENSEN-MACKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, cit., i quali hanno sottolineato che l’importante “*is not about how much you pay, but how!*”.

BIBLIOGRAFIA

- ABOWD M.J. - BOGNANNO M.L., *International Differences in Executive and Managerial Compensation*, in FREEMAN R.B. – KATZ L.F. (edited by), *Differences and Changes in Wage Structures*, University of Chicago Press , 1995, 67-104
- ADAMS R.B., *What do Boards do? Evidence from Board Committee and Director Compensation Data*, March 13, 2003, EFA 2005 Moscow Meetings Paper
- AIELLO M., *Gli amministratori di società per azioni*, in P. RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto privato. Impresa e Lavoro*, Tomo VI°, Milanofiori Assago, Utet, 2013, pp. 1-137
- ALFIERO S. – VIGNATI F., *Financial P.R.. La comunicazione finanziaria nelle società quotate*, Milano, Giuffrè, 2014
- ALVES M.F.R. – KRAUTER E., *Remuneracao executiva: Existe contribuicao para a performance de organizacao?*, in *Globalizacion, Competitividad y Gobernabilidad/Globalization, Competitiveness and Governability*, Vol. 8 Issue 2, May-Aug. 2014, 55-69
- AMATUCCI, voce Amministrazione e controllo delle società per azioni, in *Enciclopedia del diritto*, Varese, Giuffrè, 2011
- AMATUCCI – MOLLO, *La remunerazione degli amministratori di banche e di imprese di investimento nella Direttiva 2013/36/UE*, in Cera-Lener (a cura di), *Remunerazioni e Manager. Uomini (d'oro) e no*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 2/2014
- AMESS K. – DRAKE L., *Executive remuneration and firm performance: evidence from a panel of mutual organisations*, September 2003
- ANGELICI C., *La società per azioni. I principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, 2012
- ANGELICI C., *L'interesse sociale tra contrattualismo e istituzionalismo*, intervento al Convegno organizzato dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale sul tema “L'Impresa e

- il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi*” tenutosi a Roma il 21-22 febbraio 2014
- ANGELILLIS A. – FORNARA E. – MALBERTI C. – REBOA M. – SANDRELLI G. – SIRONI E. – SOBRERO V. – VENTORUZZO M., *Le legge per la tutela del risparmio e il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate: i dati empirici più rilevanti*, in *Riv. dott. comm.*, 2007, fasc. 3s, pp. 113-196
- ANNUNZIATA, sub art. 114-bis t.u.f., in Fratini-Gasparri (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Milanofiori Assago, Utet, 2012
- ARRONDO GARCÍA R. – FERNÁNDEZ MÈNDEZ C., *Un análisis internacional de la política retributiva del CEO*, in *Universia Business Review*, 2014, Issue 43, pp. 36-57
- ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, 4^a Ed., Bologna, Il mulino, 2012
- ASSONIME, “*Analisi dello stato di attuazione del codice di autodisciplina delle società quotate*”, febbraio 2010
- ASSONIME, “*La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2015)*”, n. 10/2015
- ASSONIME, “*La disciplina sulla remunerazione delle società quotate*”, Circolare n. 8 del 26 marzo 2012
- AURELI S. – SALVATORI F., *An investigation on possible links between risk management, performance measurement and reward schemes*, in *Accounting and Management Information Systems* Vol. 11, No. 3, 2012, 306-334
- AZIM M.I. – AI MEI J.C. – RAHMAN S., *Executives’ remuneration and company performance: an evaluation*, in *Corporate Board: Role, Duties & Composition*, Vol. 7, Issue 2, 2011, pp. 15-31
- BAGLIONI M. – PRESCIANI C., *Nuova edizione del codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Società*, 2012, pp. 918-927
- BAIXAULI SOLER J.S. – SANCHEZ MARIN G., *Executive compensation and corporate governance in Spanish listed firms: a principal–principal*

- perspective*, Review of Managerial Science, January 2015, Vol. 9, Issue 1, pp. 115-140
- BALACHANDRAN S. – FERRI F. – MABER D., *Solving the executive compensation problem through shareholder votes? Evidence from the U.K.*, November 2007
- BAKER G.P. – JENSEN M.C. – MURPHY K.J., *Compensation and Incentives: Practice vs. Theory*, in *Journal of Finance*, Vol. 43 No. July 1988, 593-616
- BARACHINI F., *Il comitato per la remunerazione: attualità e prospettive della raccomandazione della Commissione europea 2009/385/CE*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, Giappichelli, 2010, 181-209
- BARANCHUK N. – MACDONALD G. – YANG J., *The Economics of Super Managers*, in *Review of Financial Studies*, Vol. 24 Issue 10, Oct. 2011, pp. 3321-3368
- BARKEMA H.G. – GOMEZ-MEJIA L.R., *Managerial Compensation and Firm Performance: a General Research Framework*, in *Academy of Management Journal*, 1998, 41(2)
- BECHUK L.A. – FRIED J.M., *Pay without Performance*, in F. SCOTT KIEFF E T.A. PAREDES (edited by), *Perspectives on Corporate Governance: Overview of the Iusses*, Cambridge, 2010, 117 ss.
- BECCHETTI, *Oltre l'homo oeconomicus*, Roma, Citta Nuova, 2009
- BEGHETTO A., *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2012, pp. 70 ss.
- BELCREDI, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, in *Riv. soc.*, 2005, pp. 354 ss.
- BELCREDI M. – BOZZI S. – CIAVARELLA A. – NOVEMBRE V., *Il meccanismo del say-on-pay in un contesto di proprietà concentrata. Il caso dell'Italia*, in *Quaderni di finanza - Consob*, n. 76, febbraio 2014
- BELOT F. – GINGLINGER È., *Rendre compte de la rémunération des*

- dirigeants. Qu'attendre du say on pay?*, in *Revue française de gestion*, Vol. 39 Issue 237, 2013, pp. 57-71
- BEN ALI C., *L'impact des attributs du conseil d'administration sur la rémunération du dirigeant*, in *Gestion* 2000, n. 4/2014, pp. 133-153
- BENASSI R., *Sub art. 2389 c.c.*, in A. MAFFEI ALBERTI (diretto da), *Commentario breve al diritto delle società*, ed. 3^a, Vicenza, Cedam, 2015, pp. 688-691
- BENDER R., *Executive Compensation Consultants*, in *The research handbook on executive pay*, edited by Jennifer Hill & Randall S. Thomas, Edgar Elgar, Forthcoming, 2012
- BENDER R., *How Executive Directors' Remuneration is Determined in Two FTSE 350 Utilities*, in *Corporate Governance: An International Review*, (2003), 11(3), pp. 206 ss.
- BENDER R., *Paying for Advice: The role of the remuneration consultant in UK listed companies*, in *Vanderbilt Law Review*, 2011, 64(2), pp. 361 ss.
- BENTIVEGNA A.M., *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123-ter T.U.F.*, *Riv. dir. imp.*, 2011, pp. 278 ss.
- BENTIVEGNA A.M., *Il problema dei compensi. Eccessività sopravvenuta e possibili rimedi*, relazione al Convegno organizzato dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale sul tema "L'Impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi" tenutosi a Roma il 21-22 febbraio 2014
- BERLE A. – MEANS G.C., *The modern corporation and private property*, Mecomillan, New York, 1932
- BERNARDO A.E. – CAI H. – LUO J., *Motivating Entrepreneurial Activity in a Firm*, in *Review of Financial Studies*, Vol. 22 Issue 3, Mar. 2009, pp. 1089-1118
- BERNSTEIN S. – MACDOUGALL A., *Say On Pay 2014: Losing Steam in Canada*,

consultabile all'indirizzo
http://www.osler.com/uploadedFiles/News_and_Resources/Publications/Guides/Planning_for_2015_%E2%80%93_a_2014_Canadian_Proxy_Season_Retrospective/Proxy-2014-Say-On-Pay-Canada.pdf

