

**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI SALERNO**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE GIURIDICHE**



**Corso di Dottorato di Ricerca in Diritto Civile**  
**XXXII ciclo**  
**Curriculum internazionalistico-europeo-comparato**

**TESI DI DOTTORATO**

**In**

**La disciplina della remunerazione degli amministratori tra  
clausole generali e strumenti di controllo. Un'analisi di diritto  
comparato.**

*Tutor*

**Ch.ma prof.ssa Virginia Zambrano**

*Candidato*

**Martina Cerroni**

*Coordinatore*

**Ch.mo prof. Geminello Preterossi**

**Anno Accademico 2018/2019**

## **ABSTRACT**

The issue of directors' remuneration, at the heart of the national and international debate on corporate governance, is one of the major element of novelty in European and US legislation, providing a procedure that gives to the shareholders' meeting the right to be consulted in the process determining the remuneration of directors and management.

By this way, the “say on pay”, as a mechanism capable of managing the conflict of interests about the determination of managers' remuneration, is a tool widely used and debated, showing its effectiveness as its problems and related hypocrisies.

However, historical vicissitudes and financial scandals have highlighted the issue of remuneration complexity and how the information imbalance between managers and shareholders has facilitated the conduct of conflicting directors, in which interest in possible personal profit has remained distant, if not quite at odds, with the interest of good corporate performance.

There have been many reforms by legislators and regulators to amplify transparency and shareholder involvement in corporate policy.

In this thesis, consisting of five chapters, we will explore the nature of the institute of “say on pay” within the various judicial systems. In the first section the relevant problem profiles and the debate on the issues involved, including through regulatory references at EU level will be focused.

In the second chapter, will be analyzed the discipline of directors' remuneration in the Italian system, with particular regard to the forms of remuneration provided for

by art. 2389 c.c., from the rules contained in the Single Text of Finance as well as those contained in the Code of Self-Discipline.

In the third chapter, the research will move overseas, to the US model of “say on pay”, treated with reference to the figures and categories of agency theory and corporate governance.

The fourth chapter will focus on the English legal system and other models, such as the Australian and Nigerian models. The latter represents a faster-growing economy but with a not fully developed capital market and a weak corporate governance mechanism. Nigeria, together with Australia and the United Kingdom, provides a good basis for assessing efforts in an attempt to strike a new and better balance between the remuneration perceived by the directors and the social objectives achieved.

In the fifth chapter we will explore the discipline of the compensation of administrators in the Spanish legal system through the examination of the novelties introduced in its order with the *Ley de sociedades de capital*, with the codes of *Buen Gobierno* as well as with *Código Unificado de Buen Gobierno* de las sociedades cotizadas.

**LA DISCIPLINA DELLA REMUNERAZIONE DEGLI  
AMMINISTRATORI TRA CLAUSOLE GENERALI E STRUMENTI  
DI CONTROLLO. UN'ANALISI DI DIRITTO COMPARATO**

**INDICE**

---

*Abstract*

**Introduzione**

Capitolo Primo

**INQUADRAMENTO E CONTESTO DI RIFERIMENTO**

1. Inquadramento, profili problematici ed evoluzione del dibattito
2. La normativa europea
  - 2.1. I primi interventi in materia di remunerazione
  - 2.2. La direttiva degli “*Shareholder Rights*” 2007/36/CE
- 2.3. La direttiva (UE) 2017/828

Capitolo secondo

**LA REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI  
NELL'ORDINAMENTO ITALIANO**

1. Il quadro normativo di riferimento
2. Le forme di remunerazione previste dall'art. 2389 c.c.
3. L'art. 114 *bis* Testo Unico della Finanza
4. La disciplina della remunerazione degli amministratori: l'art. 123 *ter* Testo Unico della Finanza e il Codice di Autodisciplina

Capitolo terzo

**L'EVOLUZIONE DELLA DISCIPLINA NEGLI STATI UNITI:**

## **IL SAY ON PAY**

1. Cenni sul contesto di riferimento: *agency theory* e *corporate governance*
2. La normativa statunitense e la sua evoluzione
  - 2.1. Il *Securities Exchange Act* del 1934 e le successive modifiche
  - 2.2. Il *Dodd-Frank Act* del 2010
3. Il dibattito più recente: criticità e limiti del *say on pay*

### Capitolo Quarto

## **IL SISTEMA INGLESE E ALTRE ESPERIENZE DI COMMON LAW**

1. Il modello inglese: l'origine del *say-on-pay approach*
  - 1.2 Il *say on pay* tra vincolatività e *soft law*
  - 1.3 Campo di applicazione e modalità di voto
2. L'ordinamento australiano e la “*two-strike rule*”
3. Il paradigma dell'ordinamento di un Paese in via di sviluppo: il sistema nigeriano

### Capitolo Quinto

## **LA RIFORMA DELLA DISCIPLINA DEI COMPENSI DEGLI AMMINISTRATORI NELLA *LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL***

1. La disciplina previgente
2. Le novità introdotte nella *Ley de sociedades de capital*
  - 2.1. Considerazioni sistematiche
  - 2.2. Analisi della riforma
3. I codici di *Buen Gobierno*
  - 3.1. Il *Còdigo Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas* del 2015

### **Considerazioni conclusive**

### ***Indice bibliografico***

## INTRODUZIONE

La remunerazione degli amministratori è stata a lungo considerata una variabile chiave del governo societario non solo perché si appalesa come fattore fondamentale nell'assicurare alla società il reperimento delle necessarie competenze sul mercato del lavoro dei *manager*, ma anche perché in linea di principio, qualora adeguatamente strutturata, può consentire un migliore allineamento degli interessi del *management* con quelli degli azionisti.

In un contesto di informazioni asimmetriche, il modello teorico suggerisce che un contratto di remunerazione efficiente, vale a dire con un adeguato *mix* di componenti fissi e variabili, può contribuire efficacemente al superamento di parte dei rischi – *rectius* costi – di *agency*<sup>1</sup>.

Tuttavia, sovente le previsioni teoriche si scontrano con realtà che lasciano emergere difficoltà concrete ed incognite non sempre preconizzabili. Nel contesto di riferimento, tali incognite s'annidano per lo più nel rischio che i *manager* influenzino il processo di retribuzione a proprio vantaggio inficiando l'efficienza del modello e delle sue premesse<sup>2</sup>; come pure nel rischio che gli strumenti impiegati per siffatto allineamento di interessi importino effetti collaterali – per così dire – i quali inducano gli stessi *manager* a perseguire politiche discutibili in termini di

---

<sup>1</sup> V. M.C. JENSEN, W.H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, 305; E. FAMA, M.C. JENSEN, *Separation of ownership and control*, in *Journal of Law and Economics*, 1983, 26, 301-325; JENSEN M.C., MURPHY K.J., *CEO Incentives – It's not how Much you Pay, but How*, in *Harvard Business Review*, May-June, 1990, 138-53. L'annullamento di siffatti costi non è, come noto, possibile, attesa tra l'altro l'impossibile di eliminare del tutto il rischio della c.d. *one-time defalcation*.

<sup>2</sup> V. R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, *Corporate ownership around the world*, in *Journal of Finance*, 1999, 54, 471-517.

interesse sociale: si considerino ad esempio strategie eccessivamente calibrate sulla massimizzazione del valore delle azioni nel breve periodo.

I legislatori e le autorità di regolamentazione hanno sostenuto varie riforme volte ad aumentare la trasparenza e il coinvolgimento degli azionisti nella politica societaria, con particolare riferimento – e talvolta enfasi – alle politiche di remunerazione dei *manager*. Se, da un lato, appare certamente fondamentale fornire agli azionisti maggiori informazioni sui pacchetti retributivi assegnati, dall'altro, è altrettanto rilevante illustrare la politica retributiva. Appare, infatti, fondamentale dare “voce in capitolo” agli azionisti per promuovere la loro attiva gestione come catalizzatore di pressione del mercato, giacché la determinazione del compenso rappresenta un momento in cui l'interesse personale degli amministratori emerge con evidente nitore e con la trasparenza si può meglio gestire e nel caso arginare il conflitto di interessi.

Il problema principale si rinviene nel giungere alla determinazione di un compenso che sia per un verso competitivo, in grado di attirare i *manager*; e per l'altro che non sia esorbitante e quindi in danno degli azionisti. Vero è che questo delicato bilanciamento si scontra con l'interesse dei *manager* a una più significativa retribuzione, ma vero è anche che gli strumenti di gestione di questo conflitto e di ricerca di questo equilibrio possono divenire strumenti di *corporate governance*, *id est* di allineamento degli interessi degli amministratori a quelli della società. Il che val quanto dire che le strategie di risoluzione di questo problema possono finanche contribuire alle strategie più generali di riduzione dei costi di *agency* nel contesto dell'anonima: si pensi alle *stock option* che fin dai primi anni della loro introduzione sono state salutate come misure in grado di allineare gli interessi dei *manager* con

quelli degli azionisti appunto – salvo poi rivelarsi forieri di altre distorsioni, segnatamente il già menzionato incremento della propensione da parte dei *manager* a perseguire politiche di massimizzazione del valore delle azioni nel breve periodo con lo scopo di massimizzare il profitto collegato alle *stock option*.

Peraltro, attesa la complessità del problema, sovente non si rinviene in un unico strumento la soluzione del conflitto.

Nelle ultime due decadi alle più tradizionali strategie di gestione di questo conflitto si è affiancata la tendenza a introdurre ed enfatizzare gli obblighi di informazione sulle politiche di remunerazione: il c.d. *say on pay*; e più in generale a consentire un intervento più diretto e consapevole degli azionisti nelle decisioni sui compensi degli amministratori.

In particolare, gli ordinamenti statunitense e inglese, ma anche quelli olandese, danese e australiano, per citarne alcuni, hanno costantemente implementato strumenti di “*voice*” degli azionisti. In alcuni di questi sistemi, come quello olandese e quello danese, il voto sulla politica retributiva è vincolante, mentre in altri (ad es. statunitense e inglese), sebbene sia obbligatorio sottoporre all’assemblea la determinazione in ordine a siffatta politica, l’esito del voto non è necessariamente vincolante.

Ciò a tacere di un altro evidente *trend* che può registrarsi in materia: la differenziazione dei regimi di controllo sulle remunerazioni degli amministratori tra società quotate e/o ad azionariato diffuso e società non quotate.

In ambito UE, dal 2004 la Commissione Europea ha emanato diverse Raccomandazioni giustappunto in materia di retribuzione delle società quotate in borsa, mentre più recentemente l’attenzione si è spostata sul settore bancario. Nel



suo piano d'azione sul governo societario del dicembre 2012, la Commissione ha annunciato l'intenzione di presentare proposte legislative nel corso del 2013, in modo da aumentare la trasparenza e il controllo degli azionisti sulla remunerazione dei *manager* d'impresa. In tal senso, nel 2017 la Commissione ha emanato la Direttiva (UE) 2017/828, in modifica della previgente Direttiva 2007/36/CE, al fine di superare le criticità associate all'esercizio del diritto di voto e agevolare un maggiore attivismo. Essa è volta a favorire un più consapevole e stabile coinvolgimento degli azionisti nel governo societario e a semplificare l'esercizio dei relativi diritti.

Con quest'ultima Direttiva la Commissione ha voluto introdurre nuovi criteri normativi volti, da un lato, a facilitare alle società l'identificazione dei propri azionisti e, di conseguenza, una tempestiva attribuzione del diritto di voto nonché, dall'altro, a far sì che gli intermediari agevolino l'esercizio dei diritti da parte dell'azionista, ivi compreso appunto il diritto di partecipare e votare nelle assemblee. Viene, inoltre, richiesto a investitori istituzionali e gestori di attività di fornire una completa *disclosure* in ordine alla propria politica di impegno nelle società partecipate e alla politica di investimento – dovendosi ritenere questa informazione rilevante per gli azionisti anche per le determinazioni sulla materia qui in interesse. Vengono, infine, nella Direttiva dettati presidi informativi e procedurali relativamente alla politica di remunerazione degli amministratori (e alle operazioni con parti correlate).

Per quanto attiene poi agli ordinamenti inglese e statunitense, la letteratura accademica ha esaminato l'efficacia delle riforme adottate in materia di remunerazione degli amministratori analizzando sia le determinanti del dissenso

degli azionisti sia i suoi effetti sui pacchetti retributivi. Per quanto riguarda le determinanti, una variabile chiave che guida il dissenso si è rivelata essere il livello della retribuzione degli amministratori delegati. Altre variabili che sembrano essere rilevanti sono il rapporto tra retribuzione e *performance*, e la sensibilità della prima rispetto alle variazioni sulla seconda; la potenziale diluizione delle *equity grant*; il rischio aziendale e la capacità dei requisiti collegati alla parte variabile della retribuzione di assicurarne plasticamente l'adeguatezza<sup>3</sup>. Per quanto riguarda la capacità di un voto negativo di influenzare il livello e la struttura dei pacchetti retributivi, le prove di disponibilità sono contrastanti. Mentre taluni<sup>4</sup> rinvencono poche prove del fatto che l'invio di un voto negativo alteri materialmente il livello e la struttura della retribuzione dei CEO, tal altri<sup>5</sup> ritengono che i consigli di amministrazione effettivamente tengano conto del voto negativo e riducano l'eccesso di retribuzione per le aziende i cui CEO hanno un livello di retribuzione superiore alla media. Invero, indipendentemente dalla circostanza che la retribuzione sia più alta della media, alcuni<sup>6</sup> sostengono che la retribuzione dei CEO è sempre più sensibile ai risultati insoddisfacenti delle aziende che si trovano ad

---

<sup>3</sup> V. W.M. ALISSA, *Boards' response to shareholders' dissatisfaction: The case of shareholders' say on pay in the UK*, *Eur. Account. Rev.*, 2015, 24, 727-752; M.E. CARTER, V. ZAMORA, *Shareholder remuneration votes and CEO compensation design*, in *AAA 2008 MAS Meeting Paper*, 2007; M. CONYON, G. SADLER, *Shareholder voting and directors' remuneration report legislation: Say on pay in the UK*, in *Corporate Governance: An International Review*, 2010, 18, 296-312; Y. ERTIMUR, F. FERRI, D. OESCH, *Shareholder votes and proxy advisors: Evidence from say on pay*, in *Journal of Accounting Research*, 2013, 51, 951-996; S. BALSAM, J. YIN, *The impact of say-on-pay on executive compensation*, in *Journal of Accounting and Public Policy*, 2016, 35, 162-191; M.B. KIMBRO, D. XU, *Shareholders have a say on executive compensation: Evidence from say-on-pay in the United States*, in *Journal of Accounting and Public Policy*, 2016, 35, 19-46.

<sup>4</sup> V. M. CONYON, G. SADLER, *op. cit.*

<sup>5</sup> V. W.M. ALISSA, *op. cit.*

<sup>6</sup> V. F. FERRI, D. MABER, *Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK*, in *Review of Finance*, 2013, 17, 527-563.

affrontare una sostanziale opposizione nel voto sulla relazione in materia remunerazione; tuttavia, non forniscono alcuna prova di un cambiamento *ex post* del livello di retribuzione dei CEO.

Infine, non manca chi<sup>7</sup> concluda che i consigli di amministrazione rispondono in modo selettivo alla disapprovazione degli azionisti curando i *bonus* salariali in eccesso e le assegnazioni di *stock option*.

Invero, di là dai dati sulle remunerazioni e sugli effetti di un voto contrario sulle stesse remunerazioni (per un *say on pay* non vincolante), il meccanismo del *say on pay* va verificato innanzitutto a livello teorico e in relazione alle diverse strutture proprietarie. Non vi è chi non veda come, oltre a una potenziale utilità in termini di espressione del dissenso sulle politiche di remunerazione, il *say on pay* possa avere già in sé un effetto “deterrente” verso gli abusi come ogni strategia di *disclosure*; e come, per altro verso, la forte prevalenza degli azionisti di controllo nell’azionariato sia destinata a inficiare la valenza rappresentativa del predetto dissenso.

Inoltre, per individuare quali fattori spingano gli azionisti a votare contro le politiche di remunerazione, il dissenso espresso dai soci in assemblea deve essere valutato in rapporto a un ampio *set* di variabili che misurano la struttura della remunerazione degli amministratori, il livello di *disclosure* delle politiche sulla remunerazione, l’attivismo degli investitori istituzionali e le caratteristiche degli assetti proprietari.

Al fine di pervenire a questo risultato, è opportuno che l’indagine prenda le proprie mosse da un’attenta analisi sulla normativa europea e su quella italiana, da una

---

<sup>7</sup> V. M.E. CARTER, V. ZAMORA, *Shareholder remuneration votes and CEO compensation design*, in *AAA 2008 MAS Meeting Paper*, 2007.

verifica circa la circolazione di eventuali modelli, per approdare alle riflessioni sulle diverse declinazioni del *say on pay* e, in particolare, sull'efficacia del voto consultivo sulle politiche di remunerazione nelle società quotate fornendo.

In tal senso, appare con tutta evidenza l'importanza degli ordinamenti statunitense e inglese nel dibattito in materia e nella promozione di questo tipo di approccio.

Con riferimento al nostro ordinamento, poi, si dovrà considerare la disciplina sulle *executive's remuneration* nelle società quotate italiane partendo dal diritto comune, segnatamente 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; e alla Relazione sulla Remunerazione di cui all'art. 84 *quater* e all'allegato n. 3A, schema 7 *bis*, del Regolamento Emittenti – il quale 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 n. 2004/913/CE e n. 2009/385/CE.

L'indagine, tuttavia, si profilerebbe come incompleta se non tenesse, altresì, conto delle diverse strutturazioni possibili delle remunerazioni degli amministratori e, in particolare, dei meccanismi di remunerazione variabile, attraverso la corresponsione di retribuzione basata su strumenti finanziari “*equity – based*” – vale a dire, come si dirà, nell'attribuzione di diritti di opzione su azioni “*stock option*” ovvero direttamente nell'attribuzione di azioni “*stock grant*”. Invero, come è noto, la remunerazione variabile può assumere la forma della partecipazione agli utili.

Alla ricostruzione della normativa interna e di quella europea non può che seguire

l'analisi del modello di riferimento in tema di *say on pay*, ovverosia quello statunitense. È qui infatti che ha avuto origine questa strategia, anche alla luce del fatto che ivi sono prevalenti le *public company* ove il problema della remunerazione degli amministratori è particolarmente sentito.

A ben vedere, l'ordinamento nord americano è stato, per quasi un secolo, l'unico ad aver previsto una disciplina *ad hoc* circa le regole in materia di trasparenza sulla remunerazione dei *manager*, seguito nel 1993 dal sistema canadese, nel 1997 dal sistema britannico, nel 2000 dal sistema sudafricano, irlandese e australiano nel 2004. È noto, infatti, come gli obblighi di *disclosure* nell'ordinamento americano affondino le proprie radici nella filosofia cui quel sistema si è affidato dal “New Deal” in avanti, quale parte della reazione al crollo della borsa di *Wall Street* del '29 del secolo scorso e alla conseguente crisi che travolse l'intera economia. Non a caso, proprio in occasione della reazione ad un'altra crisi, quella del 2008, la materia delle *executive compensation* è stata nuovamente oggetto di uno specifico intervento legislativo – come dire che il profilo diviene particolarmente sensibile, anche per ragioni metagiuridiche se non in parte demagogiche, ogni qualvolta i sistemi di controllo si rivelano insufficienti e le crisi si fanno strada.

Per contro, va attribuito all'ordinamento inglese il primato dell'introduzione di un voto assembleare sui compensi spettanti agli amministratori, nonché un ruolo fondamentale nell'ispirare gli interventi europei in materia – il legislatore britannico è intervenuto sul punto 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*. Il *say on pay* si mostra originariamente nel 2002 dove la prima versione della disciplina prevedeva

l'obbligo per ciascuna società quotata – nel Regno Unito o in qualsiasi altro stato dell'UE, o alla Borsa di New York o al NASDAQ – di produrre il “*directors' remuneration report*” (DRR) all'interno del quale inserire rapporti dettagliati circa la remunerazione degli amministratori da sottoporre al voto consultivo dell'assemblea, nonché presentare una relazione agli azionisti in occasione di ogni *Annual General Meeting* (AGM).

Il ripercorrere le tappe dell'evoluzione dello strumento non costituisce, comunque, un mero esercizio accademico ma consente *in primis* di ricostruire la circolazione del modello; in secondo luogo, di apprezzarne le declinazioni e le varianti; e, infine, di valutare la circolazione e l'idoneità dei diversi approcci rispetto all'ordinamento interno.

D'altro canto, il *say on pay* costituisca oggi una costante nelle strategie di gestione della questione della remunerazione degli amministratori è un dato che emerge con evidenza dall'analisi comparatistica. Ma parimenti, l'indagine di diritto comparato dà conto di come ogni ordinamento, pur adottando siffatta filosofia, abbia poi inteso calibrarne la penetranza rispetto alle specifiche esigenze. Ad esempio, si consideri che anche la prima versione del *say on pay* introdotta nell'ordinamento australiano, su modello di quello inglese, prevedeva che il voto degli azionisti sulla remunerazione degli amministratori fosse del tutto privo di efficacia vincolante. Dipoi, tuttavia, il legislatore australiano ha deciso di impiegare una soluzione mediana, nota come regola del “*two strike*”, rispetto alla dicotomia carattere meramente consultivo o carattere vincolante del voto assembleare.

