

Daniele U. Santosuosso

Conflitti di interessi nella remunerazione degli amministratori

1. Il tema della remunerazione degli amministratori nel dibattito internazionale. Istanze e principi generali.

Il tema della remunerazione degli amministratori è apparso tra le questioni centrali nell'attuale dibattito sulla stabilità dei mercati finanziari. Va peraltro subito precisato che esso non attiene soltanto alle grandi società finanziarie, ma a tutte le società commerciali, come del resto attesta la giurisprudenza teorico-pratica dei principali ordinamenti occidentali che, ben prima della crisi, ne ha avvertito l'importanza per la *corporate governance*¹.

¹ Tra la vastissima letteratura si rinvia per una prima lettura, per gli ordinamenti europei a FERRARINI, MOLONEY, VESPRO, *Executive Remuneration in the EU: Comparative Law and Practice*, in ECGI, *Law Working Paper* N°. 09/2003, (disponibile su <http://ssrn.com/abstract=419120>), FERRARINI, MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, in *Riv. soc.*, 2005, 588 ss., FENDNER, *Regeln für Vorstandbezüge*, in *NZG*, 2007, 779 ss., BAUR, *Decoupling from the Owners and Society? An Empirical Analysis of Executing Compensation in Germany*, 2008 (disponibile in <http://ssrn.com/abstract=1140139>), BENDER, *The Determination of Directors' remuneration in UK Listed Companies*, London, Centre for Business Performance, ICAEW, 2004, FERNÁNDEZ ARMESTO, *La retribución de los consejeros*, in BUENO (dir.), *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia e la confianza*, Madrid, 2005, 207 ss. e GARRIDO, *La remuneración de los administradores en las sociedades cotizadas*, Relazione tenuta al *Convegno internazionale Diálogos Hispano-Italianos sobre el Poder de Gestión en la Sociedad de Capital*, Zaragoza, 2-3 ottobre 2008, in corso di pubblicazione per Cacucci Editore, Bari; per il sistema nordamericano a BEBCHUCK, FRIED, *Pay without Performance, The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts- London, England, 2004 (e ID., "Pay without Performance. Overview of the Issues", 30 *J. Corp.* (2005), 647 ss., nonché GORDON, *Executive Compensation: If There's a Problem, What's the Remedy? The Case for "Compensation Disclosure and Analysis"*, in ECGI, *Law Working Paper* N°. 35/2005, (disponibile su <http://ssrn.com/abstract=686464>) e lo stesso GARRIDO, ora citato. Sugli effetti economici dei modelli remunerativi alle analisi empiriche di MURPHY, *Executive Compensation*, in ASHENFELTER, CARD, (eds.), *Handbook of Labor Economics*, New York, 1999; CORE, GUAY, LARCKER, *Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey*, in *Economic Policy Review* 9 (2003), 27 ss.

Un'analisi comparata dei principali orientamenti indica alcuni fondamentali interessi (e correlativi principi) ritenuti meritevoli di tutela.

In primo luogo si afferma il principio della correttezza della remunerazione, nel senso della sua ragionevolezza. La remunerazione deve invero essere adeguata per attrarre e fidelizzare i migliori executive, i quali tendono ovviamente al massimo guadagno ma possono meglio garantire la creazione di redditività e valore "reale"; deve al tempo stesso essere misurata per salvaguardare gli interessi degli azionisti, della società e degli stakeholders in genere, così riducendo i c.d. costi di agenzia che la relazione società-executive può produrre². Il pericolo, si avverte, è non solo di perdere eccessive risorse per gli abusi nell'autodeterminazione dei compensi, ma anche di falsare l'attività gestionale: in particolare, nella speranza di grandi profitti, i manager, i cui interessi non si sovrappongono perfettamente a quelli degli azionisti, possono gestire le società in modo più conveniente per loro stessi a detrimento degli azionisti medesimi (per esempio, possono rifiutare o contrastare vantaggiose offerte di acquisizione, o bloccare tentativi di scalata capaci di incrementare il valore delle partecipazioni ma costar loro il posto, e in genere intraprendere azioni per rendere più difficile la loro sostituzione), e impegnare la società in progetti altamente rischiosi per innalzare il valore delle loro opzioni nel breve termine.

In quest'ottica un indice della ragionevolezza della remunerazione è dato dalla sua corretta "negoziazione", laddove la società (in particolare il consiglio di amministrazione) svolga le contrattazioni e finalizzi gli accordi retributivi a condizioni *fair*, di mercato (negoziate "*at arm's length*").

Una seconda istanza è data dall'informazione (in particolare dalla trasparenza e dalla informativa contabile), indicata come essenziale strumento di monitoraggio degli azionisti a completamento della negoziazione ma anche funzionale all'attività di controllo degli

² FERRARINI, MOLONEY, VESPRO (nt.1), 5, 11 ss.; BEBCHUCK, FRIED (nt.1), 23 ss. (che criticano diffusamente l'assunto per cui i *boards* negoziano i compensi *at Arms's Length*, in modo libero ed equilibrato). Nel quadro delle teorie dei costi di agenzia v. FERRARINI, MOLONEY (nt.1), 611 ss., e con approccio economico e critico di tali teorie KRAUTER, FERREIRA DE SOUSA, *Executive Remuneration and Corporate Performance*, 2008, in <http://ssrn.com/abstract=1278745>, BRUCE, BUCK, MAIN, *Top executive remuneration: a View from Europe*, 42 (7), *Journal of Management Studies* (2005), 1493 ss. Sul collegamento alle performance v. anche

stakeholders e delle autorità preposte alla protezione del mercato³, a neutralizzare le cattive inclinazioni dei “*compensation designers*” che spesso cercano di rendere l’ammontare del compenso, o parte di esso, poco trasparente (il c.d. *camouflage*).