- BIANCA M., *Diritto civile. 3. Il contratto*, Milano, Giuffrè, 2000
- BIANCHI G., *Gli amministratori di società di capitali*, 2^a ed., Padova, Cedam, 2006
- BLACK D.E. – DIKOLLI S.S. - DYRENG S.D., *CEO Pay-for-Complexity and the Risk of Managerial Diversion from Multinational Diversification*, in *Contemporary Accounting Research*, Vol. 31 No. 1, 2014, pp. 103-135
- BOMPANI, *La tutela del risparmio*, Milano, FrancoAngeli, 2006
- BONAFINI A.L., *Compensi degli amministratori*, in *Amministratori* a cura di Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, Egea, 2005
- BONAFINI A.L., *I compensi degli amministratori di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2005
- BONELLI F., *Gli amministratori di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1985
- BONELLI F., *Gli amministratori di s.p.a. a dieci anni dalla riforma del 2003*, in M. VIETTI, *Le società commerciali: organizzazione, responsabilità e controlli. Profili applicativi a dieci anni dalla riforma "Vietti"*, Milanofiori Assago, Utet, 2014, pp. 63-185
- BONELLI F., *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 2004
- BOSSETTI, *Corporate governance e mercati globali*, FrancoAngeli, Milano, 2010
- BOZZI S., *La remunerazione manageriale. Lezione dalla crisi e proposte di riforma*, Milano, FrancoAngeli, 2011
- BRANDES P. – DEB P., *Executive Compensation and Corporate Governance: What Do We "Know" and Where Are We Going?*, in WRIGHT M. – SIEGEL D.S. – KEASEY K. – FILATOTCHEV I. (edited by.), *Corporate*

- Governance*, Oxford University Press, Oxford, 2013, pp. 222- 245
- BRATTON W., *Agency theory and incentive compensation*, in R.S. THOMAS – J.G. HILL (edited by), *Research Handbook on Executive Pay*, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton, 2012, 101-119
- BRATTON W., *Supersize Pay, incentive Compatibility, and the Volatile Shareholder Interest*, in F. SCOTT KIEFF E T.A. PAREDES (edited by), *Perspectives on Corporate Governance: Overview of the Issues*, Cambridge, 2010, 150 ss.
- BREIDA, sub *art. 2409-terdecies c.c.*, in Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti (a cura di), *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, Bologna, Zanichelli, 2009
- BRUNO S. – BIANCONI F., *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, *Riv. soc.*, 2014, pp. 1269 ss.
- BRUNS W. – MERCHANT K.A., *Misurare meglio per gestire meglio: una cura per la 'miopia' del management*, in *Contabilità analitica per l'attività di direzione* a cura di Bubbio, Unicopi, Milano, 1989
- BRUTTI N., *Remunerazione degli amministratori di società quotate e trasparenza*, in *Società*, 2005, pp. 1315 ss.
- BRUNO – BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedure, risultati, prospettive*, in *Riv. soc.*, 2014, pp. 1269-1307
- BUONOCORE V., *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 5-41
- BURNS N. – MINNICK K., *Does Say-on-Pay Matter? Evidence from Say-on-Pay Proposals in the United States*, in *Financial Review*, Vol. 48 Issue 2, May 2013, 233-258
- CAHN A. – MDONALD D.C., *Comparative Company Law. Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA*,

- Cambridge University Press, Cambridge, 2010
- CAI J. – WALKLING R.A., *Shareholders' Say on Pay: Does It Create Value?*, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 46 No. 2, Apr. 2011, 299-339
- CALANDRA BUONAURA V., *Crisi finanziaria, governo delle banche e sistemi di amministrazione e controllo*, in Benazzo-Cera-Patriarca (diretto da), *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, Torino, Giappichelli, 2011
- CALANDRA BUONAURA V., *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, pp. 535-560
- CAMELLINI, *Commento sub. Artt. 135-bis a 135-octies T.U.F.*, in F. Vella (a cura di), *Commentario al decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58 (T.U.F.) e successive modificazioni*, Torino, 2012
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, Milanofiori Assago, Utet, 2015
- CAMPOBASSO M., *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 2011, pp. 702-728
- CAPONE L. – LENER R. – GAUDIO G., *Novità in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nel settore bancario*, in www.dirittobancario.it, febbraio 2016
- CAPPIELLO, *I compensi variabili dei vertici bancari e l'Europa: un difficile rapporto*, in Cera-Lener (a cura di), *Remunerazioni e Manager. Uomini (d'oro) e no*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 2/2014
- CAPPIELLO S., *La remunerazione degli amministratori. "Incentivi azionari" e creazione di valore*, Milano, Giuffrè, 2005
- CAPOIELLO S. – MORERA U., *Del merito e delle ricompense dei vertici dell'impresa bancaria*, in *Analisi giuridica dell'Economia*, n. 2/2007
- CAPRIGLIONE, *La governance bancaria tra interesse d'impresa e regole prudenziali (disciplina europea e specificità della normativa italiana)*, in De Angelis-Martina-Urbani (a cura di), *La riforma societaria alla prova*