In questa prospettiva, di utilità non secondaria è finanche l'analisi di un ordinamento di common law, quale quello nigeriano che rappresenta un'economia

in più rapida crescita ma con un mercato dei capitali non del tutto sviluppato e un meccanismo di governo societario debole. Ivi, infatti, può verificarsi il menzionato percorso di crescita e la relazione tra strumenti di controllo sul punto, equilibrio delle remunerazioni e obiettivi conseguiti.

Da ultimo, l'indagine non può prescindere da un'analisi dell'ordinamento spagnolo. Ivi, solo nel 2003, con l'emanazione della *ley* n. 286 – deputata a modificare la *ley* n. 24 del 1988 sul mercato dei valori immobiliari – il legislatore ha introdotto per le società quotate l'obbligo di trasparenza e di istituzione presso le stesse di un “*informe anual de gobierno corporativo*” (*IAGC*), con il compito principale di informare il mercato e la *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, oltre che delle caratteristiche del sistema di gestione dei rischi adottato dalla società, anche della sua struttura e delle regole di *governance*. Ma è poi con la nuova disciplina della *remuneración de los administradores* nella *Ley de Sociedades de Capital* (*Ley* n. 31 del 3 dicembre 2014) – secondo una scelta in parte innovativa – che si è intervenuti significativamente in materia di remunerazioni degli amministratori<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> In argomento, v. *ex multis*, P. MATERA, *La nuova disciplina dei compensi degli amministratori delle società di capitali nel diritto societario spagnolo: prime note e cenni comparatistici*, in *Europa e diritto privato*, 2015, 4, 776.

## CAPITOLO PRIMO

### INQUADRAMENTO E CONTESTO DI RIFERIMENTO

**SOMMARIO:** 1. Inquadramento, profili problematici ed evoluzione del dibattito – 2. La normativa europea – 2.1. I primi interventi in materia di remunerazione – 2.2. La direttiva degli “*Shareholder Rights*” 2007/36/CE – 2.3 La direttiva (UE) 2017/828.

#### 1. INQUADRAMENTO, PROFILI PROBLEMATICI ED EVOLUZIONE DEL DIBATTITO

La disciplina della remunerazione degli amministratori, al centro del dibattito nazionale ed internazionale sulla *corporate governance*, rappresenta uno dei più rilevanti elementi di novità nella legislazione europea e statunitense; come noto, esso si sostanzia in una procedura mediante la quale l’assemblea dei soci esercita il diritto di essere consultata nel processo di determinazione dei compensi degli amministratori – incidendo così direttamente sugli “attori” del *management* societario.

Va subito precisato come il tema della remunerazione degli amministratori interessa tutte le società commerciali, non solo le grandi società finanziarie – come dimostrato, dal punto di vista comparatistico, dalla giurisprudenza dei principali ordinamenti occidentali<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Per un maggiore approfondimento si rimanda per gli ordinamenti europei tra i tanti a G. FERRARINI, N. MOLONEY, C. VESPRO, *Executive Remuneration in the EU: Comparative Law and Practice*, in *Oxford Review of Economic Policy*, 2005, 32, 304-323; FERRARINI G., MOLONEY N., *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, in *Riv. soc.*, 2005, 588 ss., D.G. BAUR, *Decoupling from the Owners and Society? An Empirical Analysis of Executing Compensation in Germany*, 2008; R. BENDER, *The Determination of Directors’*



Proprio l'indagine comparatistica consente di isolare i molteplici profili che concorrono a comporre il *say on pay*, ciascuno dei quali è suscettibile di opzioni regolatorie tra loro alternative.

Orbene, prima ancora di affrontare nello specifico l'istituto della remunerazione degli amministratori nell'ordinamento europeo e in quello italiano – per poi compararlo con la disciplina presente nei maggiori sistemi non solo europei – appare necessario ricostruire il quadro storico che ha fatto emergere il problema relativo ai compensi degli amministratori.

È innegabile, infatti, come il tema della remunerazione degli amministratori di società quotate, negli ultimi decenni, ha suscitato grande interesse a livello nazionale, europeo e mondiale. Società che, è bene immediatamente precisare, non sono affatto le uniche destinatarie delle disposizioni che si occupano del fenomeno *de quo*, ma che hanno costituito l'*occasio iuris* per ripensare all'utilizzo dello strumento qui in interesse.

Ciò che ha spinto i legislatori di ogni ordinamento ad interessarsi a tale tematica deriva, prima di tutto, dagli scandali societari manifestatisi sia negli Stati Uniti a partire dai casi *Enron, Tyco e WorldCom*<sup>10</sup>, sia in Europa, a partire dai casi *Royal*

---

*remuneration in UK Listed Companies*, London, Centre for Business Performance, in ICAEW, 2004, FERNÁNDEZ ARMESTO, *La retribución de los consejeros*, in BUENO (diretto da), *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia e la confianza*, Madrid, 2005, 207 ss.; per l'ordinamento americano L.A. BEBCHUCK, J.M. FRIED, *Pay without Performance, The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, in *Industrial & Labor Relations Review*, 2004 (e ID., “*Pay without Performance. Overview of the Issues*”, in *J. Corp. L.*, 2005, 30, 647 ss., nonché J.N. GORDON, *Executive Compensation: If There's a Problem, What's the Remedy? The Case for “Compensation Disclosure and Analysis”*, in *J. Corp. L.*, 2005, 30, 675 ss.

<sup>10</sup> Il caso Enron costituisce il più clamoroso incidente di percorso del modello neo-americano a partire dal momento del suo successo definitivo, coincidente con la caduta del muro di Berlino ed il trionfo della c.d. mondializzazione neo-liberista. Sull'argomento, v. *ex multis*, U. MATTEI, F.

*Ahold e Vivendi Universal*<sup>11</sup>, e a seguire, nella crisi che ha investito l'economia globale dal 2008 con lo scoppio della bolla speculativa dei mutui *sub-prime*.

Primariamente l'attenzione era attratta proprio dal continuo aumentare in modo sproporzionato delle remunerazioni dei *manager* rispetto a quelle dei lavoratori – e generava, secondo le aspre critiche che si sono mosse, un incremento del divario sociale tra le due categorie di soggetti all'interno della società.

Ma, d'altronde, non può non contestualizzarsi proprio tale dibattito. Infatti, l'attuale congiuntura economica notoriamente ha iniziato a manifestarsi nell'ormai lontano 2006 per conclamarsi nel 2008. Ed il parallelo tra quanto avvenuto con la crisi del '29 del secolo scorso e la recente crisi è più che evidente: negli Stati Uniti l'ideazione di ulteriori prodotti finanziari derivati dalla cartolarizzazione<sup>12</sup> dei debiti *sub-prime*<sup>13</sup>, ha aumentato l'inflazione globale, con conseguente crollo di fiducia dei mercati borsistici, derivante proprio dallo scoppio della bolla immobiliare, e con la perdita di valore degli istituti di credito che, a quel punto, non più in grado di erogare crediti, e dunque, di garantire quella liquidità finanziaria che è caposaldo di quel sistema economico.

---

SARTORI, *Conflitto continuo. A un anno da Enron negli Stati Uniti e in Europa*, in *Politica del Diritto*, 2003, 177 ss.

<sup>11</sup> Nel caso *Royal Ahold* – società operante nel settore della distribuzione – la società nel 2003, dopo aver riconosciuto cospicue remunerazioni ai propri amministratori, ha annunciato di aver effettuato un'eccessiva stima degli utili operativi degli esercizi del 2001 e del 2002 per circa 500 milioni di euro, mentre nel caso *Vivendi Universal* – società 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.

<sup>12</sup> Procedura con cui la banca vende il credito per il mutuo concesso al cliente ad una società, detta veicolo. La società veicolo paga la banca con denaro liquido che poi recupera emettendo obbligazioni garantite dal mutuo. (Cfr. [www.dizionariofinanziario.it](http://www.dizionariofinanziario.it)).

<sup>13</sup> Sottoscrizione di mutui a basse garanzie nei confronti di soggetti non solvibili.

Ebbene, come altrettanto noto, la suddetta crisi si è improvvisamente palesata nel fallimento e nel salvataggio pubblico di imprese finanziarie di rilevanza sovranazionale e l'effetto di trascinamento ha coinvolto l'intera economia mondiale<sup>14</sup>.

In Usa all'origine di questo fenomeno si rinviene una vertiginosa crescita del mercato immobiliare, la quale a seguito del forte aumento dei prezzi delle abitazioni e della successiva espansione degli investimenti nel settore ha portato ad una vasta concessione di mutui.

Le banche d'affari – tra le quali *Lehman Brothers*, *Goldeman Sachs* e *Morgan Stanley* – però, sono andate oltre la loro capitalizzazione e pur di continuare nella speculazione (oramai “*committed*”), hanno rastrellato liquidità, convertendo detti mutui in obbligazioni e immettendone una imponente quantità sul mercato. E così, alla luce del crollo immobiliare “*i prenditori di mutui, molti dei quali avevano sottoscritto contratti a tasso variabile e con cedole di pagamento legate al valore delle case stesse, non sono stati più in grado di ripagarli*”<sup>15</sup>; sono crollati, di conseguenza, anche i titoli e molte banche d'affari sono andate incontro al fallimento – il più grande fallimento della storia degli Stati Uniti fu la bancarotta di *Lehman Brothers* che fece precipitare le borse mondiali con effetti devastanti sull'intero sistema economico-finanziario.

---

<sup>14</sup> V. G. BOFFELLI, *Remunerare gli amministratori. Compensi, incentivi e governance*, in *I Quaderni della scuola di Alta Formazione*, P. RIVA (diretto da), Milano, 2006, 39, 11 ss.

<sup>15</sup> Cfr. E. FAIA “*Subprime, crisi dei mutui*”, in *Dizionario di economia e finanza*, 2012.

I titoli derivati, infatti, rappresentavano una quota importante e non bilanciata nel portafoglio di numerosi istituti di credito europei; il crollo del loro valore ha determinato una brusca perdita di capitalizzazione.

A subirne pesantemente le conseguenze sono stati gli istituti bancari tedeschi e francesi, e la crisi, a questo punto, ha iniziato a far sentire i suoi effetti anche in Europa, avendo detti istituti avuto, al pari di quelli americani, la necessità di “rastrellare” liquidità, a loro volta, per ricapitalizzarsi; la banca tedesca, per esempio, ha ammesso le proprie difficoltà – con i ben comprensibili effetti sul valore delle sue azioni – e chiesto un finanziamento straordinario alla Banca d’Inghilterra.

Soluzione, questa, assai dissimile a quella statunitense. Per ovviare alla crisi così generata, infatti, l’America ha battuto moneta – con conseguente svalutazione – e ha finanziato direttamente le banche; finanziamento che l’Europa, peraltro “prigioniera” della sua atipicità – non avendo un’unità politica e quindi una vera Banca Centrale Europea con poteri autonomi e indipendenti dalle influenze politiche degli Stati membri – non è riuscita a fare. Anzi, si è diretta nell’opposta direzione.

Il 2008, oltre ad essere stato l’anno di scoppio della congiuntura economica, è stato caratterizzato anche dai primi tentativi di ovviare a detto problema.

Mentre gli Stati Uniti approvavano un piano di risanamento, l’Unione europea tracciava i confini di una strada al cui interno gli Stati, con una ben limitata autonomia, hanno cercato di risolvere la situazione più o meno allo stesso modo e ovverosia mettendo a disposizione fondi per lo più a favore di istituti di credito che in altre circostanze sarebbero stati destinati al mercato.

Più in particolare, lo Stato tedesco ha istituito un fondo per la stabilizzazione del mercato finanziario prevedendo la partecipazione azionaria dello Stato per ciascun istituto di credito che ne avesse fatto richiesta.

In Francia è stato istituito un fondo, denominato “*Fonds d'Investissement Stratégique*”, a disposizione di piccole e medie imprese.

L'Italia, a sua volta, con la legge n°185/2008 ha creato i c.d. “Tremonti bond<sup>16</sup>” erogati, a richiesta, dal Ministero dell'Economia e della Finanza con lo scopo di fornire la garanzia statale sulla passività delle banche, su operazioni bancarie di rifinanziamento e sui finanziamenti erogati dalla Banca d'Italia per ovviare a gravi crisi di liquidità.

La problematica rappresentata, insieme alla crisi dei debiti sovrani, ha innescato un effetto domino per cui la crisi finanziaria si è trasformata in crisi di mercato dove diversi imprenditori sono falliti per l'inesigibilità dei crediti e non per i debiti, soprattutto nei confronti dello Stato e delle sue articolazioni (ivi compresi gli enti locali).

Il crollo delle imprese – e, quindi, delle banche in quanto tali – a far data dal 2008 ha evidenziato, pertanto, il fallimento di una gestione societaria incapace di valutare, e successivamente prevenire, i rischi intrinseci delle transazioni finanziarie operate.

Orbene, tutto ciò ha condizionato fundamentalmente la tematica qui in interesse.

Come noto, quando le imprese entrano in crisi, coloro che sono direttamente (ma anche indirettamente) danneggiati sono indotti a ricercare le cause e ad attribuire

---

<sup>16</sup> Obbligazioni bancarie speciali, sottoscritte dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, emesse dagli istituti di credito quotati ed in sane condizioni finanziarie.

elevate responsabilità ai *top manager*. Tale responsabilità diviene esplicita nel momento in cui emergono chiari errori di gestione o comportamenti anomali, e diventa più intensa se chi gestisce le leve di comando non solo è lautamente remunerato ma, altresì, non subisce gli esiti negativi della gestione<sup>17</sup>.

Infatti, malgrado il fallimento nella gestione del rischio, sembrava che gli amministratori avrebbero continuato a mantenere ingenti compensi senza, tuttavia, avere alcun obbligo di restituire o rimborsare i soldi “persi” sotto il loro controllo. Per tale ragione, le strutture retributive dei *manager* sono state sottoposte a un controllo più approfondito e l’approccio al profilo è radicalmente mutato.

Il carattere della remunerazione degli amministratori assume grande rilevanza soprattutto nel momento in cui le società intendono attirare, trattenere e promuovere attività aziendali di successo, i talenti manageriali devono essere incentivati e compensati in modo appropriato. Il buon governo societario (CG) si aspetta che un consiglio di amministrazione, nel considerare la retribuzione dei *manager*, prenda atto delle sfide nei compiti svolti dai *manager* stessi.

Da ciò ne discende il principio della correttezza della remunerazione. Correttezza intesa come ragionevolezza: per attrarre e fidelizzare i migliori *executive* – i quali necessariamente pretendono al raggiungimento del massimo guadagno – la remunerazione non solo deve essere adeguata ma anche idonea a 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 produrre.

---

<sup>17</sup> V. G. BOFFELLI, *op cit.*

In sostanza, da un lato i legislatori intrapresero dei percorsi diretti a riformare prima di tutto la *corporate governance* delle società quotate, attraverso la valorizzazione del ruolo degli amministratori indipendenti e dei soci, con lo scopo di assicurare una negoziazione del pacchetto retributivo adeguata ma allo stesso tempo equilibrata (“*at arm’s length*”); dall’altro attraverso interventi diretti sulla composizione del pacchetto retributivo con il preciso scopo di incentivare la creazione di valore sostenibile per l’impresa nel medio-lungo periodo.

In tale contesto, assume centralità la previsione del cd. *say on pay*, strumento attraverso il quale gli azionisti hanno la possibilità di esprimere il proprio voto – vincolante o non vincolante<sup>18</sup> – sulle politiche di remunerazione degli amministratori ovvero sulle retribuzioni ad essi effettivamente corrisposte.

Più precisamente, il *say on pay* si può definire come “*a recurring, mandatory, binding or advisory shareholders’ vote, provided by law, that directly or indirectly through the approval of the remuneration system, remuneration report or remuneration policy, governs the individual or collective global remuneration package of the executives or managing directors of the corporation*”<sup>19</sup>.

A livello comunitario il modello del *say on pay*, tuttavia, presuppone un diritto di voto vincolante dei soci rispetto alle politiche retributive degli amministratori che, in realtà, altro non rappresenta che il riflesso di una ben più ampia concezione, volta

---

<sup>18</sup> Il voto riconosciuto ai soci sulle politiche retributive della società può avere natura vincolante, c.d. *binding vote*, o consultiva, c.d. *advisory vote*.

<sup>19</sup> Cfr. R.S. THOMAS, C. VAN DER ELST, *Say on Pay around the World*, in *Washington University Law Review*, 2015, 93, 658.

a valorizzare il ruolo degli azionisti nell'ambito della *governance* societaria, anche rispetto alla decisione su materie rientranti tipicamente nella sfera amministrativa<sup>20</sup>. La stessa Commissione Europea ha di recente sollecitato gli Stati membri ad intervenire con specifiche disposizioni, al fine di consentire agli azionisti di esercitare “il diritto di voto sulla politica retributiva degli amministratori” e alle società di retribuire gli amministratori “solo secondo la politica retributiva approvata dagli azionisti” almeno ogni tre anni.<sup>21</sup>

In quest'ottica un indice della ragionevolezza della remunerazione è dato dalla sua corretta negoziazione di mercato (“*at arm's length*”), laddove la società – e, in particolare, il consiglio di amministrazione – svolga le contrattazioni e finalizzi gli accordi retributivi a condizioni *fair*<sup>22</sup>.

Ecco che, allora, la predisposizione di adeguati sistemi d'incentivazione del *management* diventa una condizione necessaria per mitigare gli *agency costs* e assicurare, dunque, un'efficace allocazione delle risorse. Non bisogna, infatti, dimenticare come la centralità della posizione degli amministratori nella direzione della società comporti specifici obblighi e divieti posti carico di questi ultimi al fine di prevenire situazioni di conflitto di interessi, ancorché potenziale, con la società che sono deputati ad amministrare.

---

<sup>20</sup> Artt. 9 *bis* (“Diritto di voto sulla politica retributiva”) e 9 *quater*, co. 2, (“Diritto di voto sulle operazioni con parti correlate”) della Proposta di modifica della Direttiva 2007/36/CE (c.d. “azionisti”).

<sup>21</sup> Cfr. art. 9 *bis*, par. 1, della Proposta di modifica della Direttiva 2007/36/CE.

<sup>22</sup> V. D.U. SANTOSUOSSO, *Conflitti di interessi nella remunerazione degli amministratori*, in A. SARCINA, J.A. GARCIA CRUCES (a cura di), *L'attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario italiano e spagnolo a confronto*, Bari, 2010, 129 ss.



Ovviamente, il tema del conflitto di interessi lungi dall'essere di facile inquadramento. Il *management*, infatti, nel corso dello svolgimento delle proprie funzioni può porre in essere comportamenti volti a favorire degli obiettivi per specifici interessi personali, non sempre coincidenti con gli obiettivi dell'azienda. Una delle principali questioni relative alla *corporate governance* è indubbiamente quella sottesa alla separazione tra proprietà e controllo – tipica delle *corporation* americane.

## **2. LA NORMATIVA EUROPEA**

### **2.1. I PRIMI INTERVENTI IN MATERIA DI REMUNERAZIONE**

Le debolezze strutturali del rapporto d'incentivazione e il conflitto d'interessi congenito nel procedimento di determinazione del compenso degli *executive* sembrano aver acquistato interesse solo di recente<sup>23</sup>.

In assoluto, il primo intervento sulla materia della remunerazione degli amministratori si è registrato il 4 novembre 2002, quando l'“*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*” contenente talune proposte di modernizzazione della *corporate governance* a livello comunitario e alcune raccomandazioni in tema di remunerazione degli amministratori.

---

<sup>23</sup> V. G. FERRARINI, N. MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori*, cit., 615 ss.; D.U. SANTOSUOSSO, *op. cit.*

La citata relazione ha destato grande interesse nella Commissione Europea, tant'è che quest'ultima, il 21 maggio 2003, ha trasmesso al Consiglio e al Parlamento Europeo una Comunicazione<sup>24</sup> dal titolo "Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione Europea – Un piano per progredire". Comunicazione che suggeriva, sulla scia delle principali proposte di modifica presentate dalla "High Level Group of Company Law Experts" nonché delle conclusioni rassegnate dalla stessa nel "Final Report"<sup>25</sup> – pubblicato il 4 novembre 2002, e nel quale sussistevano già espresse autorevoli riserve circa l'opportunità di imporre a livello europeo un voto assembleare sulle politiche di remunerazione, atteso che gli effetti di un simile voto sarebbero mutati a seconda del singolo ordinamento e del relativo modello di *corporate governance*<sup>26</sup> –, di dare non solo idonea pubblicità al sistema retributivo degli amministratori, ma anche di sottoporre i relativi *stock option plan* al voto dell'assemblea nonché di istituire all'interno dei *board* dei comitati per la remunerazione.

In seguito ad un'analisi sulle prassi adottate in tema di remunerazione dalle società quotate europee, l'*European Corporate Governance Forum*, ha sottolineato la

---

<sup>24</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea - Un piano per progredire*, COM (2003) 284 definitivo, Bruxelles, 21 maggio 2003.

<sup>25</sup> L'*High Level Group of Company Law Experts* raccomandava l'adozione di una disciplina che assicurasse, *inter alia*, un'adeguata informazione nei conti annuali in merito alla politica delle remunerazioni e alla struttura dei compensi percepiti dai singoli amministratori, nonché l'approvazione preventiva da parte degli azionisti dei piani di compensi basati su azioni o opzioni su azioni. Nel *Final Report* Documento consultabile in versione digitale all'indirizzo [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf).