2. La remunerazione nelle società quotate: *best practices* e ordinamenti occidentali. Amministratori esecutivi e non esecutivi.

Per le società che fanno appello al mercato del capitale di rischio le istanze ora descritte si pongono con particolare evidenza. Ciò a maggior ragione per gli *executive* (amministratori e manager esecutivi) quando, come viene richiesto dalla prassi, i sistemi di remunerazione siano variabili, legati all’andamento della gestione e quindi – teoricamente - basati sulle performance (in particolare con piani di stock option).

Sulla spinta delle *best practices* e dei codici di autodisciplina, nei vari ordinamenti si sono previste regole per garantire una maggiore trasparenza, con meccanismi sempre più puntuali (quali i *remuneration reports* su base annuale⁴).

Si sono inoltre introdotte regole volte ad arricchire e qualificare il processo negoziale di una serie di passaggi procedurali (interni ed esterni alla società) per la migliore definizione del punto di allineamento degli interessi di *manager* da un lato e di società, azionisti e *stakeholders* dall’altro, attraverso una trattativa e un accordo libero e bilanciato, a condizioni di mercato (“*arm’s length*” *bargaining*). L’idea di fondo è dare agli azionisti ed agli

³ FERRARINI, MOLONEY, VESPRO (nt.1), 11, 14 ss.; BEBCHUCK, FRIED (nt.1), 45 ss., 201 ss.; FERRARINI, MOLONEY (nt.1), 605 ss.

⁴ I *reports* sono espressamente disciplinati per le quotate da normativa primaria nel Regno Unito, nelle *sections* 420 ss. del nuovo *Companies Act*, 2006 (e v. anche la *sect.* 412), ed anche in Francia agli artt. L. 225-37 ss. del nuovo codice di commercio francese. Si pensi anche alla piena informazione contabile (in termini contenutistici e per singoli dirigenti) richiesta dai §§ 285 (1), 286, 289 (2) e 314 (1) *HGB* tedesco (secondo la *Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütung* (VorstOG) del 3. agosto 2005 e la recentissima *Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung in Kraft* (VorstAG) del 5 agosto 2009. Si vedano anche le regole di autodisciplina del Cromme Code (come modificato il 6 giugno 2008) che prevede informazioni aggiuntive con riferimento alle remunerazioni performance related e con incentivi a lungo termine, oltre che sul livello di rischio - 4.2.4., 4.2.5., 5.4.7., 7.1.3. -) ed a quella statutaria richiesta in generale dalla *Ley de Sociedades Anónimas* (art. 9 h, art. 130), e nella relazione annuale sulla corporate governance (art. 116 de la *Ley del Mercado de Valores*).

amministratori indipendenti, oltre agli amministratori non esecutivi, un maggiore peso in ragione dei rilevanti effetti che gli accordi retributivi possono avere sugli assetti societari e sulla redditività e sul valore delle azioni, e comunque in funzione della riduzione o dell'azzeramento delle rendite extraprofitto, spesso sproporzionate rispetto alle performance. Rendite che i *managers* - in conflitto di interessi in seno ai consigli di amministrazione - otterrebbero senza queste procedure di negoziazione. Di qui le norme per migliorare l'indipendenza dei board, con amministratori indipendenti e comitati per le nomine e la remunerazione, composti da amministratori non esecutivi e indipendenti con poteri di raccomandazioni, proposte, consulenza; il ricorso a consulenti indipendenti, che lavorino sui dettagli critici degli accordi retributivi⁵; di qui ancora il voto dell'assemblea degli azionisti sulle remunerazioni degli executive⁶.

La stessa Commissione Europea come è noto si è espressa in questa prospettiva con le raccomandazioni del 14 dicembre 2004 sulla remunerazione degli amministratori delle società quotate (ove per la prima volta una espressa correlazione tra remunerazione e prestazioni)⁷, e del 15 febbraio 2005 sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi (e consiglieri di sorveglianza)⁸.

Nell'ordinamento e nelle migliori prassi italiani delle società con azioni quotate sono presenti regole volte a recepire le suddette istanze. Così, oltre alle norme che creano i presupposti per un

⁵ BHAGAT, BLACK, *The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance*, in *SSRN*, 1999, 4 ss.; FERRARINI, MOLONEY, VESPRO (nt.1), 13 ss.; BEBCHUCK, FRIED (nt.1), 61 ss.; FERRARINI, MOLONEY (nt.1), 599 ss.