- dei suoi primi dieci anni*, Milano, Wolters Kluwer-Cedam, 2015
- CARPENTER J. – YERMACK D., *Executive Compensation and Shareholder Value: Theory and Evidence*, 1999
- CARRIELLO (a cura di), *Le operazioni con parti correlate*, Milano, Giuffrè, 2011
- CARIELLO, *Il sistema dualistico*, in Abriani – Cariello (a cura di), *Diritto dei sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, vol. 1, Torino, Giappichelli, 2012
- CASICCIA, *Il trionfo dell'élite manageriale*, Torino, Bollati Boringhieri, 2004
- CATANI S. – BRIAN T., *L'Executive compensation: principi, strumenti e tendenze*, in *Riv. dott. comm.*, 2014, fasc. 4, 729-741
- CECCHI P., *Gli amministratori di società di capitali*, Milano, Giuffrè, 1999
- CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il «sovrano» ha davvero abdicato?*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, pp. 133-162
- CERVIO E., *La Consob perde i poteri sulle stock option (Commento a decreto legislativo 29 dicembre 2006 n. 303)*, in *Guida al Diritto*, 2007, fasc. 4, 84-88
- CERVIO E., *Società quotate: sulla remunerazione dei manager l'assemblea decide in linea con l'unione europea. Solo consultivo il voto espresso dai soci in ordine alla relazione sui "compensi" (Commento a d.lg. 30 dicembre 2010, n. 259)*, in *Guida al diritto*, fasc. 9, 2011, pp. 18-21
- CHIAPPETTA, *Gli amministratori indipendenti e gli amministratori di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009, pp. 852 ss.
- CLEMENTE, *Sub art. 53 Vigilanza regolamentare*, in Capriglione (diretto da), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, Cedam, vol. II, 2012
- CODAZZI, *Gli azionisti e la società nel modello europeo di cd. "say on pay": alcuni spunti di riflessione alla luce dell'art. 123-ter, comma 6, TUF*, relazione al VII° Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del Diritto

Commerciale”, sul tema “L’influenza del diritto europeo sul diritto commerciale italiano: valori, principi, interessi”, tenutosi a Roma il 26-27 febbraio 2016

COFFEE J.C. JR., *A Theory of Corporate Scandals: Why the US and Europe Differ*, in J. ARMOUR – J.A. MCCAHERY (edited by), *After Enron. Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, Hart Publishing, Oxford-Portland, 2006, pp. 215-233

COFFEE J.G. JR., *BAIL-INS VERSUS BAIL-OUTS: Using Contingent Capital To Mitigate Systemic Risk*, Working Paper No. 380, October 22, 2010

COFFEE J.C. JR., *The political economy of Dodd-Frank: why financial reform tends to be frustrated and systemic risk perpetuated*, in working paper, 2012

CONFORTI C., *Nomina e revoca degli amministratori di società*, in *Trattati a cura di Paolo Cendon*, Milano, Giuffrè, 2012

CONFORTI C., *La responsabilità civile degli amministratori di società per azioni*, in *Trattati a cura di Paolo Cendon*, Milano, Giuffrè, 2007

CONFORTINI C., *Stock option e bonus tra rischio d’impresa e rischio sistemico*, in *Contratto e impresa*, 2011, pp. 978-1013

CONTI V., *Sistemi di remunerazione, incentivi e corporate governance: alcune riflessioni sulla recente crisi*, in C. AMATUCCI (a cura di), *La remunerazione degli amministratori nelle società di capitali*, Milano, 2010, pp. 79 ss.

CONYON M.J., *Executive Compensation Consultants and CEO Pay*, in *Vanderbilt Law Review*, 2011, 64(2), pp. 399-428

CONYON M.J. – HE L., *Compensation Committees and CEO Compensation Incentives in U.S. Entrepreneurial Firms*, in *Journal of Management Accounting Research*, December 2004, Vol. 16, n. 1, pp. 35-56

CONYON M.J. – PECK S.I., *Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation*, in *ACAD MANAGE J*, April 1, 1998, 41:2, pp. 146-157

- CONYON M.J. – PECK S.I. – SADLER G.V., *New perspectives on the governance of executive compensation: an examination of the role and effect of compensation consultants*, in *Journal of Management and Governance*, February 2011, 15(1), pp. 29 ss.
- CORAPI D., *I sistemi di amministrazione e controllo nella riforma delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, pp. 195-207
- CORE J.E. - GUAY W.R., *Is CEO Pay Too High and Are Incentives Too Low? A Wealth-Based Contracting Framework*, in *Academy of Management Perspectives.*, Vol. 24 Issue 1, Feb 2010, pp. 5-19
- COSTANZO-PRIORI-SANGUINETTI, *Governance e tutela del risparmio*, Milano, Vita e pensiero, 2007
- COUGHLAN A.T. – SCHMIDT R.M., *Executive Compensation, Management Turnover and Firm Performance, An Empirical Investigation*, in *Journal of Accounting and Economics*, 1985, vol. 7, issue 1-3, pp. 43-66
- CRESPÍ CLADERA R. – PASCUAL FUSTER B., *Executive directors' pay, networks and operating performance: The influence of ownership structure*, in *J. Account. Public Policy*, Vol. 34 Issue 2, Mar-Apr. 2015, pp. 175-203
- DATTA S. – D'MELLO R. – ISKANDAR-DATTA M., *Executive compensation and internal capital market efficiency*, *J. Finan. Intermediation* 18 (2009), pp. 242–258
- CUTILLO – FONTANA, *Compendio sulla normativa relativa i compensi degli amministratori e dei manager aziendali*, FrancoAngeli, Milano, 2015
- DAVIES P., *Enron and Corporate Governance Reform in the UK and the European Community*, in J. ARMOUR – J.A MCCAHERY (edited by), *After Enron. Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, Hart Publishing, Oxford-Portland, 2006, pp. 415-444
- DAVIS A. – LAWRENCE M., *CEO Pay Continues to Rise as Typical Workers Are Paid Less*, June 12, 2014

- DENOZZA, *I requisiti d'indipendenza*, 2005, consultabile all'indirizzo www.nedcommunity.com
- DE CRESCIENZO, *Gli amministratori nel sistema tradizionale*, in *Le nuove s.p.a.* diretta da Cagnasso-Panzani, Bologna, Zanichelli, 2010
- DELL'ATTI – INTONTI – IANNUZZI, *I comitati di remunerazione nelle banche europee: un'analisi del grado di efficacia*, in *BIS*, n. 2/2012, p. 191-232
- DEL SORDO, *La pianificazione economico-finanziaria*, in *Strumenti per il controllo di gestione* a cura di Del Sordo-Siboni-Visani, FrancoAngeli, Milano, 2012
- DE SANTIS I., *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, Milano, Cedam, 2011
- DEUTSCH Y. – KEIL T. – LAAMANEN T., *A dual agency view of board compensation: the joint effects of outside director and CEO stock options on firm risk*, in *Strategic Management Journal*, 32/2010, pp. 212-227
- DEVA S., *Regulating Corporate Human Rights Violations*, Routledge, London-New York, 2012
- DITTMEIER C., *La governance dei rischi*, Egea, Milano, 2015
- DI DONATO, *Gli amministratori indipendenti. corporate governance, earnings management*, Pola, Luiss. Guido Carli, 2012
- DI GRAVIO D., *L'amministratore che non presta cauzione*, in *Dir. fall.*, I, 1980, pp. 247-250
- DI NANNI C., *La vigilanza degli amministratori sulla gestione nella società per azioni*, Napoli, Jovene, 1992
- DI NICOLATONIO, *Gli amministratori indipendenti di società quotate: profili di disciplina*, Napoli-Roma, 2011
- DI NOIA – LAFRANCHINI – MILIČ, *La remunerazione degli amministratori nell'autodisciplina delle società quotate*, in *Manuale di Executive Compensation e Corporate Governance*² a cura di Cutillo e Fontana, Milano, FrancoAngeli, 2015