<sup>26</sup> «*We do not believe a shareholder vote on the remuneration policy generally should be an EU requirement, as the effects of such a vote can be different from Member State to Member State*», *Final report*, Documento consultabile in versione digitale all'indirizzo [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf), 65

presenza di diverse anomalie nelle politiche retributive; in particolar modo ha rilevato: un'eccessiva sproporzione tra parte fissa e parte variabile del *pay package*; un'eccessiva complessità degli schemi di remunerazione; una scarsa trasparenza nei confronti degli azionisti sulle politiche di remunerazione adottate dal *board*; “buone uscite” non correlate ai risultati della società (c.d. *pay for failure*); piani d'incentivazione che aumentavano il rischio di *short-termism*; nonché *golden parachutes* sproporzionati<sup>27</sup>.

Le disfunzioni delle politiche retributive evidenziate dallo *European Corporate Governance Forum* hanno indotto la Commissione Europea ad effettuare nuovi interventi normativi nel biennio 2009-2010, fondati principalmente su di un approccio completamente diverso dal precedente, basandosi, al fine di una sana e corretta gestione, sul contenuto della politica retributiva e non più sul procedimento di adozione dei compensi.

La Commissione Europea, infatti, con la Raccomandazione 2009/385/CE, integrativa delle Raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE – basate, in particolare modo, sulla procedura di determinazione della remunerazione degli amministratori, sostenendo da un lato il ruolo degli amministratori e dall'altro l'attività degli azionisti, nonché lasciando allo stesso tempo le società libere di determinare il *quantum* –, nel tentativo di allineare la remunerazione degli amministratori agli interessi a lungo termine perseguiti dalla società, ha stabilito dei

---

<sup>27</sup> V. M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in *Riv. Soc.*, 2011, 710 ss.

criteri specifici per la pianificazione della struttura del compenso degli amministratori delle società quotate<sup>28</sup>.

Ma non solo, quest'ultima Raccomandazione è intervenuta, altresì, sul contenuto della relazione in materia di remunerazione con lo scopo di renderla più facilmente comprensibile; nonché sulle funzioni del Comitato per le remunerazioni al fine di aumentarne l'indipendenza di giudizio e l'integrità nell'esercizio dei suoi compiti.

Così la Commissione Europea ha dato avvio ad un ampio processo di revisione, a lungo termine, del quadro del governo societario delle imprese, tramite una preventiva valutazione dell'efficacia del sistema normativo e autoregolamentare esistente in Europa in materia di *corporate governance*.

Processo di revisione che aveva come obiettivo principale quello di migliorare il diritto societario e le pratiche di *corporate governance* nell'Unione europea nella prospettiva di rafforzare l'economia reale, promuovere l'efficienza e la competitività delle imprese europee a livello mondiale, nonché rafforzare i diritti degli azionisti e la protezione dei terzi.

Obiettivo che la Commissione Europea ha potuto realizzare mediante l'adozione di una serie di iniziative; in particolare con:

---

<sup>28</sup> Vista la rilevanza 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.

- l'introduzione nella Direttiva contabile di regole relative alle dichiarazioni sul governo societario<sup>29</sup>;
- l'adozione di un'apposita Direttiva in materia di esercizio dei diritti degli azionisti<sup>30</sup>;
- l'adozione della decima Direttiva sul diritto societario relativa alle fusioni transfrontaliere<sup>31</sup>;
- l'adozione di due Raccomandazioni relative al ruolo degli amministratori indipendenti senza incarichi esecutivi delle società quotate e alla remunerazione degli amministratori delle società quotate<sup>32</sup>;
- la semplificazione della seconda Direttiva sul diritto societario relativa alla costituzione delle società per azioni nonché alla salvaguardia e alle modificazioni del loro capitale sociale<sup>33</sup>, della terza e della sesta Direttiva sul diritto societario relative alle fusioni e scissioni<sup>34</sup>.

---

<sup>29</sup> Quarta Direttiva del Consiglio del 25 luglio 1978 (78/660/CEE).

<sup>30</sup> Direttiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate.

<sup>31</sup> Direttiva 2005/56/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa alle fusioni transfrontaliere delle società di capitali Direttiva 2005/56/CE.

<sup>32</sup> Raccomandazione della Commissione 2005/162/CE sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio di amministrazione o di sorveglianza e della Raccomandazione 2004/913/CE della Commissione relativa alla promozione di un regime adeguato per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori delle società quotate.

<sup>33</sup> Direttiva 2006/68/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 77/91/CEE del Consiglio relativamente alla costituzione delle società per azioni nonché alla salvaguardia e alle modificazioni del loro capitale sociale.

<sup>34</sup> Direttiva 2007/63/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica le Direttive 78/855/CEE e 82/891/CEE del Consiglio per quanto riguarda l'obbligo di far elaborare ad un esperto indipendente una relazione in occasione di una fusione o di una scissione di società per azioni; Direttiva 2009/109/CE Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica le direttive del Consiglio 77/91/CEE, 78/855/CEE e 82/891/CEE e la Direttiva 2005/56/CE per quanto riguarda gli obblighi in materia di relazioni e di documentazione in caso di fusioni e scissioni.

Iniziative che la stessa Commissione ha poi inserito nella Comunicazione “Europa 2020 - Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva”<sup>35</sup> del 3 marzo 2010, con lo scopo di sollecitare un miglioramento del contesto in cui operano le imprese in Europa anche attraverso l’adattamento delle norme dell’Unione europea in materia di diritto delle società e di governo societario al contesto economico in evoluzione.

Nel giugno del 2010, poi, con la pubblicazione del “Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione”<sup>36</sup>, la Commissione ha avviato una consultazione, circoscritta ai soli istituti finanziari, annunciando, contemporaneamente, di volerne avviare una più ampia riflessione sul governo societario di tutte le società quotate.

Annuncio che non ha tardato a concretizzarsi, giacché solo il 5 aprile 2011 – alla luce della crisi economica e finanziaria, atteso che governo societario e la responsabilità sociale delle imprese rappresentano principi importanti da rispettare per attribuire maggiore competitività alle imprese europee e per gettare le basi di un mercato unico, solido e vincente, incentrato sui cittadini e volto a riconquistarne

---

<sup>35</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva*, COM (2010) 2020 definitivo, Bruxelles, 3 marzo 2010.

<sup>36</sup> V. COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Verde. Il governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione*. COM (2010) 284 definitivo, Bruxelles, 2 giugno 2010. In via generale, il *Libro verde* costituisce uno strumento di riflessione su uno specifico tema, pubblicato dalla Commissione per avviare consultazioni pubbliche su determinate tematiche europee e raccogliere osservazioni necessarie per poter elaborare una proposta legislativa.

Sulla base degli esiti di un *Libro verde* la Commissione adotta in genere Libri bianchi i quali, diversamente, contengono dettagliate proposte di azione comunitaria in un determinato settore.

I Libri verdi rientrano nella categoria degli atti atipici, in quanto non sono contemplati tra gli atti giuridici previsti dal Trattato sul funzionamento dell’Unione europea e, anche per questo, sono privi di efficacia vincolante. Cfr. S. ALVARO, B. LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull’ordinamento italiano*, in *Quaderni giuridici CONSOB* n. 3, aprile 2013, 87 ss.

la fiducia – la Commissione ha pubblicato un “secondo Libro verde sul quadro dell’Unione europea in materia di governo societario”<sup>37</sup> – articolato in venticinque quesiti rivolti agli Stati membri, al Parlamento Europeo, al Comitato economico e sociale europeo e a tutti i soggetti interessati – tramite il quale ha avviato una consultazione volta ad individuare le modalità per migliorare e modernizzare l’attuale sistema di governo societario delle società quotate in Europa.

L’intervento della Commissione europea si è reso necessario in quanto lo *shareholder engagement*, ossia l’effettiva supervisione degli azionisti sull’organo amministrativo e la loro concreta partecipazione alle dinamiche societarie, è spesso risultato alquanto limitato<sup>38</sup>.

In generale si può affermare che, nel contesto di riforma del diritto societario in Europa, la Commissione non si è limitata a illustrare le problematiche degne di essere approfondite ma ha, altresì, formulato la strategia da seguire ed elaborato le sue proposte per migliorare l’attuale situazione.

Ma il processo di modernizzazione non si ferma con l’operato della Commissione Europea.

---

<sup>37</sup> La Commissione europea ha osservato che è soprattutto dagli investitori a lungo termine (fondi pensione, compagnie di assicurazione sulla vita, fondi sovrani, ecc.) che ci si deve legittimamente attendere un impegno attivo nella sorveglianza sugli amministratori. Infatti, l’attivismo presuppone il dialogo con gli organi di governo delle imprese partecipate e l’esercizio dei diritti di voto, nonché il ricorso a forme di cooperazione con altri azionisti per migliorare la *governance* societaria e la capacità di creare valore durevole e sostenibile. Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Verde, Il quadro dell’Unione europea in materia di governo societario*, COM (2011) 164 definitivo, Bruxelles, 5 aprile 2011, 13.

<sup>38</sup> V. L. BOSETTI, *La corporate governance nell’Unione europea: interventi di armonizzazione e best practices*, Torino, 2017, 41 ss.

I pareri degli *stakeholder* sulle questioni trattate nei libri verdi, i lavori condotti dagli organi consultivi e dai gruppi di esperti dell'UE<sup>39</sup> e l'attività svolta di concerto con le autorità di vigilanza comunitarie (ad esempio, con la *European Securities and Markets Authority*)<sup>40</sup> e nazionali, hanno contribuito a delineare le linee di intervento dell'Unione Europea<sup>41</sup>.

Nel marzo 2012 sul contenuto del Libro verde è intervenuta la risoluzione del Parlamento Europeo, il quale nel formulare numerose osservazioni, ha denunciato sia l'omissione di importanti argomenti dalla trattazione – quali, ad esempio, il processo decisionale del consiglio di amministrazione, la responsabilità e l'indipendenza degli amministratori, i conflitti di interessi e la partecipazione degli

---

<sup>39</sup> L'UE è solita avvalersi di gruppi di esperti e di organismi consultivi, temporanei o permanenti. Con riferimento alla *corporate governance*, ad esempio, si ricordano i seguenti gruppi di esperti permanenti: – l'*Expert group on technical aspects of corporate governance processes*, che ha natura ristretta e informale; il gruppo supporta la Direzione generale Giustizia e consumatori (JUST) per quanto attiene agli aspetti tecnici della *corporate governance* nelle società quotate, incluso l'utilizzo dell'ICT nei processi di governo e di comunicazione. L'attività del gruppo si concentra soprattutto sul coinvolgimento degli azionisti e sul ruolo dei diversi intermediari operanti nei mercati finanziari; – il *Company Law Expert Group*, di tipo informale e ristretto; il gruppo assiste la Commissione europea, e più precisamente la Direzione generale Giustizia e consumatori (JUST), nell'individuazione di misure efficaci di *corporate governance* e nella preparazione delle norme di diritto societario; – l'*Expert group on Information and Consultation of Workers – Employee involvement* impegnato presso la Direzione generale Occupazione, affari sociali e inclusione (EMPL); il gruppo rivede e valuta l'applicazione delle direttive sull'informazione e la consultazione dei lavoratori nei diversi paesi. Cfr. L. BOSETTI, *La corporate governance nell'Unione europea*, cit., 3 ss.

<sup>40</sup> L'ESMA è un organismo indipendente dell'UE, responsabile dell'integrità, della trasparenza, dell'efficienza e dell'ordinario funzionamento dei mercati finanziari. L'ESMA contribuisce a salvaguardare la stabilità del sistema finanziario dell'Unione europea rafforzando la protezione degli investitori e promuovendo la stabilità dei mercati. Operando come autorità di vigilanza a livello comunitario, l'ESMA favorisce la convergenza dei modelli di supervisione adottati dalle autorità nazionali. Inoltre, collabora strettamente con le autorità di vigilanza comunitarie sul settore bancario (EBA, *European Banking Authority*) e assicurativo (EIOPA, *European Insurance and Occupational Pensions Authority*). Cfr. L. BOSETTI, *La corporate governance nell'Unione europea*, cit., 3 ss.

<sup>41</sup> Cfr. L. BOSETTI, *La corporate governance nell'Unione europea*, cit., 4 ss.



azionisti –, sia la proporzionata concentrazione del documento comunitario sul sistema monistico<sup>42</sup> rispetto a quello dualistico<sup>43</sup>.

---

<sup>42</sup> Come noto, il sistema monistico, di ispirazione anglosassone e soprattutto allo Statuto della Società Europea stabilito dal Regolamento del Consiglio dell'Unione Europea dell'8 ottobre 2001, prevede un modello di amministrazione sostanzialmente uguale a quello tradizionale, ma attua un modello di *governance* semplificato e più flessibile rispetto agli altri modelli alternativi. E proprio per tale ragione, è stato oggetto di circolazione dal punto di vista comparatistico, con l'introduzione nell'ordinamento italiano. Esso, infatti, tende a privilegiare la circolazione delle informazioni tra l'organo amministrativo e l'organo deputato al controllo, consentendo così un risparmio di tempo e di costi nonché un'elevata trasparenza tra i predetti organi. In particolare, il sistema monistico si caratterizza per la soppressione del collegio sindacale e prevede che l'amministrazione e il controllo della società vengano esercitati rispettivamente dal consiglio di amministrazione, di nomina assembleare, e da un comitato per il controllo sulla gestione nominato all'interno dello stesso consiglio di amministrazione (art. 2409 *sexiesdecies* c.c.), e composto da amministratori che svolgono – oltre al compito di comitato per il controllo interno e la gestione – le funzioni sostanzialmente coincidenti con quelle attribuite al collegio sindacale e i cui componenti devono essere provvisti oltre che dei requisiti di indipendenza previsti per i sindaci anche quelli di onorabilità e professionalità eventualmente stabiliti dallo statuto della società nonché un almeno un componente scelto fra gli iscritti nel registro dei revisori contabili istituito presso il Ministero della Giustizia (art. 2409 *octiesdecies*, co. 3, c.c.) – se, invece, la società è quotata allora i componenti del citato comitato devono necessariamente essere in possesso dei requisiti di professionalità e onorabilità previsti dal Ministro della Giustizia. Al consiglio di amministrazione vengono applicate, per quanto compatibili, le medesime disposizioni previste nel sistema tradizionale per gli amministratori (art. 2409 *noviesdecies* c.c.) con la sola differenza che dal suo ambito devono essere scelti i componenti dell'organo di controllo.

Appare del tutto evidente come il punto debole di tale sistema sia rinvenibile proprio nella circostanza in cui i controllori vengono nominati direttamente dai controllanti ed entrambi votano nel consiglio di amministrazione. La riuscita di questo sistema si basa pertanto esclusivamente sull'effettiva presenza del requisito dell'indipendenza dei chiamati alla funzione di controllori.

<sup>43</sup> Il sistema dualistico, ispirato gli ordinamenti tedesco e francese nonché allo Statuto della Società Europea, attua un modello di *governance* in cui le più importanti funzioni dell'assemblea ordinaria, che nel modello tradizionale spettavano ai soci, sono attribuite ad un organo professionale quale è il consiglio di sorveglianza. Si tratta pertanto di un sistema in cui i soci decidono sull'elezione del consiglio di sorveglianza così indirettamente determinando le linee del programma economico della società (oggetto sociale) e le modifiche di struttura della società (operazioni sul capitale, fusione e, più in generale, delibere dell'assemblea straordinaria) ma non nominano gli amministratori e non approvano il bilancio.

Tale modello, infatti, prevede che l'amministrazione e il controllo della società vengano esercitati da un consiglio di sorveglianza, di nomina assembleare, e da un consiglio di gestione, nominato direttamente dallo stesso consiglio di sorveglianza. Il consiglio di gestione svolge le funzioni attribuite al consiglio di amministrazione nel sistema tradizionale, ed è costituito da almeno due componenti anche non soci e nominato dal consiglio di sorveglianza (art. 2409 *novies*, co. 1 e 2, c.c.). Al consiglio di gestione si applica, in quanto compatibili, quasi tutte le norme stabilite per il modello tradizionale del consiglio di amministrazione (art. 2409 *undecies* c.c.). Particolare è invece

Ancora. Nel dicembre del 2012 la Commissione, a conclusione del *Piano d’Azione* per la modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario avviato nel 2003, ha presentato un nuovo *Action Plan*<sup>44</sup> in materia di diritto societario e di corporate *governance* all’interno del quale ha illustrato le nuove iniziative che la stessa Commissione intendeva intraprendere con lo scopo di modernizzare il quadro giuridico in cui operano le imprese. In particolare, l’*Action Plan* riporta le principali linee di intervento:

- a. il rafforzamento della trasparenza tra società quotate ed azionisti nella prospettiva di un miglioramento della *corporate governance*;
- b. la promozione dell’attivismo degli azionisti, con conseguente aumento della trasparenza delle politiche retributive e delle singole remunerazioni degli amministratori nonché il riconoscimento del diritto di voto agli azionisti sulla politica retributiva e sulla relazione relativa alle retribuzioni, mediante una eventuale modifica della Direttiva sui diritti degli azionisti;

---

il ruolo svolto dal consiglio di sorveglianza: ad esso sono attribuite sia le funzioni di controllo proprie del collegio sindacale sia alcune funzioni di indirizzo e di gestione che nel modello tradizionale sono affidate all’assemblea dei soci – come, ad esempio, la nomina e la revoca dei componenti del consiglio di gestione – riducendo così le competenze attribuite all’assemblea ordinaria. Esso si compone di almeno tre componenti, di cui uno obbligatoriamente iscritto nel registro dei revisori contabili istituito presso il Ministero della Giustizia e, salvo quanto previsto dall’art. 2409 *duodecies*, co. 2, c.c., è nominato dall’assemblea ordinaria. In considerazione del rilevante ruolo svolto dal consiglio di sorveglianza, alle deliberazioni dello stesso sono in genere applicabili le disposizioni in tema di voto, di validità e di impugnazione previste dall’art. 2388 c.c. per le deliberazioni del consiglio di amministrazione (art. 2409 *quaterdecies*, co. 1, c.c.). Tale sistema, prevedendo un maggior distacco tra azionisti e organo gestorio della società, risulta particolarmente adatto per le società composte da un azionariato diffuso e prive di un nucleo di azionisti imprenditori. Date queste caratteristiche è quindi il modello di amministrazione che più realizza la dissociazione tra la proprietà dei soci e il potere degli organi sociali.

<sup>44</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d’azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, COM (2012) 740 *final*, Strasburgo, 12 dicembre 2012.

- c. il sostegno alla crescita e alla competitività delle imprese europee;
- d. la codificazione e la fusione delle principali direttive sul diritto delle società in uno strumento unico per consentire una migliore accessibilità e comprensibilità.

È evidente come per la Commissione Europea l'intero dibattito sull'esistenza e sulla morfologia del governo societario all'interno delle società ad azionariato diffuso – e del corrispondente modello delle *public companies* anglosassoni – si fondi essenzialmente sui conflitti “*principal-agent*” – conflitti che sorgono all'interno delle società con azionariato diffuso, tra amministratori con incarichi esecutivi (*agent*) e azionisti nel loro complesso (*principal*) – e, nelle società ad azionariato concentrato, tra azionisti di controllo (*agent*) e altri azionisti (*principal*)<sup>45</sup>.

Nelle società ad azionariato diffuso la remunerazione degli amministratori esecutivi rappresenta lo strumento più comune per far coincidere gli interessi degli azionisti con quelli degli amministratori riducendo i costi di agenzia<sup>46</sup> – i costi sostenuti dai “*principal*” per la predisposizione e l'applicazione di sistemi di controllo, monitoraggio e incentivazione sull'operato del *management* al fine di ridurre eventuali comportamenti opportunistici.

Ciò malgrado, la Commissione Europea soprattutto negli ultimi anni ha osservato che se da un lato si è assistito all'ampia diffusione di una remunerazione di tipo variabile – e quindi legata ai risultati e alle responsabilità degli amministratori –, dall'altro, si è registrato un orientamento delle politiche di remunerazione volte a

---

<sup>45</sup> Cfr. S. ALVARO, B. LUPINI, *op cit.*

<sup>46</sup> In tale contesto, l'*agent* ha il dovere fiduciario di agire nell'interesse del principale con l'obiettivo di sviluppare l'accordo tra i due soggetti e massimizzare l'utilità del *principal*.

privilegiare i risultati a breve termine dei *manager* con incarichi esecutivi, a svantaggio dei risultati ottenuti nel lungo termine.

Per tali ragioni, a partire dal 2004, la Commissione ha più volte affrontato i problemi legati alla remunerazione degli amministratori con l'adozione di ben tre raccomandazioni in materia di: trasparenza della politica retributiva e della remunerazione dei singoli amministratori con incarichi esecutivi e non<sup>47</sup>; voto degli azionisti sulla relazione riguardante le remunerazioni<sup>48</sup>; creazione di un comitato

---

<sup>47</sup> Raccomandazione 2004/913/CE relativa alla promozione di un regime adeguato di remunerazione e che, sulla scorta dell'esempio statunitense, invitava le società a rendere pubbliche, mediante una dichiarazione contenuta nella relazione annuale o in un'apposita relazione, informazioni generali relative alla politica delle remunerazioni degli amministratori. Le informazioni richieste promuovevano implicitamente la remunerazione incentivante, in particolare enfatizzando la trasparenza su: i parametri di performance, il collegamento tra remunerazione e performance, le ragioni dei bonus, la proporzione tra componente variabile e fissa del compenso, l'iter seguito per la determinazione della remunerazione. Allo stesso modo, avrebbero dovuto formare oggetto di informazione la remunerazione totale nonché le altre prestazioni accordate ai singoli amministratori. Infine, si invitava a richiedere un voto, vincolante o consultivo, dell'assemblea sulla dichiarazione contenente le informazioni suindicate; si raccomanda invece un'approvazione assembleare (con effetto giuridico vincolante, quindi) per la corresponsione agli amministratori di remunerazioni basate su azioni, opzioni su azioni o variazioni di prezzo su azioni.