⁶ Così nel Regno Unito, con il *Remuneration Report Regulations*, 2002, contenute nel Schedule 7A to the Companies Act 1985 e poi con il Companies Act, 2006, *sect.* 439. Così in Germania, § 113 *AktG*, e *DCGK* 5.4.7., per i membri tuttavia del consiglio di sorveglianza. Nel caso del consiglio di gestione l'assemblea gioca un ruolo minimo, soltanto per alcune forme di "*performance-based remuneration*", ed in particolare per le stock option basate su capitale "*contingent*", quando l'assemblea generale adotti una delibera prevedendo un aumento di capitale "*contingent*", e per le stock option basate su azioni proprie da acquistare con l'autorizzazione appunto dell'assemblea (§ 71 (1) n. 8 *AktG*. A seguito della *VorstAG*, ai sensi dei § 120 comma 4 *AktG*, § 23 comma 3 *EGAktG* l'assemblea generale delle società quotate possono prendere una decisione in merito all'approvazione del sistema retributivo dei membri del consiglio di amministrazione. Tuttavia, non vi è alcun obbligo giuridico del consiglio di amministrazione di sottoporre una tale decisione all'assemblea.

⁷ In *G.U.* L 385 del 29 dicembre 2004.

⁸ In *G.U.* L 52 del 25 febbraio 2005. V. in seguito le *Council Conclusions on executive pay* (Luxembourg, 7 ottobre 2008).

maggior coinvolgimento di tutti gli organi nella definizione degli accordi retributivi⁹ e per una maggior trasparenza¹⁰, nel Codice di Autodisciplina del 2006 (e analogamente per le banche le disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario, della Banca d'Italia del 4 marzo 2008 (al § 4) si traccia espressamente le finalità della strutturazione della remunerazione, al fine di renderla adeguata ad attrarre, trattenere e motivare consiglieri dotati delle

⁹ Per tutte le società la negoziazione avviene in primo luogo tra amministratori ed azionisti (la cui "voce" può essere importante strumento di gestione dei conflitti di interesse): così si prevede come regola generale che la remunerazione sia fissata dagli azionisti, o all'atto della nomina o successivamente in assemblea (art. 2389, comma 1°, c.c.); e che l'assemblea, per gli amministratori investiti di particolari cariche, possa determinare un importo complessivo per tutti gli amministratori. In mancanza, i compensi degli amministratori investiti di particolari cariche in conformità dello statuto (amministratori delegati, presidente) viene fissata dal consiglio di amministrazione (art. 2389, comma 3°): in tal caso sviluppandosi una trattativa fra amministratori non esecutivi e comunque non investiti di particolari cariche e gli altri per conto degli azionisti. Per quanto riguarda l'informazione possono essere ricordate le norme del codice civile sulla contabilità (art. 2425 c.c. sul conto economico, voce B, Costi della produzione, 7), per servizi; l'art. 2427 c.c., sulla nota integrativa, n. 16). Per le società quotate la legge n. 262/2005 (c.d. legge risparmio), introducendo l'art.114 *bis* t.u.f., prevede alcune condizioni di legittimità dei piani di stock option (cfr. PERUZZO, Art. 1441, in FAUCEGLIA e SCHIANO DI PEPE, *Codice commentato delle s.p.a.*, Tomo secondo (artt. 2436-2510), Torino, 2007, p. 1290; ASSONIME, *Le nuove disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*, Circolare nr. 12, 12 aprile 2006). La legge pone innanzitutto una condizione di ordine procedimentale, che riguarda la inderogabile approvazione (e non la semplice autorizzazione) del piano da parte dell'assemblea. Con tale disposizione il legislatore recepisce l'istanza della voce degli azionisti nell'ambito della negoziazione tra amministratori e soci riuniti in assemblea (ordinaria, laddove non debbano essere assunte decisioni di competenza dell'assemblea straordinaria).

¹⁰ V. l'art. 78 del Reg. Emittenti della Consob, per la pubblicità in nota integrativa e nominativamente dei compensi. Anche il bene dell'informazione viene protetto dalla nuova legge sul risparmio (art. 114 *bis* t.u.f.): la pubblicità di alcune informazioni destinate alle autorità ed al mercato - divulgate prima dell'esecuzione, e indipendentemente dalla loro portata *price sensitive* - rappresenta la seconda condizione di legittimità. Devono infatti essere rese pubbliche, almeno quindici giorni prima dell'esecuzione del piano alcune informazioni, come le modalità e le clausole di attuazione del piano, specificando se la sua attuazione è subordinata al verificarsi di condizioni e, in particolare, al conseguimento di risultati determinati (si tratta appunto delle performance cui parametrare un adeguato compenso degli amministratori); le modalità per la determinazione dei prezzi o dei criteri per la sottoscrizione o per l'acquisto delle azioni; e le ragioni che motivano l'adozione del piano, ad evidenziare la rispondenza di esso a criteri di ragionevolezza gestionale. Cfr. i riferimenti alla nota precedente.

qualità professionali per gestire con successo l'emittente (7.P.1.). Con riferimento al *top management* esecutivo, sempre tra i principi del Codice si prevede che la remunerazione sia articolata in modo da *allineare* i loro interessi con il perseguimento dell'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti in un arco di medio-lungo periodo (7.P.2.).

Sottese a tali regole sono riconoscibili considerazioni economiche. Per gli amministratori esecutivi infatti i piani di incentivazione più efficienti presentano la caratteristica che una parte rilevante della remunerazione sia legata alla performance aziendale complessiva (in termini di redditività per l'azionista-obbligazionista risparmiatore, competitività e valore per l'azionista-imprenditore e per i creditori), a sua volta connessa alle performance degli amministratori. Le prestazioni di riferimento, almeno in parte, sono estese in un orizzonte di medio e lungo periodo, dato che obiettivi a breve termine comportano il rischio di una *managerial myopia*, volta a massimizzare effimeri risultati riducendo o posticipando politiche (soprattutto di investimento) che contribuiscono a determinare il successo dell'impresa nel lungo periodo¹¹.