- DI SABATO F., *Diritto delle società*, ed. 2^a, Milano, Giuffrè, 2005
- DI SABATO, *Manuale delle società*, ed. 5^a, Torino, Utet, 1995
- DONATI – VOLPE PUTZOLU, *Manuale di diritto delle assicurazioni*, Milano, Giuffrè, 2012
- EISDORFER A. – GIACCOTTO C. – WHITE R., *Capital structure, executive compensation, and investment efficiency*, in *Journal of Banking and Finance*, v. 37, iss. 2, Feb. 2013, pp. 549-562
- EISENHARDT K.M., *Agency Theory: An Assessment and Review*, in *ACAD MANAGE REV*, January, 1989, vol. 14, n. 1, pp. 57-74
- ELLUL A. – WANG C. – ZHANG K., *Labor Unemployment Risk and CEO Incentive Compensation* (May 1, 2015)
- ENRIQUES L., *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, intervento all'evento organizzato presso il Dipartimento di Economia dell'Università di Trento il 3 novembre 2011
- ENRIQUES L. – HANSMANN H. – KRAAKMAN R., *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, in AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Second Edition, Oxford, 2009, pp. 75 ss.
- ERTIMUR Y. – FERRI F. – OESCH D., *Shareholder Votes and Proxy Advisors: Evidence from Say on Pay*, in *Journal of Accounting Research*, Vol. 51, No. 5 December 2013, pp. 951-996
- EZZAMEL M. – WATSON R., *Executive Remuneration and Corporate Performance*, in KEASEY K. – WRIGHT M. (edited by), *Corporate Governance*, Wiley, Chichester, 1997, pp. 61-92
- FAIRFAX L.M., *Sue on Pay: Say on Pay's impact on Directors' fiduciary duties*, in *Arizona Law Review*, Vol. 55 Issue 1, 2013, pp. 1-51
- FERNANDES N. – FERREIRA M.A. – MATOS P. – MURPHY K.J., *Are U.S. CEOs Paid More? New International Evidence*, in *The Review of Financial Studies*, vol. 26 n. 2, 2013, pp. 323-367
- FERRARINI G., *Grandi paghe, piccoli risultati: "rendite" dei managers e*

- possibili rimedi (a proposito di un libro recente)*, in *Riv. soc.*, 2005, pp. 879-890
- FERRARINI G., *Ruolo degli amministratori indipendenti e Lead Independent Director*, in *La Corporate Governance e il risparmio gestito*, 2006, consultabile all'indirizzo www.assogestioni.it
- FERRARINI G. – MOLONEY N., *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, in *Riv. soc.*, 2005, pp. 588-624
- FERRARINI G. – MOLONEY N. – UNGUREANU M.C., *Executive Remuneration in Crisis: A Critical Assessment of Reforms in Europe*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2010
- FERRARINI G. – MOLONEY N. – UNGUREANU M.C., *Understanding Directorrrs' Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis*, (June 9, 2009), ECGI - Law Working Paper No. 126/2009
- FERRARINI G. – SIRI M., *Le politiche di remunerazione nelle banche tra principi e regole*, in Cera-Lener (a cura di), *Remunerazioni e Manager. Uomini (d'oro) e no*, in *Analisi giuridica dell'Economia*, n. 2/2014
- FERRI F. – MABER D.A., *Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK*, in *Review of Finance*, Vol. 17 Issue 2, Apr. 2013, pp. 527-563
- FERRO LUZZI, *Indipendente [...] da chi)?; da cosa?*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 204 ss.
- FICH E.M. – STARKS L.T. – YORE A.S., *CEO deal-making activities and compensation*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 114 Issue 3, Dec. 2014, pp. 471-492
- FONDAZIONE ARISTEIA, *Il Sistema di amministrazione e controllo monistico*, documento n. 67, 2006
- FRANZONI M., *Società per azioni. Tomo III. Dell'amministrazione e del controllo*, Zanichelli-Forot It., Bologna-Roma, 2008
- FRANZONI S., *Governance e trasparenza nei sistemi di remunerazione. Una*

- comparazione internazionale*, Milano, FrancoAngeli, 2007
- FRÈ, *Società per azioni*, in *Comm. Scialoja-Branca*, ed. 5^a, Zanichelli-Foro It., Bologna-Roma, 1982
- FRYDMAN C. – JENTER D., *CEO Compensation*, 10 febbraio 2008
- GARRIDO J.M., *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate nell'ordinamento spagnolo*, in Sarcina e García Cruces J.A. (a cura di), *L'attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario italiano e spagnolo a confronto*, Bari, Cacucci Editore, 2010
- GASPARRI, *Atti giuridici complessi*, Pisa, 1939
- GENCO, *Corporate governance. Sistemi e strutture di governo dell'impresa*, Torino, Giappichelli, 2014
- GENGHINI L. – SIMONETTI P., *Le società di capitali e le cooperative*, Tomo primo, Padova, Cedam, 2015
- GERAKOS J.J. – PIOTROSKI J.D. – SRINIVASAN S., *Do US Market Interactions Affect CEO Pay? Evidence from UK Companies*, Working Paper Harvard Business School, 2011
- GHEZZI, *Commento all'art. 2409-undecies c.c.*, in *Amministratori* a cura di Ghezzi, in Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, Giuffrè-Egea, 2005, p. 68
- GHINI A., *I rischi di "insider trading" nell'assegnazione di azioni a dipendenti ed amministratori*, in *Società*, 2007, pp. 565-570
- GIANNELLI, sub *art. 2389 c.c.*, in *Abbadessa – Portale* (diretto da), *Le Società per azioni*, Tomo I, Milano, Giuffrè, 2016
- GIGLIOTTI M., *The compensation of top managers and the performance of Italian firms*, in *The International Journal of Human Resource Management*, Vol. 24, No. 4, February 2013, pp. 889-903
- GOH L. – GUPTA A., *Executive Compensation, Compensation Consultants, and Shopping for Opinion: Evidence from the UK*, in *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, October 2010, 25(4), pp. 607-643