<sup>48</sup> Raccomandazione 2005/162/CE relativa al tema del ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi, dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e dei comitati del consiglio di amministrazione o di sorveglianza. Al centro della Raccomandazione si delinea nitidamente l'idea, di matrice anglosassone, che la vigilanza da parte di un consiglio indipendente, effettivamente dotato di risorse e capace di opporsi alle decisioni degli amministratori, sia in grado di proteggere gli interessi degli azionisti e di ridurre i costi di agenzia provocati dai compensi. In tal senso, si raccomandava che nell'organo amministrativo fossero presenti in giusto equilibrio gli amministratori con incarichi esecutivi e amministratori senza incarichi esecutivi, affinché nessuno di essi possa dominare l'adozione di decisioni da parte dell'organo cui appartengono. Si invitavano, altresì, le società alla creazione, all'interno del consiglio di amministrazione (o di sorveglianza), di comitati operanti in tre aree suscettibili di conflitti di interesse: nomina, retribuzione degli amministratori e revisione dei conti; tali comitati dovrebbero essere composti esclusivamente da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti. In particolare, per quanto attiene al comitato per la remunerazione, questo avrebbe dovuto quantomeno formulare proposte al consiglio di amministrazione sulla politica di remunerazione degli amministratori con incarichi esecutivi, sulle remunerazioni individuali sulle forme di controllo da predisporre.

indipendente per le remunerazioni e la predisposizione di incentivi idonei a stimolare i risultati e la creazione di valore nel lungo termine<sup>49</sup>.

Nel 2009, poi, il *Forum europeo sul governo societario* – istituito con decisione della Commissione del 15 ottobre 2004 (2004/706/CE) con il compito di favorire la convergenza dei codici nazionali di governo societario e, se richiesto o di sua iniziativa, prestare consulenza strategica alla Commissione su questioni di politica di governo societario nella prospettiva di sviluppare pratiche uniformi di governo societario negli Stati membri – ha raccomandato agli Stati membri<sup>50</sup>:

- a. di rendere obbligatoria la *disclosure* delle politiche retributive (oltre che delle singole remunerazioni corrisposte) da parte delle società quotate;
- b. di riconoscere agli azionisti un diritto di voto (vincolante o meramente consultivo) in tema di politiche delle remunerazioni;
- c. di garantire una maggior indipendenza a quegli amministratori senza incarichi esecutivi cui compete un intervento in tema di definizione delle politiche retributive.

Ciononostante nel 2010, e prima nel 2007<sup>51</sup>, la Commissione aveva avuto modo di appurare che alcuni degli Stati membri non avevano trattato in modo opportuno le questioni legate alla remunerazione.

A seguito delle due raccomandazioni del 2004 e del 2009 la Commissione europea ha recentemente adottato una nuova regolamentazione che prevede una più ampia

---

<sup>49</sup> Raccomandazione 2009/385/CE, la Commissione ha apportato integrazioni alle due Raccomandazioni sopra citate e, nel tentativo di allineare gli amministratori agli interessi a lungo termine della società, ha dettato alcuni criteri di massima per la pianificazione della struttura del compenso.

<sup>50</sup> V. S. ALVARO, B. LUPINI, *op. cit.*

<sup>51</sup> Relazione della Commissione SEC (2007) 1022 e (2010) 285.

*disclosure* sulla remunerazione degli amministratori delle società quotate attraverso un documento obbligatorio (la cosiddetta relazione sulla remunerazione) che le aziende devono pubblicare 21 giorni prima dell'assemblea annuale. Questa relazione sulla remunerazione prevede due diverse sezioni, il cui contenuto pure è stato predeterminato dalla Consob con un regolamento *ad hoc* adottato il 23 dicembre 2011. La prima sezione illustra i principi generali che guidano il modo in cui gli amministratori saranno retribuiti nell'anno successivo – ad esempio, forniscono informazioni sull'importanza relativa delle componenti variabili e fisse della remunerazione degli amministratori, i criteri di *performance* su cui si basa il diritto alle componenti variabili della remunerazione, il collegamento tra remunerazione e *performance*, i periodi di differimento in relazione a componenti variabili della remunerazione, i periodi di maturazione per la remunerazione basata su azioni, nonché la politica in materia di indennità di licenziamento. Anche la prima sezione detta le procedure da seguire per l'adozione e l'attuazione della politica retributiva, ovvero composizione e ruolo del comitato per le remunerazioni e in che modo eventuali esperti indipendenti hanno contribuito alla stesura della politica. La seconda sezione fornisce informazioni dettagliate sui compensi corrisposti a ciascun membro del consiglio di amministrazione, al direttore generale e al vertice generale. Gli obblighi di *disclosure* riguardano non solo le somme ricevute dall'impresa stessa ma anche quelle ricevute da società controllate e affiliate della società quotata; e più in generale, sussiste anche per tutte le componenti della remunerazione in cui il pacchetto è suddiviso in diverse categorie, come compensazione fissa, remunerazione per la partecipazione a comitati consiliari, compensi variabili non azionari, vantaggi, i *fair value* della

remunerazione del patrimonio netto ed eventuali *golden parachute*. Vengono, poi, fornite informazioni dettagliate sulla parte variabile della remunerazione, distinguendo tra *stock options*, compensi basati su azioni diversi dalle *stock option* e compensi variabili non azionari.

## 2.2. LA DIRETTIVA DEGLI “*SHAREHOLDER RIGHTS*” 2007/36/CE

L’Unione Europea si è ripetutamente interessata ai sistemi di remunerazione degli amministratori nelle società. Esiste infatti un’importante relazione tra la struttura dei compensi pagati agli amministratori, la creazione di valore sostenibile e l’efficacia complessiva della *governance* aziendale<sup>52</sup>.

L’emanazione della Direttiva 2007/36/CE<sup>53</sup>, nota come direttiva sui diritti degli azionisti o *Shareholder Rights Directive* – le cui fondamenta le troviamo già

---

<sup>52</sup> Cfr. L. BOSETTI, *La corporate governance nell’Unione europea*, cit., 15 ss.

<sup>53</sup> Il recepimento della Direttiva 2007/36 CE nel nostro ordinamento – avvenuto, prima per tramite dell’elaborazione di alcuni criteri di delega legislativa che sono stati inseriti all’art. 31 della Legge 88/2009 (Legge comunitaria 2008), poi, attraverso il decreto delegato n. 27/2010 – ha comportato la riscrittura dell’art. 2370 c.c. e l’adeguamento dell’art. 127 TUF che, pur rinviando alla disposizione codicistica, demanda a Consob l’elaborazione di un regolamento con cui stabilire le modalità di esercizio del voto e di svolgimento dell’assemblea. La disciplina è contenuta nel Regolamento Emittenti adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successivamente modificato e integrato. Il Legislatore italiano, seguendo l’esempio di buona parte degli stati europei, ha difatti recepito la *Shareholder’s right directive* costruendo un sistema basato sull’autonomia statutaria, noto anche come sistema *Opt in*. Per l’esercizio del voto con modalità elettroniche, infatti, si rende necessario che lo statuto sociale preveda espressamente la possibilità di intervento mediante mezzi elettronici, possibilità che, si ribadisce, costituisce una facoltà e non un obbligo. Inoltre, come è noto, non raramente le società hanno introdotto la modalità del voto elettronico in apposite clausole di statuto con la contestuale possibilità di determinare di volta in volta la deliberazione in cui ammettere l’esercizio del voto attraverso lo strumento elettronico.

Inoltre, in attuazione della Direttiva 2007/36/CE ed allo scopo di facilitare il coordinamento tra i soci della società per l’esercizio dei diritti che richiedono una partecipazione qualificata, l’Italia nel 2010 si è anche dotata di una disciplina particolarmente dettagliata contenuta nell’art. 83 *duodecies* del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (“TUF”). Tale norma, ove previsto dai rispettivi statuti, ha attribuito alle società quotate nei mercati regolamentati (italiani ed europei) o nei sistemi multilaterali di negoziazione (*multilateral trading facilities* – *MTFs*) di richiedere, in qualsiasi

presenti nel 2001 con l'istituzione dell'*High Level Group of Company Law Experts* da parte della Commissione Europea e il cui obiettivo era la predisposizione di un nuovo piano per il diritto societario –, si è resa necessaria, alla luce dei rischi eccessivi assunti a breve termine dagli azionisti, per introdurre norme minime per il ravvicinamento delle legislazioni europee volte a “proteggere gli investitori e a promuovere l'esercizio agevole ed effettivo dei diritti degli azionisti”<sup>54</sup>.

La Direttiva, da un lato, favorisce il ricorso a procedure e strumenti utili ad aumentare il coinvolgimento dei soci, compresi quelli di minoranza, anche incoraggiando la partecipazione all'assemblea e l'esercizio del diritto di voto nonché presentare proposte di delibera, proporre domande e ricevere chiarimenti in merito dagli amministratori; dall'altro, impone agli amministratori di mettere a disposizione degli azionisti tutta la documentazione che sarà presentata, discussa e posta in votazione durante lo svolgimento dell'assemblea.

Tale direttiva ha, altresì, introdotto una disciplina finalizzata a tutelare gli azionisti che conferiscono mandato a un rappresentante, spesso intermediario finanziario, che potrebbe venirsi a trovare in situazioni di conflitto di interessi<sup>55</sup>.

---

momento e con oneri a proprio carico, agli intermediari tramite una società di gestione accentrata (*Central Securities Depository - CSD*) i dati identificativi dei propri azionisti che non abbiano espressamente vietato la comunicazione degli stessi dati.

Al D. Lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 hanno fatto seguito altri interventi normativi: la Delibera Consob 14 dicembre 2010, n. 17592 (che ha modificato il citato regolamento Emittenti); l'Atto banca d'Italia/Consob 24 dicembre 2010 che ha modificato il Provvedimento congiunto Banca d'Italia/Consob recante la “Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione”; la Delibera Consob del 31 marzo 2001, n. 11730 (che ha nuovamente modificato il regolamento Emittenti in materia di sollecitazione di deleghe di voto); il D. Lgs. 18 giugno 2012, n. 91 recante modifiche e integrazioni al D. Lgs. n. 27/2010 (c.d. decreto correttivo).

<sup>54</sup> CONSOB, *Regolamento Emittenti*, Recepimento della direttiva 36/2007/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, Documento di consultazione, 5 agosto 2010, 2.

<sup>55</sup> Cfr. L. BOSETTI, *La corporate governance nell'Unione europea*, cit., 11 ss.



Più in particolare, le modifiche introdotte dalla Direttiva 2007/36/CE alla normativa precedente riguardano<sup>56</sup>:

- a) l'identificazione degli azionisti: spetta agli Stati membri assicurare che le società abbiano il diritto di identificare i propri azionisti. A tal fine, su richiesta della società o di un soggetto terzo da essa nominato, gli intermediari sono tenuti a comunicare tempestivamente alla società l'identità degli azionisti;
- b) la trasmissione delle informazioni: si prevede l'obbligo, per gli intermediari, di trasmettere senza ritardo agli azionisti le informazioni necessarie per l'esercizio dei diritti conferiti dalle azioni, destinate a tutti i detentori di azioni della stessa categoria. In alternativa, gli intermediari possono trasmettere una comunicazione che indichi dove tali informazioni sono disponibili sul sito internet della società
- c) l'agevolazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti da parte degli intermediari: questi, anche con riferimento alla partecipazione e votazione in occasione di assemblee generali, dovranno adottare le misure necessarie affinché l'azionista o il terzo nominato dall'azionista possano esercitare i diritti, nonché esercitare essi stessi i diritti conferiti dalle azioni, su esplicita autorizzazione e istruzione dell'azionista e nell'interesse di quest'ultimo;
- d) la trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attività (imprese di investimento che prestano servizi di gestione del portafoglio agli

---

<sup>56</sup> Atto del Governo n. 71, Schema di decreto legislativo recante attuazione della direttiva (UE) 2017/828 che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, consultabile on line sul sito <https://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/BGT/01104900.pdf>

investitori e le società di gestione del risparmio) e dei consulenti in materia di voto;

- e) la remunerazione dei *manager*: le società devono elaborare una politica di remunerazione degli amministratori, sulla quale agli azionisti deve essere assicurato un diritto di voto vincolante in sede di assemblea ma è lasciata agli Stati membri la facoltà di stabilire la natura consultiva di tale voto. Dopo la votazione in assemblea, la politica di remunerazione viene condivisa con il pubblico mediante la pubblicazione sul sito internet della società, rimanendo accessibile gratuitamente almeno per tutto il periodo di applicabilità.

Sulla base di tale politica, deve essere redatta una “relazione sulla remunerazione, chiara e comprensibile, che fornisca un quadro completo della remunerazione, compresi tutti i benefici in qualsiasi forma, riconosciuta o dovuta nel corso dell'ultimo esercizio ai singoli amministratori”;

- f) le operazioni con parti correlate: con tale espressione si intendono, in generale, tutti i soggetti che sono in grado di esercitare un'influenza su una società che ha la sua sede legale in uno Stato membro e le cui azioni sono ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato situato o operante all'interno di uno Stato membro.

Da ciò emerge che la Direttiva prende le mosse dalla consapevolezza che la maggioranza degli azionisti non esercita i propri diritti a causa di una limitata conoscenza delle dinamiche societarie su cui esprimere il proprio voto, dai costi

direttamente e indirettamente originati dalla partecipazione assembleare, nonché dalla mancanza di competenze in tema di *governance* e procedure assembleari.

Tra gli obiettivi della citata Direttiva, uno è certamente di maggiormente interesse ai fini della presente indagine: quello di sollecitare gli Stati membri ad intervenire con specifiche disposizioni, al fine di consentire agli azionisti di esercitare il “diritto di voto sulla politica retributiva degli amministratori” e alle società di retribuire gli amministratori “solo secondo la politica retributiva approvata dagli azionisti” almeno ogni tre anni (art. 9 *bis*, par. 1).

Unitamente alla politica di remunerazione si è, dunque, tenuti a spiegare il processo decisionale adottato per la sua definizione, revisione e attuazione, comprese le misure volte a evitare o a gestire i conflitti d’interesse e, se del caso, il ruolo del comitato per la remunerazione o di altri comitati interessati.

In relazione al divieto di corrispondere compensi non conformi alla politica di remunerazione approvata dagli azionisti, la direttiva sembrerebbe attribuire al voto dei soci un carattere vincolante<sup>57</sup>. Tale deduzione pare, del resto, avallata anche dall’emendamento apportato alla norma dal Parlamento europeo, che, pur facendo salva la possibilità per gli Stati di preferire il voto consultivo, prevede *in primis* che le società “elaborino una politica retributiva degli amministratori e la sottopongano alla votazione vincolante dell’assemblea degli azionisti” ovvero che possano

---

<sup>57</sup> Cfr. E. CODAZZI, *Il voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli amministratori: la disciplina italiana e il modello comunitario di “say on pay”*, in *ODC*, 2016, 2, p. 5. In tal senso anche S. BRUNO, F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedure, risultati, prospettive*, in *Riv. soc.*, 2014, 1299 ss.

retribuire i propri amministratori “solo secondo la politica retributiva votata dall’assemblea degli azionisti”<sup>58</sup>.

Con riferimento, poi, al voto degli azionisti in ordine alla relazione sulle retribuzioni, il successivo art. 9 *ter*<sup>59</sup> stabilisce che essi, in occasione dell’assemblea annuale, debbano esprimere il proprio voto sulla relazione avente ad oggetto le retribuzioni corrisposte agli amministratori nell’ultimo esercizio, precisandosi che, in caso di mancata approvazione la società sia tenuta a spiegare nella relazione successiva “se e come ha tenuto conto del voto degli azionisti” (par. 3).

Il modello del *say on pay* così raffigurato a livello comunitario, presupponendo un voto vincolante dei soci rispetto alle politiche retributive degli amministratori, in realtà, altro non è che il riflesso di una ben più ampia concezione volta a valorizzare

---

<sup>58</sup> PARLAMENTO EUROPEO, Emendamenti alla proposta di modifica della direttiva 2007/36/CE approvati l'8 luglio 2015 (Governo societario: impegno a lungo termine degli azionisti e trasparenza\*\*\*) “1. Gli Stati membri assicurano che le società elaborino una politica retributiva degli amministratori e che la sottopongano alla votazione vincolante dell’assemblea degli azionisti. Le società retribuiscono i propri amministratori solo secondo la politica retributiva votata dall’assemblea degli azionisti. Eventuali modifiche a tale politica sono sottoposte al voto dell’assemblea degli azionisti e, in ogni caso, tale politica è sottoposta all’approvazione dell’assemblea almeno ogni tre anni. Gli Stati membri possono tuttavia stabilire che il voto dell’assemblea degli azionisti sulla politica retributiva sia di natura consultiva”).

<sup>59</sup> Ai sensi dell’art. 9 *ter*, rubricato “Informazioni da inserire nella relazione sulle retribuzioni e diritto di voto sulla relazione”, nella sua versione emendata dal Parlamento europeo, gli Stati membri “assicurano che gli azionisti possano esprimere un voto di natura consultiva sulle retribuzioni dell’ultimo esercizio in occasione dell’assemblea annuale. In caso di mancata approvazione della relazione sulle retribuzioni da parte degli azionisti, la società, se necessario, avvia un dialogo con gli azionisti al fine di individuare le ragioni di tale decisione avversa. La società spiega nella relazione successiva come ha tenuto conto del voto degli azionisti” (par. 3). Il relativo considerando n. 17 precisa 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”.

il ruolo degli azionisti nell'ambito della *governance* societaria, anche rispetto alla decisione su materie rientranti tipicamente nella sfera amministrativa.

Proprio gli azionisti, in quanto *residual claimants*, rappresenterebbero i soggetti più indicati a svolgere una funzione di monitoraggio sulla società tale da limitare il rischio di comportamenti opportunistici o scorretti da parte degli amministratori<sup>60</sup>.

Pertanto, come visto, sia la politica delle remunerazioni che la relazione annuale – soggetta a verifica del revisore legale dei conti o della società di revisione – sono sottoposte al voto assembleare.

Evidente è che la *Shareholder Rights Directive* (SHRD I) è una direttiva di armonizzazione minima e prevede in vari punti la facoltà degli Stati membri di introdurre o mantenere deroghe o requisiti alternativi, in considerazione delle specificità del diritto societario nelle diverse giurisdizioni dell'Unione Europea<sup>61</sup>.

Tale caratteristica viene ribadita nella SHRD II che lascia impregiudicata la facoltà degli Stati membri di adottare o mantenere in vigore disposizioni più rigorose nel settore disciplinato dalla Direttiva per facilitare ulteriormente l'esercizio dei diritti degli azionisti, promuovere il loro impegno e tutelare gli interessi degli azionisti di minoranza, nonché conseguire altre finalità quali la sicurezza e la solidità degli enti creditizi e delle istituzioni finanziarie.

Ma la necessità di apportare modifiche alla *Shareholder Rights Directive* si è dimostrata lampante nel momento in cui all'obiettivo di definire i requisiti relativi all'esercizio dei diritti degli azionisti si è affiancata l'assunzione da parte degli stessi di rischi eccessivi a breve termine.

---

<sup>60</sup> Cfr. E. CODAZZI, *op. cit.*

<sup>61</sup> Art. 3 della Direttiva 2007/36/CE.

Difatti, la Direttiva (UE) 2017/828, introducendo alcune garanzie a tutela degli azionisti, della società e di tutti i suoi *stakeholder* – come si dirà *infra* – ha rafforzato il potere degli azionisti, stabilendo che il voto sulla politica delle remunerazioni abbia natura vincolante (pur lasciando una certa discrezionalità agli Stati membri in fase di recepimento). Il voto sulla relazione annuale è, invece, soltanto consultivo, ma l'organo amministrativo deve tenerne conto per l'anno successivo<sup>62</sup>.

### **2.3. LA DIRETTIVA (UE) 2017/828**

A seguito della consultazione sullo schema di decreto avviata a novembre 2018, la Direttiva *Shareholders Rights* (SHRD II) è stata recepita nel nostro ordinamento con il D.lgs. 49/2019, ed entrata in vigore il 10 giugno 2019 – ad eccezione delle disposizioni riguardanti l'identificazione degli azionisti, la trasmissione delle informazioni e l'agevolazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti, il cui termine di recepimento è fissato al 3 settembre 2020.

La Direttiva va considerata nel contesto di altre iniziative dirette a migliorare il finanziamento a lungo termine dell'economia europea. Nella sua essenza essa rispecchia la convinzione che incoraggiare gli azionisti a collocarsi in una prospettiva di più lungo termine permetterà alle società quotate di operare in un ambiente più propizio<sup>63</sup>.

---

<sup>62</sup> Cfr. L. BOSETTI, *La corporate governance nell'Unione europea*, cit., 17 ss.