In altri ordinamenti del resto è la normativa primaria che dispone in tal senso, elevando la regola economica a norma giuridica. Si pensi alla disciplina francese di cui all'art. L.225-42-1, co.2, del *Code de commerce* che, per le società quotate, vieta elementi della remunerazione non legati al rispetto di condizioni legate alle performance del beneficiario in relazione a quelle della società¹², o a quella tedesca (§ 87 (1) *AktG*), per cui il consiglio di sorveglianza fissa la remunerazione complessiva¹³ del consiglio di gestione ad un livello "appropriato", basato anche sulle performance. I criteri per determinare l'appropriatezza sono dati in particolare dai compiti di ogni singolo membro del board, e dalla situazione della società nel suo

¹¹ AIROLDI, ZATTONI (a cura di), *Piani di stock option. Progettare la retribuzione del top management*, Milano, 2001 (ivi in particolare il saggio di A. ZATTONI, *I piani di stock option per il top management*); TAMBURI, SALVATO (a cura di), *Azionariato dei dipendenti e stock options*, Milano, 1996.

¹² Sont interdits les éléments de rémunération, indemnités et avantages dont le bénéficiaire n'est pas subordonné au respect de conditions liées aux performances du bénéficiaire, appréciées au regard de celles de la société dont il préside le conseil d'administration ou exerce la direction générale ou la direction générale déléguée.

¹³ Sottolinea opportunamente SANGIOVANNI, *Il compenso dei consiglieri di gestione nella società per azioni tedesca*, in *Le Società*, 2009, 1173 ss., che è palese dalla norma che rilevi non solo il compenso in denaro ma il complesso degli ulteriori benefici corrisposti per esercitare l'incarico.

complesso¹⁴, tenendo conto delle pari imprese¹⁵. Non è ammesso eccedere la misura così stabilita se non per specifiche ragioni¹⁶.

Le istanze di incentivazione ed allineamento non sono presenti nella stessa misura per gli amministratori non esecutivi. La remunerazione non deve essere – se non per una parte non significativa – legata ai risultati economici. È anzi previsto che essi non possano essere destinatari di piani di incentivazione su base azionaria, salvo motivata decisione dell'assemblea dei soci¹⁷. Gli amministratori non esecutivi dovrebbero avere un ruolo fondamentale invece nello stabilire proposte e nel valutare la remunerazione del *management* esecutivo¹⁸.

¹⁴ Il che a mio avviso comporta una valutazione *ex post* di congruità in relazione alle prestazioni della società e quindi degli amministratori.

¹⁵ L.G. München, 29 marzo 2007, in NZG, 2007, 477 (secondo cui non sussiste violazione del § 87 (1)

¹⁶ “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“ (§ 87 (1) *AktG*).

Per i consiglieri di sorveglianza le remunerazioni basate sulle performance, in particolare sulle stock option, non sono pacificamente ammesse. Invero, se il § 113 *AktG* prevede che la remunerazione dei membri del consiglio di sorveglianza deve essere ragionevolmente parametrata a responsabilità e funzioni, così come alla situazione economica ed alle performance della società, e le remunerazioni possono essere basate sulle performance degli amministratori nei limiti previsti dal paragrafo, ed il § 192 *AktG* letteralmente non preclude l'uso a tali fini del “contingent” capital (il *Cromme Code* specifica ulteriormente le componenti delle remunerazioni basate sulle performance (DCGK 5.4.7.), è anche vero che già dal 2001 la Commissione Baum sulla corporate governance ha statuito che le stock option non sono attribuibili ai consiglieri di sorveglianza (v. BAUMS, *Bericht der Regierungskommission Corporate Governance*, Köln, 2001, p. 104, 236), che la *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmenbereich (KonTraG)* del 1 maggio 1998 ha modificato il § 192 *AktG* nel senso che il *contingent capital* può essere utilizzato per remunerare i componenti del consiglio di gestione ma nulla ha detto con riguardo a quelli di sorveglianza, pur essendosi sviluppato un dibattito al riguardo prima di questa riforma, e che la stessa la *Bundesgerichtshof* ha affermato che il *contingent capital* non è utilizzabile ai fini di remunerare i membri del consiglio di sorveglianza.

¹⁷ Di qui il secondo criterio applicativo del Codice di Autodisciplina (7.C.2.), per il quale il compenso degli amministratori non esecutivi è commisurato all'attività e quindi all'impegno di ciascuno.

¹⁸ Invero, come stabilito anche dalla Commissione UE nelle Raccomandazioni e in armonia con la *best practice* delle società quotate, il principio 7.P.3. prevede che il consiglio di amministrazione costituisca al suo interno un comitato per la remunerazione, composto da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti. Nella stessa

3. Cattive pratiche e difetti di funzionamento dei sistemi di incentivazione. Le regole di governance.

Nonostante il descritto assetto regolamentare permangono, con gli alti (e a volte iperbolici) compensi, gli effetti distorsivi delle azioni del *top management* esecutivo che, nella prospettiva di un guadagno rapido, compiono operazioni destinate ad influire sul valore e sulla quotazione dei titoli della società, o delle società controllate o della controllante.