- GOH L. – GUPTA A., *Remuneration of non-executive directors: Evidence from the UK*, in *The British Accounting Review*, Jan. 2015, pp. 1-21
- GORDON, "Say On Pay": *Cautionary notes on the U.K. experience and the case for shareholder opt-in*, in *Harvard Journal on legislation*, 46, 2009, pp. 323 ss.
- GIRMA S. – THOMPSON S., WRIGHT P.W., *Corporate Governance Reforms and Executive Compensation Determination: Evidence from the UK*, consultabile all'indirizzo <http://web.warwick.ac.uk/res2003/papers/ThompsonS.pdf>
- GRAZIANI – CRISCIMANNI, *Evoluzione della corporate governance in Europa*, consultabile all'indirizzo www.ojs.romatrepress.uniroma3.it
- GREGG P. – JEWELL S. – TONKS I., *Executive Pay and Performance: Did Bankers' Bonuses Cause the Crisis?*, 2011
- GREGORY SMITH I., *Chief Executive Pay and Remuneration Committee Independence*, in *Oxford Bulletin of Economics & Statistics*, August 2012, Vol. 74, Issue 4, pp. 510-531
- GUACCERO, Sub *artt. 2409-octies/2409-quinduesdecies c.c.*, in Niccolini – Stagno D'Alcontres (a cura di), *Società di capitali. Il nuovo ordinamento aggiornato al d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37*, Napoli, Jovene, 2004
- GUERRIERI, *La nullità delle delibere assembleari di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2009
- GUEST P.M., *Board Structure and Executive Pay: Evidence from the UK*, consultabile all'indirizzo <http://epubs.surrey.ac.uk/714001/3/SSRN%20Version%20July%202012.pdf>
- GUTHRIE K. – SOKOLOWSKY J. – WAN K.M., *CEO Compensation and Board Structure Revisited*, in *Journal of Finance*, Vol. 67 Issue 3, Jun 2012, pp. 1149-1168
- HAHN P. D. – LASFER M., *The compensation of non-executive directors:*

- rationale, form, and findings*, in *Journal of Management & Governance*, November 2011, Vol. 15 Issue 4, pp. 589-601
- HE Z., *Optimal Executive Compensation when Firm Size Follows Geometric Brownian Motion*, in *Review of Financial Studies*, Vol. 22 Issue 2, Feb. 2009, pp. 859-890
- HEMPHILL T.A., *The U.S. Shareholder Say-On-Pay Vote: What are the First Year Results?*, in *Review of Business*, Vol. 32 Issue 2, pp. 2012, 82-90
- HENDERSON A.D. – FREDRICKSON J.W., *Top management team coordination needs and the ceo pay gap: a competitive test of economic and behavioral views*, in *Academy of Management Journal*, Vol. 44 Issue 1, Feb. 2001, pp. 96-117
- HENDERSON D. – FRASER D., *Why Canada should adopt Mandatory Say-On-Pay*, January-February 2014
- HERMANSON D.R. – TOMPKINS J.G.-VELIYATH R.-YE Z., *The Compensation Committee Process*, in *Contemporary Accounting Research*, vol. 29, n. 3, 2012
- HODAK M., *Alignment Exposed: Letting Go of Norm: How Executive Compensation Can Do Better Than “Best Practices”*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 2005, 17(4), pp. 115 ss.
- IANNUZZI A.P., *Le politiche di remunerazione nelle banche tra regolamentazione e best practice*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2013
- IDI CHEFFOU A., *Composition du conseil d'administration et rémunérations incitatives des dirigeants*, in *Revue Management et Avenir*, Issue 71, Jul.-Aug., pp. 17-35
- IRRERA M., *Profili di corporate governance della società per azioni tra responsabilità, controlli e bilancio*, Milano, Giuffrè, 2009
- JAEGER P.G., *Determinazione del compenso dell'amministratore e conflitto di interessi*, in *Giur. comm.*, 1980, II, pp. 396 ss.
- JENSEN M.C. – MURPHY K.J., *Performance Pay and Top-Management*

- Incentives*, in *Journal of Political Economy*, Vol. 98 No. 2, Apr. 1990, pp. 225-264
- JENSEN M.C. – MACKLING K.J., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, October, 1976, vol. 3, n. 4, pp. 305-360
- JI YONG-YEON., *Top management team pay structure and corporate social performance*, in *Journal of General Management*, Vol. 40 No. 3, 2015, pp. 3-20
- JONES B. - BURCHMAN S., *Righting the Say-on-Pay Ship After a 'No' Vote*, in *Corporate Governance Advisor*, Vol. 22 Issue 1, 2014, pp. 1-6
- JOUBER H. – FAKHFAKH H., *Rémunérations incitatives et gestion des résultats: une comparaison internationale*, 19 May 2014
- JU N. – LELAND H. – SENBET L.W., *Options, option repricing in managerial compensation: Their effects on corporate investment risk*, in *Journal of Corporate Finance*, Vol. 29, Dec. 2014, pp. 628-643
- KAPLAN S.E. – SAMUELS J.A. – COHEN J., *An Examination of the Effect of CEO Social Ties and CEO Reputation on Nonprofessional Investors' Say-on-Pay Judgments*, in *Journal of Business Ethics*, Vol. 126 Issue 1, Jan 2015, pp. 103-117
- KARDIS II P.J. – EARLE J.E. – SMITH R.K., *Being Responsive to Stockholders and Avoiding Say-on-Pay Lawsuits – Shareholder Outreach and Executive Compensation Disclosure*, in *Benefits Law Journal*, Vol. 25 No. 2, 2012, pp. 65-72
- KEASEY K. – WRIGHT M., *Corporate Governance, Accountability and Enterprise*, in KEASEY K. – WRIGHT M. (edited by), *Corporate Governance*, Wiley, Chichester, 1997, pp. 1-22
- KOSTIANDER L. – IKÄHEIMO S., *"Independent" Consultants' Role in the Executive Remuneration Design Process under Restrictive Guidelines*, in *Corporate Governance: An International Review*, 2012
- KRAUSE R. – WHITLER K.A. – SEMADENI M., *Power to the Principals! an*

- experimental look at shareholder say-on-pay voting*, in *Academy of Management Journal*, Vol. 57, No. 1, 2014, pp. 94-115
- LARCKER D.F. - MCCALL A.L. - ORMAZABAL G., *The Economic Consequences of Proxy Advisor Say-on-Pay Voting Policies*, in *Working Papers - Stanford Graduate School of Business*, 2014, pp. 1-51
- LAVINE R., *The Corporate Governance of Banks: A Concise Discussion of Concepts and Evidence*, Policy Research Working Papers. September 2004
- LEE J., *Regulatory Regimes and Norms for Directors' Remuneration: EU, UK and Belgian Law Compare*, in *European Business Organization Law Review*, Vol. 13 Issue 4, Dec. 2012, pp. 599-637
- LENER, *Gli amministratori indipendenti*, in G. Scognamiglio (a cura di), *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 2003
- LESSAMBO F.I., *The International Corporate Governance System*, Palgrave Macmillan, London, 2014
- LIBERTINI, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale dell'impresa*, in rivista telematica dell'Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale, 30 novembre 2013
- LIE E., *On the Timing of CEO Stock Options Awards*, in *Management Science*, 2005, 51, pp. 802-812
- LIEBEL J., *The Increased Risk in CEO Pay: A Response to Paul Krugman*, 2003
- LIEDER J. – FISCHER P., *The Say-on-Pay Movement – Evidence From a Comparative Perspective*, *European Company and Financial Law Review*, 2011, vol. 8, Issue 3, pp. 376-421
- LIN H.C. – CHOU T.K. – WANG W.G., *Capital structure and executive compensation contract design: A theoretical and empirical analysis*, in *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36 Issue 1, Jan. 2012, pp- 209-224
- MAGNANI M., *Commento sub art. 2383 c.c.*, in A. MAFFEI ALBERTI (diretto