<sup>63</sup> MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, Decreto legislativo recante attuazione della direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del consiglio del 17 maggio 2017 che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, consultabile su

La Direttiva (UE) 2017/828 modifica la previgente Direttiva 2007/36/CE al fine di superare le criticità associate all'esercizio del diritto di voto e agevolare un maggiore attivismo. Essa è, pertanto, volta a favorire un più consapevole e stabile coinvolgimento degli azionisti nel governo societario e a semplificare l'esercizio dei relativi diritti.

Con lo scopo di realizzare tali obiettivi, vengono introdotti nuovi criteri normativi volti da un lato ad assicurare alle società il diritto di identificare i propri azionisti e, dall'altro, a far sì che gli intermediari agevolino l'esercizio dei diritti da parte dell'azionista, ivi compreso il diritto di partecipare e votare nelle assemblee. Viene, inoltre, richiesto a investitori istituzionali e gestori di attività di fare *disclosure* sulla propria politica di impegno nelle società partecipate e sulla politica di investimento. Vengono, infine, dettati presidi informativi e procedurali relativi alla politica di remunerazione degli amministratori e alle operazioni con parti correlate<sup>64</sup>.

L'ambito di applicazione della Direttiva è limitato alle società con azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato<sup>65</sup>, mentre sono escluse da esso le società con azioni ammesse alla negoziazione su un sistema multilaterale di

---

<http://www.governo.it/sites/governo.it/files/AIR%20Impegno%20azionisti%20a%20lungo%20termine.pdf>

<sup>64</sup> Atto del Governo n. 71, Schema di decreto legislativo recante attuazione della direttiva (UE) 2017/828 che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, consultabile on line sul sito <https://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/BGT/01104900.pdf>.

<sup>65</sup> Si veda in proposito l'art. 1, lett. a) della Direttiva (UE) 2017/828 secondo il quale "La presente direttiva stabilisce i requisiti relativi all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti conferiti *dalle azioni con diritto di voto in relazione alle assemblee generali di società aventi sede legale in uno Stato membro e le cui azioni sono ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato situato o operante all'interno di uno Stato membro*".

negoziazione<sup>66</sup>.

Più nel dettaglio, la Direttiva (UE) 2017/828 tratta il tema della remunerazione degli amministratori con l'obiettivo di migliorarne la trasparenza, mostrare la connessione tra il rendimento della società e la supervisione da parte degli azionisti, al fine di evitare ingiustificati trasferimenti di ricchezza dalle società ai *manager*; mira, dunque, a rafforzare il *say on pay*, e quindi i poteri degli azionisti in relazione alla politica di remunerazione degli amministratori, e sottopone al voto assembleare le operazioni rilevanti con parti correlate.

Infatti, i considerando della SHRD II precisano che la remunerazione rappresenta uno degli strumenti principali a disposizione delle società per allineare i loro interessi e quelli dei loro amministratori e che quindi è opportuno che gli azionisti abbiano la facoltà di esprimere i loro pareri circa la politica di remunerazione della società.

Al fine di perseguire l'obiettivo preposto, la Direttiva introduce il diritto dei soci ad esprimersi, attraverso un voto di natura vincolante ovvero consultiva, sulla politica di remunerazione dei membri degli organi sociali, individuandone, altresì, le finalità e i contenuti. I soci, in primo luogo, voteranno *ex ante* sulla politica remunerativa che stabilisce il quadro in cui la remunerazione può essere aggiudicata agli amministratori. In secondo luogo, voteranno *ex post* sulla relazione sulla remunerazione che descrive in ordine a quella concessa nell'esercizio finanziario

---

<sup>66</sup> Atto del Governo n. 71, Schema di decreto legislativo recante attuazione della direttiva (UE) 2017/828 che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, Audizione del Vice direttore Generale della CONSOB, G. D'AGOSTINO, 6 marzo 2019.



passato<sup>67</sup>.

In particolare, il sistema di remunerazione contribuisce alla politica aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e chiarisce come si realizzi tale obiettivo e le diverse componenti della remunerazione. In caso di attribuzione di una remunerazione di tipo variabile, la politica stabilisce criteri di *performance* “chiari, esaustivi e differenziati” indicando, in particolare, criteri basati su *performance* finanziarie e non finanziarie. L’approccio del legislatore europeo è teso ad assicurare ampia trasparenza sui contenuti della politica di remunerazione, senza però porre vincoli alla sua struttura, la cui definizione compete alle società. A ciò si aggiunga come la Direttiva richieda che le società predispongano e sottopongano al voto consultivo (*ex post*) dei soci una relazione sui compensi corrisposti nell’esercizio di riferimento, contenente l’illustrazione dettagliata dei compensi ricevuti da ciascun componente degli organi sociali, in qualsiasi forma e a qualsiasi titolo, dalla società quotata o da società del gruppo<sup>68</sup>.

La Direttiva in questione si inserisce in un momento particolarmente critico per lo sviluppo della finanza sostenibile, con lo scopo di incoraggiare l’impegno a lungo termine degli azionisti e di aumentare la trasparenza della società e degli investitori, disciplinare il “Diritto di voto sulla politica di remunerazione” e la “Relazione sulla remunerazione”, rispettivamente agli artt. 9 *bis* e 9 *ter*, dacché la Commissione

---

<sup>67</sup> Cfr. L. MULA, *La revisione della Direttiva sui Diritti degli Azionisti: un nuovo approccio dell’UE alla corporate governance delle società quotate*, in *Riv. di Diritto Bancario*, 2017.

<sup>68</sup> CONSOB, 14<sup>a</sup> Commissione permanente (Politiche dell’Unione Europea), Disegno di legge n. 944, Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l’attuazione di altri atti dell’Unione europea, Legge di delegazione europea 2018 – Audizione del Vice Direttore Generale della CONSOB, G. D’AGOSTINO, 5 febbraio 2019.

europea si vedeva impegnata nell'attuazione dell'*Action Plan*<sup>69</sup>. Piano di azione sul finanziamento sostenibile che prevedeva tre obiettivi principali:

- a. riorientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili, al fine di conseguire una crescita sostenibile e inclusiva;
- b. gestire i rischi finanziari derivanti dai cambiamenti climatici, dal degrado ambientale e dalle questioni sociali;
- c. favorire la trasparenza e il lungo termine nell'attività finanziaria ed economica.

In tale contesto, lo studio della politica di remunerazione dei *manager* risulta, quindi, essere di particolare importanza in quanto gli amministratori contribuiscono a realizzare il successo nel lungo periodo della società di cui fanno parte. È chiaro, infatti, come la remunerazione dei *manager* sia uno degli strumenti a disposizione della società affinché quest'ultima possa allineare i suoi interessi a quelli degli amministratori stessi.

Con l'art. 9 *bis* il legislatore comunitario ha previsto che la politica di remunerazione debba contribuire alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e illustrare il modo in cui fornisce tale contributo; essa deve essere chiara e comprensibile nonché descrivere le diverse componenti della remunerazione fissa e variabile, compresi tutti i *bonus* e altri benefici in qualsiasi forma che possono essere riconosciuti agli amministratori e ne deve indicare la proporzione relativa.

---

<sup>69</sup> Programma di azioni pubblicato l'8 marzo 2018 e finalizzato a rafforzare il ruolo della finanza nella transizione verso un'economia sostenibile, gestire in modo più efficace i rischi finanziari associati agli aspetti ambientali, sociali e di *governance* e incoraggiare un approccio di investimento orientato al lungo periodo.

Inoltre, la politica di remunerazione deve spiegare come si sia tenuto conto del compenso e delle condizioni di lavoro dei dipendenti della società nella determinazione della politica di remunerazione<sup>70</sup>.

Ovviamente, le componenti cambiano a seconda che la remunerazione sia variabile o fissa: nel primo caso, la politica di remunerazione stabilisce criteri chiari, esaustivi e differenziati per il riconoscimento della stessa; essa deve indicare i criteri da utilizzare basati sui risultati finanziari e non finanziari, tenendo conto, eventualmente, dei criteri relativi alla responsabilità sociale d'impresa e spiegare in quale modo essi contribuiscano agli obiettivi prefissati; deve specificare, inoltre, le informazioni su eventuali periodi di differimento e sulla possibilità per la società di richiedere la restituzione della remunerazione variabile. Nel secondo caso, invece, la remunerazione si basa su azioni, e pertanto la politica di remunerazione deve puntualizzare, oltre a quanto richiesto per la remunerazione variabile, anche i periodi di maturazione e il mantenimento delle azioni dopo l'attribuzione e spiegare anche in questo caso in quale modo la remunerazione basata su azioni contribuisca agli obiettivi prefissati.

È poi, altresì, necessario che la politica di remunerazione riporti la durata dei contratti o degli accordi con gli amministratori, le principali caratteristiche della pensione integrativa o dei regimi di pensionamento anticipato nonché le condizioni di cessazione e i pagamenti connessi alla cessazione.

Circa la natura del voto espresso dai soci sulla politica di remunerazione, come detto, la Direttiva prevede un voto vincolante dell'assemblea, ma lascia tuttavia la

---

<sup>70</sup> Cfr. A. MANFROI, A. TRAVANINI, *L'attuazione della Direttiva SHRD II e la remunerazione dei manager nelle società quotate*, in *Riv. di Diritto Bancario*, 2019.

possibilità agli Stati membri di stabilire che il voto sia di natura consultiva.

In merito, inoltre, alle conseguenze legate alla scelta di un voto vincolante o consultivo la differenza sostanziale tra i due regimi viene individuata nella Direttiva nel fatto che<sup>71</sup>:

- a. in caso di mancata approvazione della politica in regime di voto consultivo la società può temporaneamente retribuire i propri *manager* in base alla nuova politica ancorché non approvata, ma deve comunque presentare una politica rivista all'assemblea successiva;
- b. nel caso di mancata approvazione della politica di remunerazione in un regime di voto vincolante, la società può retribuire solo in base all'ultima politica approvata, o, se non vi è alcuna politica approvata, solo in base alle prassi di mercato e deve in ogni caso sottoporre una politica rivista all'approvazione della successiva assemblea.

La Direttiva, *a latere*, prevede, altresì, che gli Stati membri possano consentire alle piccole e medie imprese, come definite dalla Direttiva 2013/34/UE (Direttiva *Accounting*)<sup>72</sup>, di sottoporre la sezione della relazione sui compensi corrisposti a una mera discussione assembleare senza votazione. In tal caso la società dovrà spiegare nella successiva relazione sulla remunerazione come ha tenuto conto della discussione (e non del voto) nell'assemblea.

---

<sup>71</sup> Atto del Governo n. 71, Schema di decreto legislativo recante attuazione della direttiva (UE) 2017/828 che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, Audizione del Vice direttore Generale della CONSOB, G. D'AGOSTINO, 6 marzo 2019.

<sup>72</sup> Si tratta di imprese che alla data di chiusura del bilancio non superano almeno due dei tre criteri seguenti: a) totale dello stato patrimoniale: 20.000.000 EUR; b) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 40.000.000 EUR; c) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: 250.

In definitiva, la Direttiva impone agli Stati membri di assicurare che le società elaborino una politica di remunerazione degli amministratori e che gli azionisti abbiano diritto di voto (con natura vincolante o consultiva in base alla disciplina nazionale di recepimento) su tale politica nell'assemblea; inoltre, gli Stati membri possono consentire alle società, in circostanze eccezionali, di derogare temporaneamente alla politica di remunerazione, purché quest'ultima preveda le condizioni procedurali in base alle quali la deroga può essere applicata e specifichi gli elementi della politica a cui si può derogare<sup>73</sup>.

La portata innovativa della Direttiva riguarda in particolar modo il *say on pay* – strumento di gestione e controllo dei compensi degli amministratori. Con ciò, gli azionisti si trovano ad esprimere un voto sulla remunerazione per ben due volte: *in primis*, in relazione alla politica di remunerazione che riguarda il quadro generale di remunerazione degli amministratori (di natura consultiva o vincolante a seconda della scelta di ciascun Stato membro); poi, sulla relazione circa la remunerazione concessa nell'esercizio finanziario precedente (di natura consultiva).

Ad oggi, in ogni caso, appare prematuro giudicare se l'approccio dell'UE in materia di *engagement* e trasparenza otterrà l'effetto sperato, ma si può affermare che nelle more del lungo *iter* di approvazione della SHRD II (durato più di due anni) si è assistito ad ulteriori sviluppi della prassi di investimento in società quotate che rendono in parte superato il piano di azione della Commissione del 2012. In particolare, come rilevato annualmente dai rapporti sulla *corporate governance* della Consob, si assiste oggi ad un sensibile incremento della partecipazione dei

---

<sup>73</sup> Cfr. A. MANFROI, A. TRAVANINI, *op. cit.*

fondi di investimento e degli investitori istituzionali alle assemblee<sup>74</sup>.

Per conoscere l'efficacia della SHRD II dovremmo, infatti, attendere che la Commissione europea, in stretta collaborazione con l'ESMA e l'Autorità europea di vigilanza ("Autorità bancaria europea"), presenti una relazione – che dovrà essere pubblicata entro il 10 giugno 2023 – al Parlamento europeo e al Consiglio sull'attuazione del Capo I *bis* (identificazione degli azionisti, trasmissione delle informazioni e agevolazione dei diritti di voto degli azionisti), anche per quanto concerne la sua efficacia, le difficoltà nell'applicazione pratica e nell'esecuzione, tenendo conto nel contempo dei pertinenti sviluppi del mercato a livello di Unione e a livello internazionale<sup>75</sup>.

---

<sup>74</sup> Cfr. L. MULA, *op. cit.*

<sup>75</sup> MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, Decreto legislativo recante attuazione della direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del consiglio del 17 maggio 2017 che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, consultabile su <http://www.governo.it/sites/governo.it/files/AIR%20Impegno%20azionisti%20a%20lungo%20termine.pdf>

## CAPITOLO SECONDO

### **LA REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI NELL'ORDINAMENTO ITALIANO**

**SOMMARIO:** 1. Il quadro normativo di riferimento – 2. Le forme di remunerazione previste dall'art. 2389 c.c. – 2. L'art. 114 *bis* Testo Unico della Finanza – 3. La disciplina della remunerazione degli amministratori: l'art. 123 *ter* Testo Unico della Finanza e il Codice di Autodisciplina.

#### **1. IL QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO**

La nomina degli amministratori avviene preliminarmente al momento della costituzione della società – i primi amministratori devono essere, infatti, nominati all'interno dell'atto costitutivo; successivamente il potere di nomina è attribuito all'assemblea dei soci (art. 2383, comma 1, c.c.). Alla nomina da parte dell'assemblea possono, tuttavia, essere sollevate tre eccezioni: la legge o lo statuto possono prevedere che sia lo Stato o un Ente pubblico a nominare uno o più amministratori con gli stessi diritti e obblighi degli altri – fatto salvo che questi potranno essere revocati solo dal soggetto che li ha nominati; lo statuto può riservare la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione ai possessori degli strumenti finanziari; gli stessi amministratori provvedono alla nomina dei componenti del consiglio di amministrazione venuti meno nel corso del loro mandato purché resti presente la maggioranza degli

amministratori nominati dall'assemblea, il tutto con deliberazione approvata dal collegio sindacale.

Vero è che lo statuto può stabilire norme particolari per la nomina alle cariche sociali da parte dell'assemblea ma non può in alcun modo derogare il principio della competenza assembleare per la nomina degli amministratori, salvo i casi tassativamente previsti dalla legge<sup>76</sup>.

Salvo quanto espressamente previsto nello statuto, la scelta del sistema di votazione spetta al presidente dell'assemblea; naturalmente le clausole che introducono particolari modalità di votazione, o che consentono all'assemblea di determinarle, devono essere accettabili – e non già *contra legem* –, sempre nel rispetto del principio che la nomina spetta alla delibera assembleare – sono ritenute, ad esempio, nulle quelle clausole che prevedono il parziale o totale potere di nomina della compagine amministrativa in capo a determinati gruppi di soci, mentre è ritenuta valida la clausola che trasferisce il potere di nomina degli amministratori in capo all'assemblea straordinaria.

---

<sup>76</sup> Sono pertanto nulle tutte le clausole statutarie che sottraggono la nomina degli amministratori alla competenza dell'assemblea al di fuori dei casi previsti dalla legge, devolvendola ai terzi o agli amministratori in carica (*ex multis*, Cass., 17 aprile 1990, n. 3181, in *Foro it.*, 1991, I, 1533; App. Milano, 27 agosto 1969, in *Giur. It.*, 1970, I, 2, 546; Trib. Verona, 11 dicembre 1992, in *Società*, 1993,950). Nulle erano, altresì, ritenute prima della riforma del 2003 le clausole che riservavano a determinate categorie di azioni la nomina extra-assembleare di parte degli amministratori (v. A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1960, 117 e ss; Trib. Venezia, 4 marzo 1989, in *Società*, 1989, 960); per un orientamento meno rigoroso v. F. BONELLI, *Gli amministratori di S.p.A. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Milano, 2013, 71; N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in N. ABRIANI, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI, S. AMBROSINI, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, G. COTTINO (diretto da), Padova, 2010, 4, 1, 264-348.



Ai sensi dell'art. 2383 c.c. gli amministratori non possono essere nominati per un periodo superiore a tre esercizi, salvo quanto disposto nello statuto, e scadono alla data dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio relativo all'ultimo esercizio della loro carica. Il termine fissato dal suddetto articolo è inderogabile, pertanto lo statuto può fissare una durata inferiore a tre esercizi ma mai superiore. In ogni caso, gli amministratori che accettano<sup>77</sup> la loro nomina sono tenuti, poi, entro 30 giorni, a chiedere l'iscrizione nel Registro delle imprese. Dal momento dell'iscrizione l'amministratore risulta pienamente investito di tutti i doveri legati al proprio ufficio.

In relazione agli effetti derivanti dall'iscrizione l'art. 2193 c.c., dispone che: *“I fatti dei quali la legge prescrive l'iscrizione, se non sono stati iscritti, non possono essere opposti ai terzi da chi è obbligato a richiederne l'iscrizione, a meno che questi provi che i terzi ne abbiano avuto conoscenza. L'ignoranza dei fatti dei quali la legge prescrive l'iscrizione non può essere apposta dai terzi dal momento in cui l'iscrizione è avvenuta. Sono salve le disposizioni particolari della legge”*.

Ovviamente, per poter ricoprire la qualifica di amministratore è necessario possedere determinati requisiti previsti dalla legge e non vertere in posizione di incompatibilità. È, infatti, possibile che sussistano dei fatti o delle circostanze che

---

<sup>77</sup> L'accettazione della nomina ad amministratore di una società – necessaria, avendo i poteri degli amministratori, fonte contrattuale – non richiede l'osservanza di specifiche formalità e può anche essere tacita, prescindendo dall'adempimento degli oneri pubblicitari di cui all'art. 2383, co. 4, c.c.; in tal caso, l'accettazione può essere desunta da atti positivi incompatibili con la volontà di rifiutare la nomina (Cass., sez. I, 22 maggio 2001, n. 6928). Ai sensi dell'art. 2383 c.c. è necessaria che gli amministratori nominati comunico al Registro delle Imprese: nome e cognome, luogo e data di nascita, domicilio e cittadinanza e i dati del rappresentante che opera in nome e per conto della persona giuridica nominata amministratore della società. La norma richiede, inoltre, di indicare nella comunicazione a quali amministratori è attribuita la rappresentanza della società, precisando se disgiuntamente o congiuntamente.

impediscono la nomina ad amministratore – c.d. cause di ineleggibilità – o che ne implicano la decadenza – c.d. cause di decadenza. La disciplina delle cause di ineleggibilità e di decadenza essendo espressione di principi di ordine pubblico non è derogabile ad opera dei soci. Il codice civile all'art. 2382 stabilisce che *“non può essere nominato amministratore, e se nominato decade dal suo ufficio, l'interdetto, l'inabilitato, il fallito o chi è stato condannato ad una pena che importa l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici o l'incapacità ad esercitare uffici direttivi”*.

Oltre a quanto richiesto dalla legge, lo statuto ha il potere di subordinare la carica di amministratore al possesso di speciali requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza e ad ulteriori particolari requisiti – anche facendo riferimento a codici di comportamento. Ad esempio, il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha il potere di fissare con apposito regolamento i requisiti aggiuntivi della professionalità e onorabilità per tutti coloro che esercitano funzioni d'amministrazione e controllo nelle banche<sup>78</sup>.

Nel sistema tradizionale, come visto, la competenza a deliberare in materia di remunerazione degli amministratori è ripartita tra assemblea e organo amministrativo<sup>79</sup>.

Ai sensi dell'art. 2364, co. 1, n. 3, c.c. se l'ammontare del compenso degli amministratori non è stato fissato nello statuto allora sarà compito dell'assemblea ordinaria determinarlo. La Suprema Corte di Cassazione ha stabilito che “se il

---

<sup>78</sup> D.Lgs. 1 settembre 1993, n. 385, “Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia”.

<sup>79</sup> Nel sistema dualistico la ripartizione delle competenze è tra consiglio di sorveglianza e assemblea (art. 2409 *terdecies*, lett. a), c.c.) e sarà poi compito del consiglio di sorveglianza approvare la relazione sulla remunerazione.

compenso di una s.p.a. è stabilito dallo statuto, l'assemblea ordinaria non ha la competenza per modificarlo o integrarlo”<sup>80</sup>. Inoltre, ai sensi dell'art. 2389, co. 1 e 3, c.c. all'assemblea è attribuito anche il compito di determinare i compensi spettanti ai membri del comitato esecutivo – salvo non siano anch'essi stabiliti nell'atto costitutivo – nonché quello di determinare l'importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori, ivi compresi quelli investiti di particolari cariche; mentre spetta al consiglio di amministrazione, sentito il parere del collegio sindacale, stabilire la remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche.