Peraltro, come è emerso dalle osservazioni che precedono, il quadro problematico appare - oggi in modo nitido - legato non soltanto all'elevatezza dei compensi in sé, ma anche ai dissesti aziendali derivanti dalle politiche cortomiranti e speculative, di cui i meccanismi di remunerazione appaiono, sotto l'aspetto della *corporate governance*, tra i principali responsabili. Accordi retributivi che determinano compensi slegati dalle reali performance in altri termini possono generare, oltre all'ingiusta remunerazione, una irragionevole gestione.

Tale mancata corrispondenza degli interessi degli amministratori esecutivi con quelli degli *stakeholders*, in tutti i casi in cui il compenso maturato attraverso i piani appaia sproporzionato a favore dei primi, ha portato alla diffusa consapevolezza che i punti deboli dei sistemi di incentivo appaiono legati, sia per le strutture ad azionariato diffuso (*dispersed ownership*) sia per quelle ad azionariato concentrato (*concentrated ownership*), alla scarsa efficienza dei meccanismi di perfezionamento dell'accordo e di monitoraggio sulla sua esecuzione¹⁹.

Nei modelli teoricamente basati sulle performance (*equity-based pay models*) la scelta degli indicatori è tecnicamente molto complessa, e gli amministratori esecutivi possono strutturare a proprio vantaggio le componenti della remunerazione e successivamente

prospettiva il Codice di Autodisciplina (7.C.4.) fa divieto di partecipare alle riunioni in cui si decide della propria remunerazione, per un elementare problema di conflitto di interessi.

¹⁹ MELIS, CARTA, GAIA, *Shareholder Rights and Director Remuneration in Blockholder-Dominated Firms: Why Do Italian Firms Use Stock Options?* 2008, disponibile in <http://ssrn.com/abstract=1102152>

manipolare gli indicatori (inflazionando per esempio lo *share price*)²⁰. Analogamente, nei modelli basati sulle semplici opzioni (*share-option based pay*) i manager, influenzando la fase della strutturazione, possono conseguire larghi vantaggi senza *performance*, anche con il fenomeno del *repricing*²¹.

Le critiche si appuntano quindi ancora sulle disfunzioni della *governance*. Il consiglio di amministrazione – anche con la presenza degli amministratori indipendenti, che hanno incentivi sostanzialmente reputazionali - è talvolta passivo, perché plagiato e comunque in soggezione e quindi conciliante di fronte agli amministratori esecutivi. I motivi possono essere i più vari, economici e non, dalle normali dinamiche interne di solidarietà (collegialità, spirito di squadra, naturale desiderio di evitare i conflitti, talvolta amicizia e lealtà) ai veri e propri conflitti di interesse, legati all’influenza che gli *executive* possono avere in particolare sulla nomina degli amministratori e quindi sul rinnovo del loro incarico. Anche se molti amministratori indipendenti possiedono azioni nelle loro società, gli incentivi finanziari che possono avere ad evitare accordi favorevoli agli *executive* sono troppo deboli per indurli a intraprendere la strada, troppo costosa sul piano personale, della contrapposizione all’amministratore delegato²².

In queste circostanze da un lato i comitati e i consulenti compiacenti possono esacerbare il processo di legittimazione degli extraprofitti²³. D’altro lato gli azionisti, sia in fase di approvazione sia in fase di esecuzione dei piani, soffrono dei limiti derivanti dalla carenza di informazione sugli effetti degli accordi, specialmente in ordine a questioni che richiedono attente analisi e verifiche empiriche caso per caso. E le minoranze organizzate possono non comunicare effettivamente tra di loro e quindi fallire nel controllare il *management*. In questa prospettiva si comprende come le assemblee

²⁰ Cfr. CHEFFINS, *Will Executive Pay Globalise Along American Lines?*, 11 *Corporate Governance* (2003), 8, ove considerazioni su tali difficoltà e sugli effetti sulle imprese nel Regno Unito dei modelli di strutturazione della remunerazione sulle imprese nel Regno Unito; FERRARINI, MOLONEY (nt.1), 595 ss.). V. anche BRENNER, SUNDARAM, YERMACK, *Altering the terms of executive stock options*, 57 *J. Fin. Econ.*, 2000, 108.

²¹ CHANCE, KUMAR, TODD, *The “repricing” of executive stock options*, 57 *J. Fin. Econ.*, 2000, 129, 153 ss.

²² BEBCHUCK, FRIED (nt.1), 87 ss., e dal punto di vista della finanza aziendale BRICK, PALMON, WALD, *CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence o cronyism?*, in 12 *Journal of Corporate Finance* (2006), 403 ss.

²³ BEBCHUCK, FRIED (nt.1), 87 ss.; FERRARINI, MOLONEY, VESPRO (nt.1), 13 ss.

continuo poco, approvando piani poco dettagliati preparati dagli amministratori²⁴.

Anche l'informazione presenta significative carenze²⁵. Specie se focalizzata sui massimi livelli di remunerazione, può creare ostilità tra gli azionisti e distorcere anche l'attività di controllo. La piena informazione può inoltre essere costosa, e non ottimizzare la negoziazione²⁶. Infine è possibile che l'informazione sia dagli stessi *executive* manipolata²⁷.