- da), *Commentario breve al diritto delle società*, ed. 3^a, Vicenza, Cedam, 2015, pp. 649-664
- MALLIN C. – MELIS A. – GAIA S., *The remuneration of independent directors in the UK and Italy: An empirical analysis based on agency theory*, in *International Business Review*, Vol. 24 Issue 2, April 2015, pp. 175-186
- MANGEN C. – MAGNAN M., “*Say on Pay*”: *A Wolf in Sheep’s Clothing?*, in *Academy of Management Perspectives*, Vol. 26 Issue 2, May 2012, pp. 86-104
- MARCHETTI P., *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, in *RDS*, 2012, n. 1, pp. 37-43
- MARCHETTINI P., *La remunerazione del top management in Europa: eccessi, crisi, reazioni e convergenze*, in Cera-Lener (a cura di), *Remunerazioni e manager. Uomini (d’oro) e no*, *Analisi giuridica dell’Economia*, n. 2/2014
- MARRIS L.R., *La teoria economica del capitalismo manageriale*, Torino, Einaudi, 1972
- MAUGERI M., *Le deliberazioni assembleari «consultive» nelle società per azioni*, in *Società, banche e crisi d’impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, vol. 1, Milanofiori Assago, Utet, 2014, pp. 823-845
- MAUGERI M., *Le deliberazioni assembleari “consultive” nelle società per azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2014, pp. 143-161
- MEHRAN H., *Executive compensation structure, ownership, and firm performance*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, 1995, pp. 163-184
- MELIS A. – CARTA S. – GAIA S., *I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche*, Milano, Giuffrè, 2011
- MELIS A. – CARTA S. – GAIA S., *Directors’ remuneration: A comparison of Italian and UK non-financial listed firms’ disclosure*, in *The British Accounting Review* 47 (2015), pp. 66-84
- MICHIELI, *La gestione del conflitto d’interessi nelle operazioni con parti*

- correlate*, Milano, Giuffrè, 2016
- MILGROM P. – ROBERTS J., *Economics, Organization, and Management*, NJ, Prentice-Hall, 1992
- MILLON D., *Enlightened Shareholder Value, Social Responsibility, and the Redefinition of Corporate Purpose Without Law*, (June 16, 2010), in *Washington & Lee Legal Studies Paper No. 2010-11*
- MINERVINI G., *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1956
- MIZUTANI F. - NAKAMURA E., *Managerial incentive, organizational slack, and performance: empirical analysis of Japanese firms' behavior*, in *Journal of Management & Governance*, Vol. 18 Issue 1, Feb. 2014, pp. 245-284
- MONT J., *Why Are Firms Still Losing Say-on-Pay Votes?*, in *Rules&Regulations*, Vol. 10 Issue 114, July 2013, pp. 18-19
- MONTALENTI P., *Il sistema dei controlli interni nel sistema assicurativo*, in *Assicurazioni*, 2013, pp. 193-215
- MONTALENTI P., *L'amministrazione sociale dal testo unico alla riforma del diritto societario (Relazione al Convegno "La riforma del diritto societario", Courmayeur 27-28 settembre 2002)*, in *Giur. comm.*, 2003, pp. 422-446
- MONTALENTI P., *Persona giuridica, gruppi di società, Corporate Governance*, Padova, Cedam, 1999
- MONTALENTI P., *Società per azioni, Corporate Governance e Mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2011
- MONTALENTI P. – BALZOLA S., *La società per azioni quotata*, Bologna, Zanichelli, 2010
- MOSCO G.D., *Commento all'art. 2389 c.c.*, in G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, pp. 634-640
- MUCCIARELLI F.M., *I compensi agli amministratori esecutivi nelle società quotate: uno sguardo comparatistico a Regno Unito, Germania e Stati Uniti d'America*, in *Remunerazioni e Manager. Uomini (d'oro) e no a*

- cura di Cera e Lener, in *Analisi giuridica dell'economia*, n. 2/2014
- MURPHY K.J., *Executive Compensation*, in *Handbook of Labor Economics*, Vol. 3B, edited by Ashenfelter and Card, Elsevier: Amsterdam., 1999
- MURPHY K.J., *Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There*, Aug. 2012
- MURPHY K.J., *Regulating Banking Bonuses in the European Union: a Case Study in Unintended Consequences*, in *Eur Financial Management*, 2013
- MURPHY K.J., *The politics of pay: a legislative history of executive compensation*, in R. S. THOMAS – J. G. HILL (edited by), *Research Handbook on Executive Pay*, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton, 2012, pp. 11-40
- MURPHY K.J. – SANDINO T., *Executive Pay and 'Independent' Compensation Consultants*, in *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 49(3), pp. 247 ss.
- NAZZICONE L., *Codice di autodisciplina delle società quotate: le nuove clausole*, in *Riv. dir. imp.*, 2002, pp. 689-697
- NGUYEN B.D. – NIELSEN K.M., *What Death Can Tell: Are Executives Paid for Their Contributions to Firm Value?*, in *Management Science*, Vol. 60 Issue 12, Dec. 2014, pp. 2994-3010
- NIGRO A., *Le remunerazioni degli amministratori e degli altri dirigenti delle banche*, in Di Cataldo (a cura di), *La governance delle società bancarie*, Milano, Giuffrè 2014
- NUZZO, *Le ragioni dei nuovi sistemi di amministrazione e controllo della società per azioni*, in Panzironi (a cura di), *Riforma delle società in Italia: interventi e discussioni*, Roma, Luiss University Press, 2004
- ODORIZZI C., *Amministratori di società*, in *Gli speciali del Sistema Frizzera*, Carsoli, Gruppo24Ore, n. 4, settembre 2011
- OLIVIERI, *Amministratori «indipendenti» e «di minoranza» nella legge sulla tutela del risparmio*, in *A.G.E.*, 1, 2006, pp. 23-32
- OLIVIERI, *I controlli «interni» nelle società quotate dopo la legge sulla tutela*

- del risparmio*, in questa *Rivista*, 2007, I, pp. 409 ss.
- OTTO C.A., *CEO optimism and incentive compensation*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 114 Issue 2, Nov. 2014, 366–404
- PALETTA D. – LUCCHETTI A., *Law Remakes U.S. Financial Landscape*, in *Wall Street Journal*, July 22, 2010
- PALO, *Manager, flop del tetto agli stipendi. Lo aggirano una società pubblica su tre*, in *Il Resto del Carlino*, 2 marzo 2016
- PAULOVICH G., *Do “Say-on-Pay” Votes Say Anything about Director Fiduciary Duties?*, in *Wayne Law Review*, Vol. 59, Issue 2, 2013, pp. 875-894
- PEPPER A. – GORE J., *Behavioral agency theory: new foundations for theorizing about executive compensation*, in *Journal of management*, Aug. 2013, consultabile all’indirizzo <http://eprints.lse.ac.uk/47569/>
- PERLINGERI P., *Manuale di diritto civile*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2014
- PERSONS O.S., *Stock Option and Cash Compensation of Independent Directors and Likelihood of Fraudulent Financial Reporting*, in *Journal of Business & Economic Studies*, Vol. 18, No. 1, Spring 2012, pp. 54-74
- PETITTI P., *Appunti sull’adeguatezza dell’assetto organizzativo*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, pp. 585-602
- PILATI A., *Lavoro e funzione negli amministratori di società per azioni*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2012
- PILATI M. – TOSI H.L., *Comportamento organizzativo: attori, relazioni, organizzazione*, management, Milano, 2008
- PISANI MASSAMORMILE M., *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 237 ss.
- PISANI MASSAMORMILE M., *Sub Art. 2389 c.c.*, in GABRIELLI E. (diretto da), *Commentario del Codice Civile. Delle società - dell’azienda - della concorrenza (artt. 2379-2451)*, Milanofiori Assago, Utet, 2015, pp. 259-318