A tal proposito autorevole dottrina ritiene che rispetto all'organo amministrativo, l'effettivo peso decisionale degli azionisti risulti limitato sia perché economicamente molto più rilevante il compenso degli amministratori investiti di particolari cariche, sia perché pur laddove l'assemblea fosse competente, per disposizione statutaria, a fissare il tetto complessivo della remunerazione esso non riguarderebbe gli amministratori, i *manager* con responsabilità strategiche<sup>81</sup> e i dipendenti non investiti di cariche sociali<sup>82</sup>. Altra dottrina ritiene, invece, che questa distribuzione delle competenze, e quindi lasciare la decisione sui compensi per gli amministratori più direttamente coinvolti nella gestione dell'impresa agli stessi amministratori, sarebbe un segnale del distacco degli azionisti rispetto alla

---

<sup>80</sup> Cfr. Cass. 7 aprile 2006, n. 8230, in *Foro.it*, 2007, 1, 204.

<sup>81</sup> Si definiscono *manager* con responsabilità strategiche, ai sensi dell'art. 65, co. 1 *quater*, del Regolamento Emittenti, che rinvia alla definizione contenuta nell'allegato 1 al Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2011 “*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*”.

<sup>82</sup> V. M. CAMPOBASSO, *I compensi dei amministratori di società quotate*, cit., 710 ss.

gestione<sup>83</sup> – anche se bisogna tener conto che tale distribuzione delle competenze non venne introdotta con la riforma del diritto societario del 2003, bensì era già presente nelle disposizioni del codice del 1942 dove il voto assembleare era previsto in capo all’assemblea al fine di scongiurare una situazione di conflitto tra gli interessi personali degli amministratori e quelli della società<sup>84</sup>.

Tra l’altro, dalla lettura dell’art. 2389, co. 3, c.c. è evidente la possibilità che lo statuto riservi all’assemblea dei soci la determinazione di un ammontare complessivo per tutti gli amministratori; è necessario, pertanto, sottolineare la natura dispositiva della norma che prevede la competenza consiliare, che troverà applicazione solo qualora i soci non abbiano diversamente stabilito nello statuto<sup>85</sup>. Contrariamente, nel silenzio di quest’ultimo, la competenza del consiglio di amministrazione è da considerarsi autonoma rispetto all’assemblea<sup>86</sup>.

Quindi, se lo statuto prevedesse una riserva assembleare per la determinazione dell’ammontare massimo delle possibili remunerazioni di tutti gli amministratori, l’assemblea avrebbe competenza esclusiva in materia nonché il potere di determinare direttamente la ripartizione del compenso nei confronti dei singoli

---

<sup>83</sup> V. C. ANGELICI, *Le società per azioni. I principi e problemi*, in *Tratt. Dir. Civ. Comm.*, Milano, 2012, 395, 108.

<sup>84</sup> V. G. MINEVRINI, *Gli amministratori delle società per azioni*, Napoli, 1956, 104, il quale sosteneva che “[...] con queste norme [...] si è voluto affermare il criterio che il compito di determinare il compenso degli amministratori non può essere devoluto agli stessi interessati, al fine di evitare il pericolo che giudici in causa propria possano danneggiare gli interessi della società; e pertanto si è proceduto ad un’attribuzione di competenza, in seno alla società [...]”.

<sup>85</sup> V. S. BRUNO, F. BIANCONI, *op cit.* nonché, per tutti, F. FERRARA JR., F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2009, 614.

<sup>86</sup> V. G. MINEVRINI, *Le funzioni del collegio sindacale. Questioni vecchie, questioni nuove*, in *Società*, 2000, 650. Sia consentito anche il rinvio ad A. BENINCAMPI, M. CERRONI, *L’azione di responsabilità degli amministratori esercitata dal collegio sindacale: considerazioni sistematiche e suggestioni comparatistiche*, in P. STANZIONE, P. MATERA, M. PROTO (a cura di), in *Annali del Cersig*, 2019, 107-146.

amministratori investiti di particolari cariche<sup>87</sup>; in alternativa, l'assemblea potrebbe affidare tale determinazione al consiglio di amministrazione, nell'ambito del suo tetto massimo, sempre con riferimento agli amministratori investiti di particolari cariche<sup>88</sup>.

Con la riforma del 2003 – di cui si dirà *infra* – il legislatore ha voluto lasciare spazio all'autonomia privata, non disciplinando la competenza in materia di retribuzione demandandone la scelta ai soci.

Inoltre, non bisogna dimenticare come la disciplina codicistica in relazione ai compensi degli amministratori di cui agli artt. 2364, co. 1, n. 3 e 2389 c.c. – che resta ferma *ex art.* 123 *ter*, co. 6, TUF – è integrata, per le società quotate, dagli artt. 114 *bis* e 123 *ter* TUF, nonché dall'art. 84 *quater* del Regolamento Emittenti n. 11971/99, dallo schema 7-*bis* dell'allegato 3A del Regolamento medesimo e dalle previsioni del Codice di Autodisciplina delle società quotate.

Procediamo con una breve analisi delle disposizioni pocanzi richiamate per meglio individuarle nel quadro normativo generale, prima di analizzarle singolarmente nel dettaglio.

Ai sensi dell'art. 2364, co. 1, n. 3 c.c. l'assemblea è tenuta ad approvare a favore dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo, dei dipendenti e dei collaboratori, i piani di compensi basati su strumenti finanziari di cui all'art. 114 *bis*, co. 1, TUF<sup>89</sup>. Norma questa che attribuisce all'organo assembleare il compito

---

<sup>87</sup> In senso conforme cfr. A.L. BONAFINI, *Art. 2389*, in *Amministratori*, F. GHEZZI (a cura di), in *Commentario alla riforma delle società*, P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), Milano, 2005, 335.

<sup>88</sup> V. S. BRUNO, F. BIANCONI, *op. cit.*

<sup>89</sup> “I piani di compensi basati su strumenti finanziari a favore di componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, di dipendenti o collaboratori non legati alla

di deliberare sull'approvazione dei piani di compenso – compito che altrimenti spetterebbe agli amministratori con il rischio di “sviamenti rispetto al genuino interesse della società e degli azionisti”<sup>90</sup>.

Ma la disposizione fondamentale in materia di remunerazione si rinviene nell'art. 123 *ter* TUF – rubricato “Relazione sulla remunerazione” – introdotto con il d.lgs. 3 novembre 2008, n. 173, il quale richiede che le società manifestino apertamente nella relazione sul governo societario e gli assetti proprietari se intendono aderire ad un codice di comportamento in materia di governo societario promosso da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, motivando le ragioni dell'eventuale mancata adesione ad una o più disposizioni.

La principale novità di tale norma si individua nell'obbligo di *disclosure* al mercato delle scelte di *governance* adottate da ciascuna società quotata, a prescindere dall'adesione a un codice di governo societario, garantendo al mercato la diffusione di una descrizione completa della *governance* di tutte le società.

Ancora. L'allegato 3A del Regolamento Emittenti n. 11971/99 individua tutte le informazioni che devono essere fornite in ordine alla “politica di remunerazione”, anche in negativo qualora esse non dovessero essere disponibili in quanto relative ad aspetti non previsti dalla singola politica.

---

*società da rapporti di lavoro subordinato, ovvero di componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori di altre società controllanti o controllate sono approvati dall'assemblea ordinaria dei soci”*. Cfr. E. CODAZZI, *op. cit.*

<sup>90</sup> V. A. BEGHETTO, *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2012, 79 ss. In questi termini si veda anche la Relazione delle Commissioni Riunite della Camera, 17, citata da Assonime, *Le nuove disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari. Il commento dell'Assonime*, in *Riv. Soc.*, 2006, 509.

Detto allegato 3A, schema 7 bis, R.E. richiede con riferimento alla prima sezione della relazione le seguenti informazioni:

- a. gli organi o i soggetti coinvolti nella predisposizione e approvazione della politica delle remunerazioni, specificando i rispettivi ruoli, nonché gli organi o i soggetti responsabili della corretta attuazione di tale politica;
- b. l'eventuale intervento di un comitato per la remunerazione o di altro comitato competente in materia, descrivendone la composizione (con la distinzione tra consiglieri non esecutivi e indipendenti), le competenze e le modalità di funzionamento;
- c. il nominativo degli esperti indipendenti eventualmente intervenuti nella predisposizione della politica delle remunerazioni;
- d. le finalità perseguite con la politica delle remunerazioni, i principi che ne sono alla base e gli eventuali cambiamenti della politica delle remunerazioni rispetto all'esercizio finanziario precedente;
- e. la descrizione delle politiche in materia di componenti fisse e variabili della remunerazione, con particolare riguardo all'indicazione del relativo peso nell'ambito della retribuzione complessiva e distinguendo tra componenti variabili di breve e di medio-lungo periodo;
- f. la politica seguita con riguardo ai benefici non monetari;
- g. con riferimento alle componenti variabili, una descrizione degli obiettivi di *performance* in base ai quali vengano assegnate, distinguendo tra componenti variabili di breve e di medio-lungo termine, e informazioni sul legame tra la variazione dei risultati e la variazione della remunerazione;

- h. i criteri utilizzati per la valutazione degli obiettivi di *performance* alla base dell'assegnazione di azioni, opzioni, altri strumenti finanziari o altre componenti variabili della remunerazione;
- i. informazioni volte ad evidenziare la coerenza della politica delle remunerazioni con il perseguimento degli interessi a lungo termine della società e con la politica di gestione del rischio, ove formalizzata;
- j. i termini di maturazione dei diritti (cd. *vesting period*), gli eventuali sistemi di pagamento differito, con indicazione dei periodi di differimento e dei criteri utilizzati per la determinazione di tali periodi e, se previsti, i meccanismi di correzione *ex post*;
- k. informazioni sulla eventuale previsione di clausole per il mantenimento in portafoglio degli strumenti finanziari dopo la loro acquisizione, con indicazione dei periodi di mantenimento e dei criteri utilizzati per la determinazione di tali periodi;
- l. la politica relativa ai trattamenti previsti in caso di cessazione dalla carica o di risoluzione del rapporto di lavoro, specificando quali circostanze determinino l'insorgere del diritto e l'eventuale collegamento tra tali trattamenti e le *performance* della società;
- m. informazioni sulla presenza di eventuali coperture assicurative, ovvero previdenziali o pensionistiche, diverse da quelle obbligatorie;
- n. la politica retributiva eventualmente seguita con riferimento:
  - agli amministratori indipendenti;
  - all'attività di partecipazione a comitati;



- allo svolgimento di particolari incarichi (presidente, vice presidente, etc.);
- o. se la politica retributiva è stata definita utilizzando le politiche retributive di altre società come riferimento, e in caso positivo i criteri utilizzati per la scelta di tali società.

Lo studio della Consob<sup>91</sup> ha evidenziato che tale dissenso in Italia è, mediamente, del 5,1%. Si tratta di un dato statistico leggermente inferiore rispetto al risultato medio ottenuto in ordinamenti caratterizzati da azionariato diffuso (7,9% in Gran Bretagna e 8,9% negli Stati Uniti) ma, d'altra parte, si è dimostrato assolutamente in linea con i risultati ottenuti nell'ordinamento tedesco (6,5%), anch'esso caratterizzato da società con struttura proprietaria altamente concentrata.

Il dato che emerge in contesti come quello italiano e quello tedesco si spiega in considerazione del fatto che, in questi casi, i compensi dei *manager* sono sottoposti a un controllo alquanto pervasivo da parte della maggioranza. Si potrebbe, in alternativa, ritenere che la presenza di un azionista di controllo forte finisca per disincentivare l'espressione del dissenso da parte delle minoranze.

Di contro, il maggior dissenso che è stato riscontrato negli ordinamenti in cui prevale la struttura proprietaria ad azionariato diffuso, si giustifica proprio in ragione del fatto che manca un azionista di controllo che sia in qualche modo in grado di monitorare le decisioni dell'organo amministrativo<sup>92</sup>.

---

<sup>91</sup> CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 18 gennaio 2015, consultabile on line sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>92</sup> V. G. FERRARINI, N. MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi*, cit., 622-623.

Si può infine osservare che la differenza “strutturale” tra società a proprietà concentrata e società a proprietà diffusa, incide anche sulla configurazione dell’*agency problem* tra azionisti e *manager*.

Il problema di agenzia, infatti, si è rivelato ben più significativo in contesti caratterizzati da una prevalenza di società ad azionariato diffuso rispetto a realtà in cui domina una struttura proprietaria concentrata<sup>93</sup>.

In società a proprietà concentrata, infatti, il voto consultivo degli azionisti di minoranza non perde di efficacia. Anche se il voto riguarda solo la politica di remunerazione e non anche il *quantum* assegnato, emerge che il dissenso non è correlato ai risultati economici, ma mira a colpire i casi di compensi eccessivi o di mancata trasparenza nell’illustrare i meccanismi di remunerazione variabile.

## **2. LE FORME DI REMUNERAZIONE PREVISTE DALL’ART. 2389 DEL CODICE CIVILE**

Prima di poter affrontare il tema della remunerazione degli *executive* è necessario soffermarsi sulla disciplina codicistica, la quale in relazione al sistema di amministrazione e controllo del modello tradizionale prevede da un lato che sia l’assemblea a determinare il compenso degli amministratori, fatto salvo quanto stabilito dallo statuto – ai sensi dell’art. 2364, co. 1, n. 3, c.c.; dall’altro prevede che sia il consiglio di amministrazione, sentito il parere del collegio sindacale, a determinare la remunerazione degli amministratori “investiti di particolari cariche”,

---

<sup>93</sup> Cfr. M.L. VITALI, M. MIRAMONDI, *La remunerazione degli amministratori di società quotate tra equilibrio degli interessi in gioco e assetti proprietari concentrati*, in *Riv. dir. Banc.*, 2014. Per un maggior approfondimento si rimanda a R. KRAAKMAN, J. ARMOUR, P. DAVIES, L. ENRIQUES, H. HANSMANN, G. HERTIG, K. HOPT, H. KANDA, E. ROCK, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Second Edition, in *Oxford University Press*, 36 ss.

lasciando all'assemblea dei soci – se previsto espressamente dallo statuto – la possibilità di determinare “un importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori, inclusi quelli investiti di particolari cariche” (ai sensi dell'art. 2389, co. 3, c.c.<sup>94</sup>).

Il legislatore del 2003 in relazione alla natura della retribuzione aggiuntiva di spettanza degli amministratori investiti di particolari cariche e incarichi endoconsiliari ha intenzionalmente “introdotto un correttivo alla perdita di potere degli azionisti”<sup>95</sup>.

Bisogna, tuttavia, sottolineare come la fissazione ad opera dell'assemblea di un tetto massimo per la remunerazione di tutti gli amministratori non influisce in alcun modo sul ruolo del Comitato sulle Remunerazioni, che dovrà compiere il proprio incarico sulla distribuzione del *budget* tra i membri del consiglio di amministrazione, in considerazione delle specifiche cariche assunte e degli incarichi svolti da ciascun membro<sup>96</sup>.

La differenza terminologica introdotta dall'art. 2389 c.c. tra compenso e remunerazione, secondo l'orientamento prevalente in dottrina, non ha alcun significato operativo, ma ricopre esclusivamente una funzione meramente descrittiva<sup>97</sup>.

---

<sup>94</sup> V. I. DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, Milano, 2011, 81 ss.; M. FRANZONI, *Delle società per azioni*, in *Commentario Scialoja-Branca*, 2008, 339 ss.

<sup>95</sup> Conf. G. GIANNELLI, *sub art. 2389 c.c.*, in ABBADESSA, Portale (diretto da), *Le Società per azioni*, Milano, 2016, 1, 1317.

<sup>96</sup> V. A. PISANI MASSAMORMILE, *Sub art. 2389 c.c., Delle Società. Dell'azienda. Della concorrenza.*, D.U. SANTOSUOSSO (a cura di), in *Commentario del codice civile* E. GABRIELLI, Milanofiori Assago (diretto da), 2015, 310 ss.

<sup>97</sup> V. A.L. BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2005, 183 ss.

Spesso la dottrina si è avvalsa della distinzione tra compenso – avente natura indennitaria – e remunerazione – avente natura retributiva – unicamente per valicare le possibili contestazioni circa il computo della remunerazione degli amministratori derivante dalla loro partecipazione agli utili.

Nell'ipotesi in cui si dovesse attribuire alla partecipazione agli utili un carattere retributivo e quindi una spesa per la società, potrebbe originarsi un contrasto normativo tra la disposizione di cui all'art. 2389 c.c. e il combinato disposto dell'art. 2432 c.c.<sup>98</sup>, secondo il quale “le partecipazioni agli utili eventualmente spettanti ai soci fondatori e agli amministratori sono computate sugli utili netti risultanti dal bilancio, fatta deduzione della quota di riserva legale”, con l'art. 2430 c.c.<sup>99</sup> secondo il quale “la riserva legale deve essere dedotta dagli utili netti annuali”.

Disposizioni, queste, che prescrivendo che la partecipazione agli utili degli amministratori debba essere calcolata sugli utili netti e impedendo alla società di sostenere ulteriori costi successivamente alla deduzione della quota da destinare a riserva legale, renderebbero di fatto impossibile una remunerazione degli amministratori basata sugli utili<sup>100</sup>.

Al fine di porre rimedio a tale conflitto, la dottrina ha affermato che il compenso degli amministratori, commisurato agli utili societari, dovrebbe avere sia una natura retributiva – che raffigura un costo per la società in relazione all'attività svolta dagli amministratori investiti di particolari cariche – sia una natura indennitaria – che

---

<sup>98</sup> Art. 2431 nella numerazione precedente alla riforma del 1991.

<sup>99</sup> Art. 2428 nella numerazione precedente alla riforma del 1991.

<sup>100</sup> Cass., 12 aprile 1976, n. 1289, 502, e Trib. Roma, 21 dicembre 1953, in *Dir. Fall.*, 1954, 2, 272.

rappresenta un impiego di utili, con riferimento al compenso quotativo corrisposto in favore degli amministratori non investiti di particolari cariche.

Partendo dall'assunto che la riserva legale costituisca il primo modo d'impiego degli utili netti è possibile rilevare un'importante distinzione tra la posizione degli amministratori investiti e non di particolari cariche<sup>101</sup> – il cui compenso non essendo proporzionale all'attività svolta rappresenta una specie di riconoscimento per l'apporto che danno ai fini dell'aumento del valore della società nonché un indennizzo per le responsabilità in cui potrebbero eventualmente incorrere nello svolgimento delle proprie funzioni.

La differenza sostanziale tra le due figure di amministratori risiede nel fatto che gli amministratori non delegati, nell'eventualità in cui acconsentano di ricevere il compenso sotto forma di partecipazione agli utili, danno vita ad una specie di conferimento alla società aspettandosi più che un indennizzo, un dividendo – in tal caso si dovrà parlare di impiego di utili netti; mentre, diversamente, gli amministratori investiti di particolari cariche dovranno prestare la propria opera nella società e, in ragione di ciò, avranno diritto ad un compenso avente carattere retributivo – riducendo così l'entità dell'utile netto.

Ora prendendo in considerazione l'impossibilità per la società di essere gravata di spese aggiuntive dopo la deduzione della quota da destinare alla riserva legale, bisognerebbe escludere dall'applicazione dell'art. 2432 c.c. gli amministratori investiti di particolari cariche – anche nel caso in cui il compenso venga parametrato agli utili realizzati dalla società; applicazione che fa riferimento agli utili netti in

---

<sup>101</sup> V. A. MIGNOLI, *Le partecipazioni agli utili nelle società di capitali*, Milano, 1966, 195 ss.

senso tecnico, depurati di qualsiasi spesa volta a produrli, e che dovrebbe fare più opportunamente riferimento agli utili lordi<sup>102</sup>.

Ma tale assunto si basa su di un erroneo presupposto per il quale dopo la deduzione a riserva legale nessun costo possa essere esposto in bilancio<sup>103</sup>.

Ebbene, al contrario, proprio il combinato disposto degli artt. 2430 e 2432 c.c. costituirebbe un'eccezione a tale criterio precisando come la riserva legale vada computata su utili da cui non è stata ancora dedotta la remunerazione degli amministratori; la partecipazione agli utili, pertanto, non deve corrispondere certamente ad un impiego di utili, piuttosto, proprio come accade nel caso di cui all'art. 2389, co. 2, c.c., rappresenterebbe una normale spesa di esercizio<sup>104</sup>.

In ragione di ciò appare opportuno considerare la natura unitaria, retributiva del compenso degli amministratori, finalizzata a retribuire il lavoro dagli stessi svolto senza porre alcun peso alle modalità con cui tale remunerazione venga corrisposta. Nell'art. 2389, co.1, c.c. rinveniamo la regola secondo la quale la competenza generale in ordine alla deliberazione dei compensi dei membri del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo, sia di competenza esclusiva

---

<sup>102</sup> V. C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, Milano, 1929, 318.

<sup>103</sup> V. I. DE SANTIS, *op. cit.*, 103 ss.