4. Varie proposte di riforma.

Dalle varie proposte di riforma emergono, soprattutto da parte della migliore dottrina nordamericana²⁸, alcune priorità. Per collegare maggiormente compensi e *performance* si suggerisce di fare ricorso come indice di misurazione, al prezzo delle azioni (con la eliminazione dell'effetto dei movimenti di mercato o di settore), senza dare bonus e privilegi per prestazioni che non sono misurabili (come l'acquistare semplicemente un'azienda); di ridurre i c.d. *windfalls* nei piani basati sull'*equity*, per depurare alcuni risultati che non dipendono dalle prestazioni dei manager ma dal caso o dalla fortuna (quelli derivanti per esempio dai movimenti di mercato)²⁹; di mantenere tutti i meccanismi di incentivo a creare valore, regolando così la fase della liquidazione (per esempio separando l'assegnazione dalle possibilità di liquidazione, distribuendo queste ultime in un arco di tempo di lungo periodo), o evitando meccanismi di "*soft landing*" in caso di fallimento (i c.d. *golden parachutes*)³⁰; garantire la trasparenza anche contabile delle *stock option*, che dovrebbe correttamente riguardare ogni componente della remunerazione (comprese le retribuzioni differite, le pensioni e le consulenze a

²⁴ BEBCHUCK, FRIED (nt.1), 45 ss.

²⁵ FERRARINI, MOLONEY, VESPRO (nt.1), 17 ss.

²⁶ L'esempio portato è quello della regolamentazione contabile degli Stati Uniti, per cui le opzioni non sono considerate costi se sono *granted*, con conseguente disincentivazione dalle *performance*.

²⁷ CHAUVIN, SHENOY, *Stock Price Decreases Prior to Executive Stock Option Grants*, 7 *J. Corp. Fin.*, 2001, 53 ss.

²⁸ BEBCHUCK, FRIED (nt.1), 189 ss., 201 ss. Per un'analisi critica FERRARINI, *Grandi paghe, piccoli risultati: «rendite» dei managers e possibili rimedi (a proposito di un libro recente)*, in *Riv. soc.*, 2005, 879 ss.

²⁹ V. in tal senso per le società quotate spagnole il *Código Unificado de Buen Gobierno* (2006), e in particolare la raccomandazione 39.

³⁰ In questo senso negli Stati Uniti l'*Emergency Economic Stabilization Act* del 2008.

incarico terminato, al fine di svelare gli eventuali camuffamenti di retribuzioni in corso di incarico).

Dal punto di vista della *corporate governance* si auspica una riforma volta a rafforzare il potere contrattuale degli azionisti rispetto agli amministratori anche indipendenti nella fase negoziale, non solo esprimendosi sul compenso³¹ ma a monte, rendendo questi ultimi più dipendenti dai primi nei sistemi delle nomine, al fine di creare vere contese elettorali senza la supina accettazione dei candidati proposti dal board uscente, e conferendo maggiori poteri agli azionisti di sostituire gli amministratori che non perseguono fedelmente l'interesse dei soci alla creazione del valore³².

La constatazione del forte potere dei *manager*, soprattutto nelle società a capitale diffuso, porta a considerare queste proposte come appropriate, soprattutto per prevenire gli eccessi da remunerazione. In certa misura possono valere anche per le società come quelle europee, a capitale concentrato, dove inferiore è il potere dei manager, ma altrettanto facili sono nella pratica i preventivi accordi sulle nomine (anche grazie all'efficace governo societario garantito dai patti parasociali)³³.

Andrebbero a nostro avviso anche presi in considerazione meccanismi di correzione e riduzione dei compensi, laddove essi risultino effettivamente eccessivi, piuttosto che norme inderogabili volte a limitare quantitativamente l'ammontare della remunerazione³⁴.

³¹ Così anche CHEFFINS, THOMAS, *Should shareholders have a greater Say over Executive Pay? Learning from the US experience*, 1 *Journal of Corporate Law Studies* (2001), 277 ss.

³² In questa prospettiva è da leggere l'iniziativa, varata quando la presente relazione era già stata tenuta, del *Financial Stability Forum*, 2 aprile 2009, che ha redatto i *FSF Principles for Sound Compensation Practice*: da segnalare che (1) i board delle società devono attivamente supervisionare, monitorare e revisionare i sistemi di remunerazione (2) per adeguare i compensi a tutti i tipi di rischio; (3) le società devono dimostrare, a beneficio di stakeholders e autorità di controllo che le loro politiche sui compensi sono "sani" e le medesime autorità devono cooperare a livello globale. Più limitati gli effetti dello statunitense *Emergency Economic Stabilization Act* del 2008 per le società beneficiarie di aiuti pubblici, che limita la deducibilità fiscale delle remunerazioni ad una certa soglia.

³³ Per cui non basta invitare il legislatore a perfezionare l'informativa e a rafforzare il voto sulle politiche di remunerazione. Analogamente GORDON (nt.1), 14 ss.

³⁴ Così invece LUTTER, *Corporate Governance und ihre aktuellen probleme*, in *ZIP*, 2003, 737 ss.