- PISANI MASSAMORMILE, *Uno sguardo (appena un po' indiscreto) sui pagamenti, diversi da quelli di cui parla l'art. 2389 c.c., della s.p.a. in favore dei propri amministratori, della s.p.a. in favore dei propri amministratori*, in *RDS*, 2010, pp. 567 ss.
- PITTINO D. – VIGANÒ R. – ZATTONI A., *La retribuzione del top management: incentivi, carriera e governance*, Milano, Egea, 2013
- 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.*, 2009, I, pp. 128-146
- POLI S., *I meccanismi societari di attuazione dei piani di stock option e stock grant*, in Ragalli (a cura di), *Stock option e incentivazione del management*, Milano, IlSole24Ore, 2003
- POSNER E.A., *Chicago Lectures in Law and Economics*, Foundation Press, New York, 2000
- PRESTI – MACCA – BRUNI, *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *A.G.E.*, 1, 2003, pp. 23 ss.
- PROTIVITI, *Il ruolo del consiglio di amministrazione nel governo dei rischi aziendali*, giugno 2014, consultabile all'indirizzo www.protiviti.it
- RABITI M. – SPATOLA P., *Commento all'art. 123-ter del T.U.F.*, in FRATINI M. e GASPARRI G. (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Tomo 2, Milanofiori Assago, Utet, 2012, pp. 1706-1719
- REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in Abbadessa – Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, Utet, 2006, vol. 2, pp. 383-438
- REICH R.B., *Come salvare il capitalismo*, Roma, Fazi Editore, 2015
- RENNEBOOG L. – TROJANOWSKI G., *Governance codes, managerial remuneration and disciplining in the UK: a history of governance reform failure*, in R. S. THOMAS – J. G. HILL (edited by), *Research Handbook on Executive Pay*, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton, 2012, pp. 73-100

- RIMINI, *Gli amministratori indipendenti nella proposta di regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2009, I, pp. 587 ss.
- RIOLFO, *Il sistema dualistico*, Padova, Cedam, 2013
- ROCHE J., *Corporate Governance in Asia*, Routledge, London-New York, 2005
- RORDORF, *Gli amministratori indipendenti*, in questa *Rivista*, 2007, I, pp. 143 ss.
- ROSSI G., *La metamorfosi della società per azioni*, in BRESCIA F. - TORCHIA L. - ZOPPINI A. (a cura di), *Metamorfosi del diritto delle società? Seminario per gli ottant'anni di Guido Rossi*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2012, pp. 13-24
- RYNES S.L. – GERHART B. – MINETTE K.A., *The importance of pay in employee motivation: discrepancies between what people say and what they do*, in *Human Resource Management*, Vol. 43 No. 4, 2004, pp. 381-394
- SALANITRO, *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1, 2008, I, pp. 1 ss.
- SALY P.J., *Repricing Executive Stock Options in a Down Market*, in *Journal of Accounting and Economics*, 1994, 18, pp. 325-356
- SAKAWA H. – MORIYAMA K. – WATANABEL N., *Relation between Top Executive Compensation Structure and Corporate Governance: Evidence from Japanese Public Disclosed Data*, in *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 20 Issue 6, Nov. 2012, pp. 593-608
- SANTI, *Sub art. 2409-terdecies c.c.*, in Maffei Alberti, *Commentario breve al diritto delle società*, 2^a ed., Padova, Cedam, 2011
- SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, Jovene, 1997
- SANTOSUOSSO D.U., *Conflitti di interessi nella remunerazione degli*

- amministratori*, in A. SARCINA e J.A. GARCÍA CRUCES (a cura di), *L'attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario italiano e spagnolo a confronto*, Bari, 2010, pp. 129 ss.
- SANTOSUOSSO D.U., *I compensi dei componenti degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche*, in CARRIELLO V. (a cura di), *Le operazioni con parti correlate*, Milano, Giuffrè, 2011, pp. 31-44
- SANTOSUOSSO D.U., *Il principio di ragionevolezza nella disciplina della remunerazione degli amministratori*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, II, Torino, 2006, pp. 361 ss.
- SANTOSUOSSO D.U., *La remunerazione degli amministratori: nuove norme per "sanare" le cattive prassi*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, pp. 341-351
- SARALE, *Il nuovo volto dell'assemblea sociale*, in AA.V.V., *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, Torino, Giappichelli, 2003
- SCHMIDT R.N., *Discussant Comment on An Examination of the Effect of CEO Social Ties and CEO Reputation on Nonprofessional Investors' Say-on-Pay Judgments*, by Steve Kaplan, Janet Samuels, Jeffrey Cohen, in *Journal of Business Ethics*, Vol. 126 Issue 1, Jan. 2015, pp. 119-123
- SCHNEIDER P.J., *The Managerial Power Theory of Executive Compensation*, in *Journal of Financial Service Professionals*, Vol. 67 Issue 3, May 2013, pp. 17-22
- SCHULTZ E. – TIAN G.Y. – TWITE G., *Corporate Governance and the CEO Pay-Performance Link: Australian Evidence*, in *International Review of Finance*, Vol. 13 Issue 4, 2013, pp. 447-472
- SHEEHAN K. M., *The Regulation of Executive Compensation. Greed, accountability and say on pay*, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton, 2012
- SHIN J.Y. – KANG S.C. – HYUN J.H. – KIM B.J., *Determinants and Performance Effects of Executive Pay Multiples: Evidence from Korea*, in *Industrial & Labor Relations Review*, Vol. 68 Issue 1, January 2015, 53-78