<sup>104</sup> V. G. POSITANO, *Commento all'art. 2389*, in M. SANDULLI, V. SANTORO (a cura di), *La Riforma delle società*, Torino, 2003, 1, 453, secondo il quale l'interpretazione che differenzia la natura indennitaria del compenso da quella retributiva della remunerazione sarebbe confermata dall'ipotesi di un ulteriore fattispecie di compenso quotativo rappresentata dalla possibilità di sottoscrivere azioni di futura emissione; L. ANSELMINI, *Alcune osservazioni in tema di "compenso" degli amministratori mediante "partecipazione agli utili"*, in *Giur. comm.*, 1992, 935 ss., secondo il quale le interpretazioni che negano la natura retributiva della partecipazione agli utili, basandosi essenzialmente sul dato letterale del combinato disposto dell'art. 2432 c.c. con l'art. 2430, co.1, c.c., risultano oltremodo macchinose e finiscono per considerare che dietro l'introduzione dell'art. 2432 c.c. ci sia una volontà implicita del legislatore di modificare la natura giuridica della partecipazione agli utili.

dell'assemblea dei soci quali portatori del *residual claim*<sup>105</sup>, indipendentemente dal fatto che la designazione degli amministratori sia di competenza di altri.

È questo il caso dell'aggregazione ad opera degli altri membri del *board ex art.* 2386, co. 1, c.c. con relazione alle disposizioni di cui agli artt. 2351, co. 5, e 2449, co. 1, c.c., le quali stabiliscono specifici casi di nomina *extra assembleare* degli amministratori rispettivamente da parte dei portatori di strumenti finanziari oppure, nelle società partecipate, da parte dello Stato o altri Enti pubblici<sup>106</sup>.

Tuttavia, il compenso cui si riferisce il primo comma dell'art. 2389 c.c. rappresenta solamente la remunerazione "base" che spetta di diritto a tutti gli amministratori in forza del solo rapporto organico e indipendentemente da ulteriori cariche o incarichi ricoperti all'interno del consiglio di amministrazione.

Compenso "base" che, ai sensi, dell'art. 2389, co. 1 e 2, c.c., può essere composto: da una retribuzione fissa e predeterminata *ex ante*, da una partecipazione agli utili, dall'attribuzione del diritto di sottoscrivere a prezzo predeterminato azioni di futura emissione (c.d. *stock option*<sup>107</sup>), oppure da una loro combinazione in diversa misura.

Ovviamente, tale tipo di compenso non rappresenta l'unica forma di retribuzione che la società può destinare ai propri amministratori, giacché si possono individuare tre diverse forme di corrispettivo, che rappresentano un riconoscimento ulteriore

---

<sup>105</sup> V. U. DE CRESCIENZO, *Gli amministratori nel sistema tradizionale*, in *Le nuove s.p.a.*, O. CAGNASSO, PANZANI (diretto da), Bologna, 2010, 769.

<sup>106</sup> V. S. CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori, incentivi azionari e creazione di valore*, Milano, 2005, 151; A.L. BONAFINI, *I compensi degli amministratori*, cit., 106.

<sup>107</sup> Categoria che ricomprende "un insieme assai variegato di operazioni, mediante cui si attribuisce la titolarità, attuale o potenziale, di un certo numero di azioni della società a dipendenti, collaboratori o amministratori", L. NAZZICONE, *Commento all'art. 2389*, in G. LO CASCIO (a cura di), *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, 5, 135.

per il lavoro svolto – in tal caso si parla, ad esempio, di maggiore remunerazione nel caso in cui l'amministratore ricopra "particolari cariche" (sicuramente rientra tra queste quella di amministratore delegato, a cui sono attribuiti ampi e rilevanti compiti, oggi espressamente istituzionalizzati nel testo dell'art. 2381 c.c.), oppure il corrispettivo per "incarichi particolari interni" e quello per "incarichi esterni".

Nell'indicare il confine tra le due competenze, i maggiori dubbi sono emersi in relazione al significato da attribuire alla locuzione "cariche particolari" e soprattutto all'espressione "in conformità dell'atto costitutivo". Soltanto la presenza contestuale di questi due presupposti fa sorgere in capo al consiglio di amministrazione il potere di determinazione autonomo di cui al secondo comma dell'art. 2389. In particolare, il richiamo all'atto costitutivo implica che le cariche devono essere radicate nella struttura organizzativa e devono essere "istituzionalizzate" con una previsione statutaria esplicita<sup>108</sup>.

Ancora. Per la determinazione della remunerazione degli "amministratori investiti di particolari cariche in conformità dello statuto", ai sensi dell'art. 2389, co 3, c.c., invece, il potere decisionale spetta al consiglio di amministrazione, previo parere del collegio sindacale – organo di controllo della società che dovrebbe farsi portatore, all'interno del consiglio di amministrazione, dell'interesse dei soci rispetto all'assunzione di una delibera particolarmente rilevante per la società<sup>109</sup>.

---

<sup>108</sup> Cfr. B. MANGIAPANE, *Retribuzione degli amministratori e governo societario: "Appunti" sullo statuto legale dei compensi e competenza degli organi sociali alla luce della riforma del diritto societario*, in *Riv. Dir. Eco. dei Trasp e dell'Amb.*, 2010, 8, 242.

<sup>109</sup> V. G. FRÈ, *Art. 2389*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna, 1982, 802.



Appare, tuttavia, necessario specificare il significato di “amministratori investiti di particolari cariche”, proprio al fine di determinare il confine tra la competenza dell’assemblea e quella del consiglio di amministrazione.

Secondo autorevole dottrina<sup>110</sup>, non rientrano nella nozione di “amministratori investiti di particolari cariche” i componenti dell’eventuale comitato esecutivo, giacché gli stessi, ai sensi del primo comma dell’art. 2389, rientrano chiaramente tra gli amministratori il cui compenso viene determinato dai soci; non vi fanno parte neanche gli amministratori con “deleghe atipiche” cui siano stati attribuiti particolari incarichi in base ad una ripartizione interna di competenza fra i componenti del consiglio non prevista dallo statuto né autorizzata dall’assemblea, in quanto l’art. 2389, co. 2, c.c. prende in considerazione solo “gli amministratori investiti di particolari cariche” in conformità dell’atto costitutivo. Rimangono, altresì, estromessi i soggetti che ricoprono la carica di amministratore unico e gli incarichi professionali assegnati agli amministratori parallelamente al rapporto gestorio e non direttamente riconducibili allo stesso<sup>111</sup>.

Pertanto, devono senz’altro escludersi dall’ambito di applicazione del comma terzo e, quindi, dalla competenza consiliare: i componenti del comitato esecutivo in quanto tali, l’amministratore unico, gli amministratori che abbiano avuto dalla società incarichi professionali paralleli al rapporto di gestione ma diversi da quest’ultimo, gli amministratori con “particolari incarichi” attribuitigli in virtù di

---

<sup>110</sup> V. G. CASELLI, *Vicende del rapporto di amministrazione*, in *Tratt. Soc. per azioni*, G. E. COLOMBO, G. B. PORTALE (diretto da), Torino, 1991, 4, 51 ss.

<sup>111</sup> V. P. RAINELLI, Osservazioni a Trib. Milano, 5 novembre 2001, in *Giur.it.*, 2002, 1443.

una “delega atipica”, ossia di una suddivisione interna di competenze in seno al consiglio non prevista dallo statuto o autorizzata dall’assemblea.

Rientra, invece, nella competenza del consiglio di amministrazione la fissazione del compenso del presidente e degli amministratori che siano stati delegati in forza di una norma statutaria.

Ciò visto, appare opportuno soffermarsi brevemente sulle modalità di attribuzione del compenso alternative alla retribuzione in misura fissa e, soprattutto, sulla novità rappresentata dalle *stock option*.

Difatti, per quanto attiene alle modalità di corresponsione dell’emolumento agli amministratori, si è soliti distinguere tra forme di retribuzione in forma fissa e quelle variabili, o aleatorie<sup>112</sup>.

Queste tecniche di remunerazione mirano a incrementare l’orientamento verso la creazione di valore per gli azionisti. Si pensa, infatti, che uno degli strumenti più efficienti per migliorare l’affidabilità degli amministratori sia il legame fra livello di retribuzione e redditività per gli azionisti, in modo tale che l’amministratore, affrontando i rischi e le opportunità di un normale socio, indirizzi la propria *performance* al massimo interesse per quest’ultimo<sup>113</sup>.

Da una siffatta lettura normativa si evince come la posizione dell’amministratore, che rinuncia al compenso fisso accettandone uno variabile e dipendente dall’andamento societario, si avvicini sempre più a quella dell’azionista<sup>114</sup>. Si avvicina nel momento in cui l’amministratore è coinvolto, anche solo in modo

---

<sup>112</sup> Cfr. B. MANGIAPANE, *op. cit.* Nello stesso senso G. CASELLI, *op. cit.*

<sup>113</sup> V. A.L. BONAFINI, *I compensi degli amministratori*, cit., 372 e 376.

<sup>114</sup> V. I. DE FEO, *Commento all’art. 2389 c.c.*, in G. BONFANTE, D. CORAPI, G. MARZIALE, R. RORDOF, U. SALAFIA (a cura di), *Codice commentato delle Società*, Milano, 2007, 486.

parziale, nel rischio di impresa – giacché in mancanza di utili non maturano né la remunerazione del capitale né quella dell'attività amministrativa; si distanzia dalla figura dell'azionista poiché mentre il socio acquista il credito patrimoniale solo mediante un atto di devoluzione della società, l'amministratore remunerato con un compenso parametrico è, al contrario, titolare di un diritto perfetto con la semplice approvazione del bilancio<sup>115</sup>.

### **3. L'ART. 114 BIS DEL TESTO UNICO DELLA FINANZA**

Come meglio si dirà *infra*, l'attribuzione agli amministratori, a titolo di compenso, di azioni o di altri strumenti finanziari tratteggia un fenomeno che ha trovato ampia diffusione nella prassi statunitense. Infatti, l'ampio uso di azioni o di altri strumenti finanziari usati a titolo di remunerazione degli amministratori assolve al compito da un lato di incentivare l'attività degli amministratori verso la creazione di un valore per l'impresa e gli azionisti, dall'altro favorire la loro fidelizzazione<sup>116</sup>.

Sulla base della prassi americana, il legislatore italiano ha introdotto, con la riforma del diritto societario, il secondo comma dell'art. 2389 c.c., diretto a confermare la liceità delle tecniche di remunerazione adoperate fino a quel momento.

Tuttavia l'intervento del legislatore non è stato sufficiente a garantire agli azionisti una visione preventiva del complessivo pacchetto remuneratorio, giacché il loro

---

<sup>115</sup> V. A.L. BONAFINI, *I compensi degli amministratori*, cit., 387. Anche F. BONELLI, *op. cit.*, ha sottolineato che i compensi costituiti da partecipazione agli utili devono essere corrisposti a prescindere dalla distribuzione di utili ai soci.

<sup>116</sup> V. G. PRESTIPINO, sub *art. 114 bis TUF*, in P. VELLA (a cura di), *Commentario TUF*, Torino, 2012, 1169.

intervento era previsto solo in sede di realizzazione del piano già approvato dall'organo gestionale.

In conseguenza di ciò, oltre che per via delle disposizioni contenute nell'art. 6<sup>117</sup> della Raccomandazione 2004/913/CE il legislatore italiano con la legge 28 dicembre 2005, n. 262 – c.d. “Legge per la tutela del risparmio” – ha introdotto nel Testo Unico della finanza l'art. 114 *bis*<sup>118</sup>.

L'art. 114 *bis* rubricato “Informazione al mercato in materia di attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori”, stabilisce che “I piani di compensi basati su strumenti finanziari a favore di componenti del

---

<sup>117</sup> L'art. 6 della Raccomandazione 2004/913/CE, rubricato “Remunerazione basata su azioni” prevede che: “6. *Approvazione degli azionisti.* 6.1. *I regimi, secondo i quali gli amministratori sono remunerati in azioni, opzioni su azioni o altri diritti di acquisto di azioni o in base alle variazioni di prezzo delle azioni, dovrebbero essere sottoposti, prima dell'adozione, all'approvazione preliminare degli azionisti mediante una risoluzione dell'assemblea. 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.* 6.2. *Per i punti seguenti dovrebbe essere richiesta l'approvazione da parte dell'assemblea: a) attribuzione agli amministratori di prestazioni basate su azioni, comprese le opzioni su azioni; b) fissazione del numero massimo e delle principali condizioni di attribuzione; c) termine entro il quale si possono esercitare le opzioni; d) se del caso, le condizioni per qualsiasi successivo cambiamento nel prezzo di esercizio delle opzioni, se consentito dalla legge; e) qualsiasi altro sistema d'incentivi a lungo termine a cui abbiano diritto gli amministratori e che non sia offerto a condizioni analoghe agli altri dipendenti.* 6.3. *L'assemblea dovrebbe, inoltre, fissare la scadenza entro la quale l'organismo responsabile per la remunerazione degli amministratori può concedere tale tipo di prestazione ai singoli amministratori.* 6.4. *Qualsiasi modificazione sostanziale delle condizioni di detti regimi, prima di essere adottata, dovrebbe essere sottoposta all'approvazione degli azionisti, mediante una risoluzione all'assemblea. In tali casi gli azionisti dovrebbero essere informati di tutti gli aspetti delle modificazioni proposte, delle quali dovrebbero essere loro spiegate le conseguenze.* 6.5. *Qualora sia consentito dalla legislazione nazionale oppure dallo statuto della società quotata, dovrebbe ottenere l'approvazione degli azionisti qualsiasi accordo per ricevere sconti su opzioni, ai sensi del quale sono concessi diritti di sottoscrivere azioni a un prezzo inferiore al valore di mercato dell'azione, alla data in cui è fissato il prezzo di esercizio, oppure inferiore alla media dei valori di mercato per un determinato numero di giorni precedenti la data in cui è fissato il prezzo di esercizio.* 6.6. *I punti da 6.1 a 6.4 non dovrebbero applicarsi a regimi in cui la partecipazione è offerta a condizioni analoghe ai dipendenti della società quotata o di un'affiliata, i cui dipendenti abbiano diritto di partecipare al regime e che sia stata approvata dall'assemblea”.*

<sup>118</sup> Norma successivamente modificata prima dall'art. 3 del d.lgs 29 dicembre 2006, n. 303, poi dall'art. 3 del d.lgs 27 gennaio 2010, n. 27.

consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori non legati alla società da rapporti di lavoro subordinato, ovvero di componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori di altre società controllanti o controllate sono approvati dall'assemblea ordinaria dei soci”.

Con tale disposizione, che trova applicazione solo per le società quotate e per gli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico, il legislatore recepisce l’istanza degli azionisti nell’ambito della negoziazione tra amministratori e soci riuniti in assemblea ordinaria.

Oggetto della disposizione sono tutti i documenti predisposti dal consiglio di amministrazione che indichino le diverse componenti della remunerazione degli amministratori, soprattutto degli amministratori delegati<sup>119</sup>.

Prima di tale intervento legislativo in materia di tutela del risparmio, il diritto comune riconosceva – e riconosce – all’assemblea talune limitate prerogative nel procedimento di attribuzione di *stock option* e *restricted stock*.

La normativa societaria comunemente utilizzata per disciplinare la retribuzione degli amministratori mediante azioni e strumenti finanziari si individua<sup>120</sup>: a) nell’assegnazione gratuita di azioni ai dipendenti (art. 2349 c.c.); b) nell’aumento a pagamento del capitale sociale con limitazione o esclusione del diritto di opzione (art. 2441, co. 5 e 6, c.c.); c) nell’attribuzione gratuita a favore dei dipendenti delle società di azioni di nuova emissione (art. 2441, co. 8, c.c.); d) nella vendita o

---

<sup>119</sup> V. MONTALENTI, S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, Bologna, 2010, 116.

<sup>120</sup> V. S. POLI, *I meccanismi societari di attuazione dei piani di stock option e stock grant*, in M. REGALLI (a cura di), *Stock option e incentivazione del management*, Milano, in *Il Sole 24 Ore*, 2003, 179 ss.

assegnazione gratuita di azioni proprie (artt. 2357 e 2357 *ter* c.c.).

La tecnica dell'aumento del capitale, con esclusione del diritto di opzione<sup>121</sup>, resta la più diffusa tenuto conto che l'alternativa, rappresentata dal *buy-back*<sup>122</sup>, richiede risorse disponibili adeguate all'acquisto dei titoli necessari, con durata non superiore ai diciotto mesi, per cui è concessa l'autorizzazione assembleare.

Anteriormente all'introduzione dell'art. 114 *bis* TUF, l'informazione preventiva sui piani di compensi composti dagli strumenti finanziari si riduceva all'informazione che precede l'assemblea richiesta per le società quotate dalla Consob<sup>123</sup> al momento dei provvedimenti riguardanti l'esclusione del diritto di opzione o sull'impiego di azioni proprie<sup>124</sup>.

Con l'art. 114 *bis* TUF è stato attribuito all'assemblea la possibilità di avere un'informazione preventiva e dettagliata del piano di incentivazione azionaria deliberato dal consiglio di amministrazione.

Rispetto all'art. 2389 c.c., tale disposizione, introducendo una deroga al terzo comma del predetto articolo, attribuisce all'assemblea il potere di deliberare sulla remunerazione di tutti gli amministratori, ivi compresi quelli che ricoprono "particolari cariche".

---

<sup>121</sup> V. V. SANTORO, *Articolo 16*, in A. NIGRO, V. SANTORO (a cura di), *La tutela del risparmio: commentario della legge 28 dicembre 2005, n. 262 e del d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303*, Torino, 2007, 299.

<sup>122</sup> Riacquisto di azioni proprie posto in essere da parte di una società quotata al fine di garantire una remunerazione agli azionisti. Facendo ciò la società riacquista parte delle proprie azioni sul mercato di fatto cancellandole. In sostanza con il *buy back* la società riduce il numero delle azioni presenti sul mercato provocando così un aumento del valore di quelle rimanenti.

<sup>123</sup> CONSOB, Comunicazione del 15 febbraio 2000, n. 1508, consultabile on line sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>124</sup> V. F. ANNUNZIATA, *Art. 114 bis*, in M. FRATINI, G. GASPARRI (a cura di), *Il Testo Unico della finanza*, Torino, 2012, 1521.

Precisamente, con l'art. 114 *bis* TUF il legislatore ha voluto introdurre una “disciplina speciale” prevedendo che “le determinazioni in ordine ai piani, anche ove destinati ad amministratori investiti di particolari cariche [...] sono attratte alla sovranità dell'assemblea, con norma speciale dell'art. 2389, comma 3, c.c. Tale soluzione, in linea con il principio di ordine generale *ex* combinato disposto degli articoli 2364, comma 1, n. 3, c.c. e 2389, comma 1, c.c., riconduce quindi all'organo ove si esprime la volontà dei soci la remunerazione [...] degli amministratori che, per la particolare carica rivestita (per esempio, amministratori delegati), percepiscono compensi più elevati, in società dall'azionariato particolarmente frammentato”<sup>125</sup>.

Con la disciplina attualmente in vigore, l'assemblea dei soci ha il dovere di esprimersi anche nei casi per i quali tale obbligo non era previsto prima dell'entrata in vigore della l. n. 262 del 2005, come ad esempio sull'attribuzione agli amministratori, da parte del consiglio di amministrazione, di *stock option* al cui servizio sono poste azioni di società controllate o controllanti, o che stimavano un intervento circoscritto alla manifestazione di adesione all'aumento di capitale strumentale all'operazione – anche nel caso in cui questo fosse avvenuto mediante delega agli amministratori *ex* art. 2443 c.c.<sup>126</sup> – o all'acquisto e alla successiva disposizione di azioni proprie<sup>127</sup>.

---

<sup>125</sup> 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, 6, disponibile sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>126</sup> V. R. RORDORF, «*Stock options*» ed informazione del mercato, in *Soc.*, 2, 2001, 149; P. MONTALENTI, *L'amministrazione sociale dal Testo Unico alla riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, 4, 439.

<sup>127</sup> V. N. POLLIO, *La remunerazione degli amministratori di società quotate: aspetti societari e profili di trasparenza informativa nel nuovo 114 bis TUF*, in *Giur. Comm.*, 2009, 1, 133.

Eppure, anche se ai sensi delle citate norme del codice civile l'assemblea interviene unicamente nella fase di esecuzione di ciascuna operazione prevista dal piano, con l'art. 114 *bis* TUF l'assemblea è chiamata a pronunciarsi preventivamente per l'approvazione delle operazioni costituenti il piano.

Ancora. Contrariamente a quanto stabilito dall'art. 2389 c.c., la competenza assembleare, trattandosi di norma imperativa, non è soggetta ad alcuna previsione statutaria.

Il suddetto recupero della sovranità assembleare in materia di remunerazione si rinviene nella volontà di eludere la possibilità che gli amministratori si trovino ad avere un potere decisionale in un ambito che li coinvolge direttamente e che “può determinare sviamenti rispetto al genuino interesse della società e degli azionisti, sia comportando 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”<sup>128</sup>.

È chiaro come l'art. 114 *bis* T.U.F. individuando in modo puntuale gli elementi informativi da mettere a disposizione del pubblico, e rimettendo alla Consob il potere di definire con regolamento tali informazioni e di richiedere informazioni più dettagliate nei casi dei c.d. “piani di particolare rilevanza”, imponga anche un rigoroso sistema di *disclosure*.

---

<sup>128</sup> *Relazione delle Commissioni Riunite della Camera*, 17, citata da ASSONIME, *Le nuove disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari. Il commento dell'Assonime*, in *Riv. soc.*, 2006, 4, 509.