5. Abuso o eccesso di potere. La *business judgment rule*. La facoltà del giudice di entrare nel merito della remunerazione ingiusta in quanto sproporzionata rispetto alle performance.

La insufficienza dei rimedi preventivi offerti dall'ordinamento si rivela quando il problema delle paghe degli amministratori esecutivi è già scoppiato, con danni significativi alla società, agli azionisti e infine a tutti i titolari di interessi legati alla società a seguito di scarse prestazioni da parte di manager, che si ripercuote sulle performance della società.

L'inerzia nella risoluzione di tali problemi sottende l'ossequio al principio della astensione (*business judgement rule*), per cui i giudici non potrebbero valutare i piani di remunerazione né i collegati comportamenti di cattiva gestione se non quelli tanto irragionevoli o irrazionali da superare qualsiasi limite³⁵. Tuttavia, la inefficacia dei rimedi di prevenzione, che pure – come la trasparenza - vanno favoriti ed applicati³⁶, porta a nostro avviso a rivalutare le clausole generali applicate al merito del caso concreto³⁷.

Utili elementi derivano dagli orientamenti giurisprudenziali sull'adeguatezza del compenso in caso di mancata o controversa determinazione ad opera delle parti e conseguente determinazione giudiziale. Ricorrente al riguardo è il riferimento all'equità (in mancanza di indicazioni da tariffe professionali o da mandato ed usi), nel senso di commisurare il compenso 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. Nella stessa linea si pongono gli indirizzi maturati in materia di conflitto di interessi, che hanno affermato l'assenza di danno (e quindi la validità della deliberazione)

³⁵ Tra le ultime “*In re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litig.*”, C.A. 3338-CC (Del. Ch. Feb. 24, 2009).

³⁶ Insistono sulla trasparenza vari Autori, come HOPT (nt. 7) 15; FERRARINI, MOLONEY (nt. 1), 605 ss. (questi ultimi in particolare sia per le società a proprietà diffusa sia per le società a proprietà controllata).

³⁷ In generale, la stessa giurisprudenza americana tende a considerare meno intoccabile la regola della insindacabilità nel merito di fronte alla violazione intenzionale (in malafede quindi) dei *fiduciary duties*, tra cui quello di perseguire l'obiettivo del reale valore dell'azienda nel medio e lungo termine. Così nei casi “*Wood v. Baum*”, 953 A2d 136, 141 (Del. 2008) e “*In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*”, 906 A2d 27, 67 (Del. 2006).

laddove gli amministratori arrivino a negoziare una remunerazione adeguata nel senso di non irragionevolmente elevata, ossia proporzionata anche alla luce dell'andamento degli affari³⁸.

Depongono in questo senso gli orientamenti francesi sulle liquidazioni del top management, che devono essere proporzionate (“*proportionnée*”) ai servizi resi e non costituire un carico eccessivo (“*une charge excessive pour la société*”)³⁹, o ancora da quelli tedeschi relativamente al § 87 (2) AktG, sul potere-dovere del consiglio di sorveglianza o del giudice di ridurre la remunerazione ad ammontare ragionevole laddove essa in rapporto alla società sia ingiusta⁴⁰, potere (di modificare la remunerazione precedentemente fissata) riconosciuto dalla giurisprudenza francese anche ai consiglieri di sorveglianza⁴¹.

In conclusione, la sproporzione rispetto alle performance (promesse e reali) è alla base degli abusi ed eccessi di potere⁴². Il punto di risoluzione della composizione degli interessi sta appunto in una *rule of reason*: il compenso corretto deve essere adeguatamente alto nel senso di soddisfare le esigenze del *manager* (che promettono le migliori prestazioni) ma proporzionato, non eccessivo rispetto alle

³⁸ Tra le altre Trib. Milano, 1-2-2005, in *Giur. it.*, 2005, 2110; Trib. Milano, 29-6-1989, in *Società*, 1989, 1285, Trib. Milano, 27-4-89, *ivi*, 1989, 1055; in dottrina JAEGER, *Determinazione del compenso dell'amministratore e conflitto di interessi*, nota a Trib. Milano, 20-3-1980, in *Giur. comm.*, 1980, II, 396; CASELLI, *Vicende del rapporto di amministrazione*, in *Trattato Colombo-Portale*, 1994, 52 ss.

³⁹ Cass. com., 3 marzo 1987, in *Gaz. Pal.*, 1987, I, 264. Si segnala anche il report del MEDEF, *Remuneration of executive corporate officers of french sociétés anonyme: legal and tax rules – DAJ/DAF*, June 2008.

⁴⁰ Anteriormente alla *Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung in Kraft (VorstAG)*, la norma prevedeva che la riduzione “*potesse*” avvenire laddove la remunerazione fosse manifestamente ingiusta (*schwere Unbilligkeit*). Oggi si prevede il dovere di riduzione laddove la remunerazione si riveli ingiusta in modo reiterato (“*Verschlechtert sich die Lage der Gesellschaft nach der Festsetzung so, dass die Weitergewährung der Bezüge nach Absatz 1 unbillig für die Gesellschaft wäre, so soll der Aufsichtsrat oder im Falle des § 85 Absatz 3 das Gericht auf Antrag des Aufsichtsrats die Bezüge auf die angemessene Höhe herabsetzen*”). Sulla vecchia disciplina cfr. anche per riferimenti SPLINER, in *Munchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2008, Goette/Habersack/Kalss (her. von), Rn. 85-106.