- SHLEIFER A. – VISHNY R., *A Survey of Corporate Governance*, in *Journal of Finance*, n. 52, 1997
- SHORNO A., *Les dessous de L'Empir du Mal*, Éditions Baudelaire, 2015
- SMITH G.I., *Chief executive pay and remuneration committee Independence*, in *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 2012, vol. 74, n. 4, pp. 510-531
- SIRI, *La politica di remunerazione per le imprese assicurative nel sistema prudenziale europeo di Solvency II*, in Cera-Lener (a cura di), *Remunerazioni e manager. Uomini (d'oro) e no*, in *Analisi giuridica dell'economia*, n. 2/2014
- SIRONI, *Commento art. 2387 c.c.*, in Ghezzi (a cura di), *Amministratori*, Milano, Egea, 2005
- SMITH, *On the Wealth of Nations*, Glasgow, Cannan, 1976
- SPIOTTA M., *L'amministrazione*, in COTTINO G. – BONFANTE G. – CAGNASSO O. – MONTALENTI P. (diretto da), *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, Bologna, Zanichelli, 2009, 465-519
- STOUT L., *The Shareholder Value Myth. How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*, BK, San Francisco, 2012
- STELLA RICHTER JR., *Gli amministratori non esecutivi nell'esperienza italiana*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2, 2005, pp. 163 ss.
- STROH L.K. – BRETT J.M. – BAUMANN J.P. – REILLY A.H., *Agency Theory and Variable Pay Compensation Strategies*, in *Academy of Management Journal*, Vol. 39 No. 3, Jun., 1996, pp. 751-767
- SUCHMAN M., *Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches*, in *Academy of Management Review*, 20, pp. 571-610
- SUN J. – CAHAN S., *The Effect of Compensation Committee Quality on the Association between CEO Cash Compensation and Accounting Performance*, in *Corporate Governance: An International Review*, 2009, vol. 17, n. 2, pp. 193-207

- TALAMANCA M., *Successioni testamentarie*, in Commentario Scialoja-Branca, Bologna-Roma, Zanichelli-Foro It., 1972
- TORCHIA L., *La regolazione del mercato e la crisi economica globale*, in BRESCIA F. - TORCHIA L. - ZOPPINI A. (a cura di), *Metamorfosi del diritto delle società? Seminario per gli ottant'anni di Guido Rossi*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2012, 59-70
- THANNISCH R., *Chapter 7: Reorienting management remuneration toward sustainability: lessons from Germany*, testo disponibile all'indirizzo www.jus.uio.no/ifp/english/research/projects/sustainable-companies/events/conferences/abstracts/thannisch-session6-draftpaper.pdf
- THOMAS R.S. - VAN DER ELST C., *Say on Pay Around the World*, in *Vanderbilt Law and Economics Research Paper* 14-10, January 20, 2014, consultabile all'indirizzo <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2401761>
- THOMPSON S., *Executive pay and corporate governance reform in the UK: what has been achieved?*, in R.S. THOMAS – J.G. HILL (edited by), *Research Handbook on Executive Pay*, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton, 2012, 58-72
- THOMSEN S., *An Introduction to Corporate Governance. Mechanisms and Systems*, DJØF Publishing Copenhagen, Copenhagen, 2008
- TOMBARI, *Verso uno «statuto speciale» degli amministratori indipendenti (prime considerazioni sul d.lgs. n. 303/2006 e sulle modifiche al Regolamento CONSOB in materia di emittenti)*, in *Riv. soc.*, 3, 2007, pp. 51
- TONELLO, *Corporate Governance e tutela del risparmio*, Padova, Cedam, 2006, pp. 199 ss.
- TONELLO, *Gli amministratori indipendenti nei codici di autodisciplina europei*, in *Riv. soc.*, 1, 2007, pp. 134-139
- TOSI H.L.JR. – GOMEZ-MEJIA L.R., *The Decoupling of CEO Pay and Performance: An Agency Theory Perspective*, in *Administrative Science*

- Quarterly*, Vol. 34, No. 2, Jun. 1989, pp. 169-189
- TUZYK J.M. – HINMAN J., *Say on Pay: Is the Canadian Future Voluntary?*, consultabile all'indirizzo <http://www.blakes.com/English/Resources/Bulletins/Pages/Details.aspx?BulletinID=1914>
- UNGUREANU M.C., *Politica di remunerazione degli amministratori delle società quotate (Commento a d.lg. 30 dicembre 2010, n. 259)*, in *Società*, 2011, pp. 549-554
- VALENTI M.A. – LUCE R., *The effects of firm performance on corporate governance*, February 24-28 (2009)
- VELLA – BOSI, *Diritto ed economia delle società*, Bologna, Il Mulino, 2015
- VENTORUZZO M., *Amministratori indipendenti. Ma poveri*, 22.02.2015
- VESPER-GRÄSKE M., “*Say On Pay*” *In Germany: The Regulatory Framework And Empirical Evidence*, in *German Law Journal*, Vol. 14 No. 7, 2013, pp. 749-795
- VITALI M.L.– MIRAMONDI M., *La remunerazione degli amministratori di società quotate tra equilibrio degli interessi in gioco e assetti proprietari concentrati*, in *Riv. dir. banc.*, 4/2014, pp. 9 ss.
- VITALI M.L. – MIRAMONDI M., *La remunerazione degli amministratori di società quotate tra equilibrio degli interessi in gioco e assetti proprietari concentrati*, *Riv. dir. banc.*, 2014, fasc. 4, pp. 1 ss.
- WADE J.B. – PORAC J.F. – POLLOCK T.G., *Worth, Words, and the Justification of Executive Pay*, in *Journal of Organizational Behavior*, 1997, 18, pp. 641-664
- WEI Y., *Comparative Corporate Governance. A Chinese perspective*, Kluwer Law International, Hague, 2003
- WEIGHT C., *Director Remuneration Handbook*, Bloomsbury, Croydon, 2014
- WELLS H., *U.S. executive compensation in historical perspective*, in R.S. THOMAS – J.G. HILL (edited by), *Research Handbook on Executive Pay*, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton, 2012, 11-40

- WILKERSON A.T., *The Continuing Evolution of Litigation Regarding the Say-on-Pay Voting Requirements Under the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, in *Benefits Law Journal*, Vol. 26 No. 1, 2013, 75-87
- WILKINS A.M. - HERMANSON D.R. - COHEN J.R., *Do Compensation Committee Members Perceive Changing CEO Incentive Performance Targets Mid-Cycle to be Fair?*, February 14 (2015)
- ZANARDO A., *I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano*, in *Giur. Comm.*, 2006, 738-764
- ZATTONI, *Il governo delle imprese*, in Zattoni, Airoldi, Perrini, Borgonovi (a cura di), *Management*, Milano, Università Bocconi Editore-IISole24Ore, 2006
- ZONA, *Teorie e metodologie di analisi della remunerazione dei manager con responsabilità strategiche*, Milano, Egea, 2015
- ZOPPINI A., *L'impresa come organizzazione e il sistema dei controlli*, in BRESCIA F. - TORCHIA L. - ZOPPINI A. (a cura di), *Metamorfosi del diritto delle società? Seminario per gli ottant'anni del Guido Rossi*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2012, 35-51
- ZORZI A., *Gli amministratori di minoranza tra incentivi e conflitti d'interesse (note sulla remunerazione pagata da un socio)*, relazione al Convegno organizzato dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale sul tema "Il diritto commerciale e l'informazione" tenutosi a Roma il 20-21 febbraio 2015