⁴¹ Cass. com., 16 luglio 1985, in *Rev. Soc.*, 1985, 842. V. anche Cass. comm., 10 febbraio 2009, n° 08-12564 secondo cui la decisione non potrebbe comunque avere effetto retroattivo.

⁴² Al riguardo può ancora citarsi la dottrina americana, per cui le performance coincidono con il profitto netto delle aziende depurato degli elementi variabili (v. ancora BEBCHUCK, FRIED (nt.1), 122 ss.

performance – da giudicare con riferimento al lavoro svolto e all'andamento della società – realmente ottenibili e conseguite dagli amministratori e quindi dalla società, nell'interesse (non solo degli *stakeholders* esterni alla società ma degli azionisti) alla tutela ed alla creazione di valore della partecipazione.

6. Una nuova regola e rimedi di tutela civilistici e societari.

La ragionevolezza della remunerazione deve essere garantita ad ogni stadio della vicenda remunerativa.

In via preventiva, e cioè nella fase della negoziazione e di monitoraggio nella esecuzione delle decisioni, in particolare sui piani di remunerazione variabile e comunque prima che il diritto alla remunerazione sia divenuto liquido ed esigibile, occorre promuovere la partecipazione deliberativa degli azionisti, nella piena informazione e trasparenza⁴³. In questo senso ogni rimedio attualmente previsto, ma anche quelli proposti possono contribuire agli scopi. Una sproporzione rispetto alle performance renderebbe gli atti deliberativi sull'accordo retributivo illegittimi, con la possibilità di impugnare le relative delibere (ex artt. 2377 ss., 2388, 2391 c.c.).

A maturazione dei diritti al compenso si potrebbe fare ricorso ai rimedi già presenti nell'ordinamento corroborati da nuove regole, distinguendo due piani, quello contrattuale e quello propriamente societario della responsabilità amministrativa.

La nuova regola dovrebbe essere a mio avviso esplicitata con norma primaria, nel senso che la remunerazione degli amministratori debba essere legata alle prestazioni della società e quindi a quelle degli amministratori. Andrebbe precisato il concetto di prestazione, ed i criteri per la sua valutazione, alla luce delle osservazioni sino ad ora svolte. Ciò a nostro avviso porterebbe il giudice a non potersi esimere dall'entrare nel merito della scelta privata dell'accordo retributivo.

Sul piano contrattuale un'ulteriore distinzione potrebbe delinearsi tra modelli di remunerazione riconducibili a contratti aleatori e quelli di carattere commutativo. Per questi ultimi

⁴³ Non basterebbe così l'approvazione del bilancio con una posta relativa alla remunerazione, non essendoci in tal caso specifica delibera di determinazione del compenso richiesta, in caso di omessa previsione statutaria, ex art. 2389 comma 1 cod. civ. (così Cass. sez. un. 29 agosto 2008, n. 21933).

occorrerebbe verificare l'applicabilità del rimedio sulla eccessiva onerosità delle prestazioni (artt. 1467 ss. c.c.); per tutti l'applicabilità della disciplina sui vizi del consenso e comunque sulla interpretazione del contratto, laddove si fosse in presenza di indicatori di valore errati e dolosamente imposti, che portino a conseguenze negative nel senso di prestazioni sproporzionate.

Sul piano della responsabilità amministrative entra in gioco in primo luogo la disciplina della responsabilità degli amministratori per gli atti (decisionali ed esecutivi) che hanno portato a far approvare l'accordo retributivo (artt. 2392 ss.). Potrebbe rivestire un ruolo di ampia portata l'azione *ex art.* 2395, in quanto si siano arrecati danni diretti al patrimonio di soci e terzi a seguito di valutazioni amministrative tecnicamente complesse in cui si annida un vizio a vantaggio degli stessi amministratori (si pensi ad orientamenti giurisprudenziali analoghi in materia di rapporto di cambio in caso di fusione⁴⁴) e di carenze informative.

Più in generale la dimostrazione della irragionevolezza del compenso potrebbe essere campanello di allarme e contribuire, come indice sintomatico dell'abuso o eccesso di potere, al fondamento di azioni di responsabilità contro amministratori che, al (solo o prevalente) fine di accrescere i propri guadagni, abbiano perseguito obiettivi di breve scadenza o comunque irragionevoli dal punto di vista gestionale o che si riflettano negativamente sulle politiche dei dividendi, contrari, agli altri meritevoli interessi⁴⁵.

⁴⁴ Sulla illegittimità del rapporto di cambio perché basato su elementi non veri o incompleti e lacunosi v. Cass., 11 dicembre 2000, n. 15599, in *Foro it.*, 2001, I, 1932; App. Trieste 18 gennaio 1004, in *Le Società*, 1994, 631; App. Genova 23 ottobre 1990, in *Le Società*, 1991, 200.

⁴⁵ In questa luce potrebbe essere rivalutata anche la norma che sanziona la condotta abusiva in relazione alle *corporate opportunities* (art. 2391, ult. comma, c.c.) introdotta con la riforma del diritto societario. Spunti in tal senso in POLI, *I meccanismi societari di attuazione dei piani di Stock Option e Stock Grant*, in REGALLI (a cura di), *Stock option e incentivazione del management*, Milano, 2003, 200.