#### **4. LA DISCIPLINA DELLA REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI: L'ART. 123**

##### **TER TESTO UNICO DELLA FINANZA E IL CODICE DI AUTODISCIPLINA**

Il quadro normativo del nostro ordinamento in tema di remunerazione degli amministratori si perfeziona a livello di normativa primaria con l'art. 123 *ter* TUF, introdotto dal d.lgs 30 dicembre 2010, n 259 in attuazione della delega di cui alla l. 4 giugno 2010, n. 96 (c.d. Legge comunitaria 2009) tramite il quale l'ordinamento italiano ha recepito il contenuto delle Raccomandazioni comunitarie in tema di remunerazione.

In particolare, l'art. 24 della l. 96/2010 delegava il Governo ad adottare, entro sei mesi dall'entrata in vigore della medesima legge, un decreto legislativo per l'attuazione della sezione relativa alle informazioni sulla politica delle remunerazioni (sezione II) e di quella concernente le informazioni sulla remunerazione dei singoli amministratori (sezione III) della Raccomandazione 2004/913/CE della Commissione nonché dei paragrafi 5 e 6 della sezione II della Raccomandazione 2009/385/CE in materia di informazione rispettivamente sulla politica di remunerazione degli amministratori e sul voto degli azionisti.

Ai sensi dell'art. 123 *ter* TUF la relazione sulla remunerazione: a) nel sistema tradizionale è approvata dal consiglio di amministrazione e, nel sistema dualistico, dal consiglio di sorveglianza; b) almeno ventuno giorni prima della data dell'assemblea<sup>129</sup> di cui agli artt. 2364, co. 2, e 2364 *bis*, co. 2, c.c. è messa a

---

<sup>129</sup> Il termine ultimo per il deposito rimane invariato indipendentemente dal sistema di amministrazione adottato dalla società. V. E. CERVIO, *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*, 2011, 9, 20.

disposizione del pubblico “presso la sede sociale, sul proprio sito internet e nel con le altre modalità stabilite dalla Consob con regolamento”; c) è sottoposta a una “deliberazione non vincolante” da parte dell’assemblea che si pronuncia “in senso favorevole o contrario sulla sezione della remunerazione in materia di remunerazione prevista dal comma 3” e l’esito del voto è reso disponibile sul sito internet della società ai sensi dell’art. 125 *quater*, co. 2; d) l’assemblea è obbligata a deliberare sia in relazione alla “politica della società in materia di remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei *manager* con responsabilità strategiche con riferimento almeno all’esercizio successivo” sia sulle “procedure utilizzate per l’adozione e l’attuazione di tale politica” (co. 3, lett. a) e b)).

La disciplina dell’art. 123 *ter* TUF si fonda soprattutto su due principi: *in primis*, sul consolidamento dell’obbligo di informazione preventiva sulla retribuzione degli amministratori e sulla spiegazione dettagliata della normativa adottata per la corresponsione dei compensi nell’esercizio di riferimento soprattutto ai componenti degli organi di amministrazione e controllo; poi, sul potenziamento del ruolo dell’assemblea degli azionisti nel procedimento di determinazione della politica di remunerazione mediante l’applicazione dell’istituto americano del *say on pay* al quale si ricollega un obbligo di *disclosure* sugli esiti della votazione ai sensi dell’art. 125 *quater*, co. 2, TUF.

Il voto espresso dall’assemblea potrà interessare i criteri utilizzati, ad esempio, per la quantificazione della parte variabile della retribuzione, l’introduzione di premi legati al raggiungimento di determinati risultati, il grado di coinvolgimento degli amministratori indipendenti nella definizione delle caratteristiche del sistema

retributivo<sup>130</sup> e non anche in relazione ai compensi dei singoli componenti degli organi di gestione o dei *manager*<sup>131</sup>. In ogni caso, dato che la politica sulla remunerazione rappresenta un atto dell'organo amministrativo, l'assemblea non potrà in alcun modo modificarla né esprimere possibili suggerimenti<sup>132</sup>.

Per quanto attiene alla struttura della “relazione sulle remunerazioni” il legislatore italiano ha stabilito che questa sia suddivisa in due sezioni, disciplinate dai commi 3 e 4 della disposizione qui in commento.

In merito alla prima sezione appare opportuno sottolineare come questa da un lato tratta della “politica in materia di remunerazione”, e prevedendo la redazione di un documento nel quale vengono individuati, perlomeno con riferimento all'esercizio successivo, i compensi dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei *manager* con responsabilità strategiche; dall'altro, del procedimento che ha portato alla scelta e all'assunzione di una determinata politica di remunerazione – rinforzando così implicitamente la correttezza procedurale delle decisioni assunte in merito dal consiglio di amministrazione<sup>133</sup>.

---

<sup>130</sup> v. M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari “consultive” nella società per azioni*, in *Liber amicorum Abbadessa*, M. CAMPOBASSO, V. CARIELLO, V. DI CATALDO, F. GUERRERA, A. SCIARRONE ALIBRANDI (diretto da), Torino, 2014, 1, 828.

<sup>131</sup> Competenza rinvenibile dal tenore letterale dell'art. 123 *ter*, co. 6, TUF il quale da un lato salva le regole in materia di determinazione dei compensi di cui agli artt. 2389 e 2409 *terdecies*, co. 1, lett. a) e dall'altro assoggetta al voto degli azionisti la prima parte della relazione sulla remunerazione. E. CODAZZI, *op.cit.*

<sup>132</sup> V. M. MAUGERI, *op. cit.*

<sup>133</sup> V. V. BENTIVENGA, *La remunerazione degli amministratori di società quotate e il nuovo art. 123 ter TUF*, in *Riv. Dir. Imp.*, 2011, 2, 287.

La seconda sezione racchiude una dettagliata e idonea spiegazione, a carattere consuntivo<sup>134</sup>, del trattamento retributivo in qualunque forma e per qualunque titolo corrisposto<sup>135</sup> dalla società o da sue controllate ai componenti degli organi di amministrazione e ai direttori generali.

La dottrina maggioritaria ritiene che la ratio di tale norma sia rinvenibile nel fatto che una simile semplicità possa consentire agli azionisti e al mercato di valutare la ragionevolezza della retribuzione dei propri amministratori alla luce degli obiettivi sociali conseguiti.

Da ciò ne discende come l'art. 123 *ter* prenda in considerazione unicamente l'aspetto relativo alla trasparenza dell'informativa sulla remunerazione tralasciando gli obiettivi e i criteri orientativi di merito dettati dalle Raccomandazioni nn. 2004/913/CE e 2009/385/CE<sup>136</sup>.

Infatti, solamente nel comma 7 dell'art. 123 *ter* si rinviene un vago riferimento all'adozione di un criterio orientativo in materia di remunerazione, ed in particolare laddove viene delegato alla Consob il compito di adottare un regolamento riguardante le informazioni da inserire all'interno della relazione, ivi 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".

---

<sup>134</sup> V. L. ENRIQUES, *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, 17.

<sup>135</sup> V. V. BENTIVENGA, *op. cit.*

<sup>136</sup> V. V. CALANDRA BUONAURA, *Crisi finanziaria, governo delle banche e sistemi di amministrazione e controllo*, in P. BENAZZO, M. CERA, S. PATRIARCA (diretto da), *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, Torino, 2011, 662.

Tale lacuna normativa è stata colmata dall'emanazione del Codice di autodisciplina delle società quotate – la cui prima versione risale al lontano 1999 – a cura del Comitato per la *Corporate Governance* della Borsa italiana<sup>137</sup> il quale ha recepito nell'art. 7 – ora art. 6 – quasi interamente i principi dettati dalla normativa comunitaria in materia di politica sulla remunerazione<sup>138</sup>.

Resta comunque il fatto che le raccomandazioni contenute nel Codice di autodisciplina possono essere volontariamente osservate o disattese, ma in ogni caso producono una serie di conseguenze che sono riconducibili ad una serie di “consigli”<sup>139</sup>. La differenza sostanziale tra comandi e consigli risiede nel fatto che mentre “il destinatario del comando è obbligato a seguirlo [...] il destinatario del consiglio è libero di seguirlo o no”, pertanto, “ciò che è consigliato non è obbligatorio ma non è neppure facoltativo: rappresenta una zona intermedia. Il consigliato elimina l'esclusività dell'obbligatorio (imporre A significa che A è buono e non-A è cattivo), ma non genera una mera facoltà di non fare”<sup>140</sup>.

Con ciò viene data agli azionisti la possibilità di avere un maggior coinvolgimento nella fase di determinazione dei compensi degli amministratori e dei *manager* con responsabilità strategiche.

---

<sup>137</sup> Legittimato in virtù dei poteri di autoregolamentazione ad esso rimessi nel proprio ambito dall'art. 62 TUF. V. N. IRTI, *Due temi di governo societario (responsabilità amministrativa, Codici di autodisciplina)*, in *Giur. Comm.*, 2003, 1, 698.

<sup>138</sup> V. M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori*, cit., 726.

<sup>139</sup> V. C. PISTOCCHI, *Appunti sul Codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Giur. Comm.*, 2016, 2, 171 ss.

<sup>140</sup> Cfr. N. BOBBIO, *Comandi e consigli*, in *Riv. Trim. dir. e proc. civ.*, 1961, 369 ss., ora in T. GRECO (a cura di), *Studi per una teoria generale del diritto*, Torino, 2012, 47.

Il Codice si occupa prettamente del ruolo e della composizione dell'organo di amministrazione che riconosce quale motore dell'attività di impresa, oltre ad esser quello che garantisce un'efficace politica di governo societario.

In particolare, l'attuale art. 6, oltre a disciplinare taluni aspetti del processo di adozione della politica di remunerazione attribuendo un ruolo centrale al Comitato per la remunerazione<sup>141</sup>, stabilisce dettagliatamente le linee guida da seguire per la determinazione del disegno della *remuneration policy* e per la *disclosure* dei compensi.

Non sono di certo mancati gli interventi normativi sul Codice di autodisciplina dovuti alla continua trasformazione del contesto normativo non solo a livello europeo ma anche internazionale.

Un primo intervento risale al 2010 con il quale il legislatore ha rielaborato le disposizioni contenute nell'art. 7.

Altra modifica è intervenuta nel 2011, a seguito dell'introduzione dell'art. 123 *ter* TUF, con la quale da un lato è stato ampliato l'ambito soggettivo di applicazione delle disposizioni ai *manager* strategici, dall'altro è stata eliminata dal principio 6.P.4<sup>142</sup> la previsione della presentazione annuale all'assemblea della relazione sulle politiche di remunerazione.

---

<sup>141</sup> Ai sensi dell'art. 6.C.5 del Codice di autodisciplina, il Comitato ha il compito di valutare periodicamente l'adeguatezza, la coerenza generale e la concreta applicazione della politica di remunerazione degli amministratori e dei *manager* con responsabilità strategiche, avvalendosi anche delle informazioni fornite dagli amministratori delegati, oltre a formulare al consiglio di amministrazione proposte in materia.

<sup>142</sup> “*Il consiglio di amministrazione, su proposta del comitato per la remunerazione, definisce una politica per la remunerazione degli amministratori e dei manager con responsabilità strategiche*”.

La modifica più rilevante è avvenuta nel 2014 – resa necessaria dalle Raccomandazioni contenute nella Comunicazione Consob n. DCG/DSR/0051400 del 19 giugno 2014 in materia di indennità e altri benefici spettanti agli amministratori, anche esecutivi, e ai direttori generali in caso di cessazione della carica o scioglimento del rapporto – la quale ha introdotto il principio 6.P.5<sup>143</sup> secondo il quale “in occasione della cessazione dalla carica e/o dello scioglimento del rapporto con un amministratore esecutivo o un direttore generale” impone all’emittente di rendere note informazioni dettagliate in merito, mediante un comunicato diffuso al mercato – il tutto all’esito del processo interno che determina l’attribuzione di indennità e/o di altri benefici – nonché il nuovo canone applicativo di cui all’art. 6.C.1, lett. f)<sup>144</sup> relativo ad una raccomandazione per gli emittenti circa l’inserimento nella nuova politica retributiva delle clausole c.d. *malus* o *claw-back*<sup>145-146</sup>. Clausole quest’ultime che consentono alla società di richiedere la restituzione dell’ammontare corrisposto, a titolo di componente variabile della

---

<sup>143</sup> “L’emittente, in occasione della cessazione dalla carica e/o dello scioglimento del rapporto con un amministratore esecutivo o un direttore generale, rende 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”.

<sup>144</sup> “[...] sono previste intese contrattuali che consentono alla società di chiedere la restituzione, in tutto o in parte, di componenti variabili della remunerazione versate (o di trattenere somme oggetto di differimento), determinate sulla base di dati che si siano rivelati in seguito manifestamente errati [...]”;

<sup>145</sup> V. AA. VV., G. CUTILLO, F. FONTANA, *Manuale di Executive Compensation e Corporate Governance*, in *Economia e Management*, Milano, 2015, 76, 275.

<sup>146</sup> La clausola di *claw back*, di derivazione anglo-americana, è attualmente comunemente usata nella regolazione delle retribuzioni dei *manager* nei settori finanziario e bancario, essa prevede la possibilità di chiedere la restituzione, in tutto o in parte, dei compensi erogati sulla base di risultati che si siano rivelati non effettivi o duraturi per effetto di condotte dolose o colpose di altri dipendenti della società, o dello stesso soggetto percipiente. Con questo strumento l’azienda può quindi rientrare in possesso di somme già erogate, a fronte di valutazioni negative – *ex post* – delle *performance* aziendali o individuali, coprendo anche i casi di comportamenti fraudolenti o colposi del personale.

remunerazione, agli amministratori, oppure ai *manager* con responsabilità strategiche, nell'eventualità in cui gli obiettivi di *performance* non siano stati effettivamente raggiunti o per via di un errore di calcolo<sup>147</sup>.

Tale riforma del 2014 ha essenzialmente lasciato immutata la struttura del Codice, il quale continua a comporsi di dieci articoli suddiviso in tre sezioni: 1) i “principi” che illustrano le raccomandazioni di carattere generale; 2) i “criteri applicativi” che recano indicazioni di dettagli per favorire l'interpretazione; 3) il “commento” che chiarisce la portata dei principi e dei criteri applicativi, integrandoli con esempi di comportamenti idonei a realizzare gli obiettivi proposti<sup>148</sup>.

Il Codice in esame, racchiude le linee guida da seguire nell'assetto della politica generale sulla remunerazione basandosi in particolar modo su due principi: il primo è contenuto nell'art. 6.P.1 che prevede come “la remunerazione degli amministratori e dei *manager* 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”, apparentemente aumentando il *quantum* complessivo della remunerazione; il secondo principio si rinviene nell'art. 6.P.2 che nel bilanciare<sup>149</sup> il primo stabilisce come “la remunerazione degli amministratori esecutivi e dei *manager* con responsabilità strategiche è definita in modo tale da allineare i loro interessi con il perseguimento dell'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte

---

<sup>147</sup> V. S. BRUNO, F. BIANCONI, *op. cit.*; nonché GLASS LEWIS & CO., Proxy Paper Guidelines, 2013 Proxy Season-Continental Europe, consultabile in line sul sito <http://www.glasslewies.com>.

<sup>148</sup> V. C. PISTOCCHI, *op. cit.*

<sup>149</sup> V. DI NOIA, LANFRANCHINI, MILIČ, *La remunerazione degli amministratori nell'autodisciplina delle società quotate*, in *Manuale di Executive Compensation e Corporate Governance*, G. CUTILLO, F. FONTANTA (a cura di), Milano, 2015, 297.



di medio-lungo periodo [...] legata al raggiungimento di specifici obiettivi di *performance*, anche di natura non economica”.

Ma non solo. All'interno del Codice si rinvengono anche i criteri sui modi di erogazione della componente variabile e dell'indennità di fine rapporto (c.d. *golden parachutes*).

In tal senso, il legislatore italiano raccomanda di allineare gli interessi del beneficiario del compenso a quelli degli azionisti, tramite “la corresponsione di una porzione rilevante della componente variabile della remunerazione è differita di un adeguato lasso temporale rispetto al momento della maturazione; la misura di tale porzione e la durata del differimento sono coerenti con le caratteristiche dell'attività d'impresa svolta e con i connessi profili di rischio”<sup>150</sup>, nonché, con riferimento all'indennità di cessazione anticipata dal rapporto di amministrazione o al mancato rinnovo, quella di definire tale indennità “[...] in modo tale che il suo ammontare complessivo non superi un determinato importo o un determinato numero di anni di remunerazione [...]”<sup>151</sup>.

Lo scopo di tale ultima raccomandazione è precisamente quello di conferire certezza a un trattamento economico che potrebbe essere utilizzato per estrarre ricchezza.

L'ultimo intervento normativo, dal punto di vista cronologico, risale al 2015 e ha inserito all'interno del Codice di autodisciplina talune modifiche di dettaglio volte a recepire i principi in materia di *corporate social responsibility* e a rafforzare l'applicazione dei principi di legalità e trasparenza all'interno delle società quotate.

---

<sup>150</sup> Codice di Autodisciplina, art. 6.C.1 lett. e).

<sup>151</sup> Codice di Autodisciplina, art. 6.C.1 lett. g).

Alla luce di tanto, appare evidente come le norme del Codice di autodisciplina devono necessariamente tenere il passo, se non addirittura anticipare, la velocità con cui il mondo della *corporate governance* progredisce al fine di migliorare il più possibile le politiche di governo societario.

## CAPITOLO TERZO

### **L'EVOLUZIONE DELLA DISCIPLINA IN TEMA DI POLITICHE DI REMUNERAZIONE NEGLI STATI UNITI E L'ISTITUTO DEL SAY ON PAY**

**SOMMARIO:** 1. Cenni sul contesto di riferimento: *agency theory* e *corporate governance* – 2. La normativa statunitense e la sua evoluzione – 2.1. Il *Securities Exchange Act* del 1934 e le successive modifiche – 2.2. Il *Dodd-Frank Act* del 2010 – 3. Il dibattito più recente: criticità e limiti del *say on pay*.

#### **1. CENNI SUL CONTESTO DI RIFERIMENTO: *AGENCY THEORY* E *CORPORATE GOVERNANCE***

Il tema della remunerazione degli amministratori aderisce a quello più generale dell'interesse sociale con particolare riferimento alla teoria del c.d. *shareholder value*: se i *manager* devono essere incentivati a creare valore per gli azionisti allora i loro compensi dovrebbero essere valutati in diretta relazione al raggiungimento di tale fine.

L'origine di tale tema è riconducibile alla nascita e alla diffusione delle *public companies* – che richiedevano ingenti investimenti di capitale e un elevato rischio di impresa – sviluppatasi negli Stati Uniti, anche nel settore pubblico e di utilità sociale, agli inizi degli anni '30.

Nelle *public companies* – sovrapponibili, come detto, alle società ad azionariato diffuso nell'ordinamento italiano – il potere di disposizione o controllo di fatto del bene non attiene agli azionisti, bensì agli amministratori in base a un rapporto simile

al mandato; agli azionisti resta il c.d. potere di fruizione dei benefici derivanti dal medesimo bene e proporzionalmente mitigato dal diritto di *exit*.

Da tale scissione ne deriva inevitabilmente una frattura dell'interesse economico, e quindi degli interessi degli azionisti da quelli dai *manager*, dando così origine agli “*agency problems*”<sup>152</sup> – laddove i primi sono interessati alla massimizzazione del profitto, entro i limiti di rischio accettabile; e i secondi sono interessati a conservare il proprio ruolo di *manager* di comando e il potere decisionale.

Obiettivi, questi, che non potendo essere sempre coincidenti, generano inevitabilmente conflitti tra le due categorie, contribuendo ad una separazione ancora più netta tra il rischio d'impresa e la direzione della stessa, giacché mancando una relazione tra il profitto di impresa e la remunerazione degli amministratori le modalità di gestione dell'impresa non produrranno alcun effetto sul patrimonio di questi ultimi<sup>153</sup>.

Pertanto, in assenza di controllo sugli amministratori, questi perseguiranno esclusivamente i propri interessi personali, arrecando agli azionisti un ingente danno economico, realizzato sotto la forma di espropriazione di ricchezza<sup>154</sup>.

Nel tentativo di ovviare a tale problema, a partire dagli anni '70 del secolo scorso negli Stati Uniti si è sviluppata la “*Agency Theory*”<sup>155</sup> la quale nel focalizzare

---

<sup>152</sup> “*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 veda A. SMITH, *On the Wealth of Nations*, Glasgow, Canaan, 1976, 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.

<sup>153</sup> V. P. COSTANZO, M. PRIORI, A. SANGUINETTI, *Governance e tutela del risparmio*, Milano, 2007, 11.

<sup>154</sup> V. A. BERLE, G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York, 1932.

<sup>155</sup> Denominata come un filone di studi sull'economia dei contratti.

l'attenzione sulla contrapposizione tra proprietà e *management*, evidenzia come questa generi gli *agency cost* derivanti dal conflitto che nasce tra i due soggetti coinvolti portatori di interessi non sempre coincidenti<sup>156</sup>. Teoria che, allontanandosi dalle analisi economiche relative al rapporto tra operatore economico e mercato, svolte fino a quel momento, si è concentrata in via esclusiva sugli aspetti economici del rapporto bilaterale di scambio cooperativo che si instaura tra la società e i suoi amministratori – tra cui rientra anche la delega di poteri agli amministratori. Tra i principali studi affrontati da tale teoria rilevano in particolare: (i) gli studi sul modello di equilibrio generale; (ii) gli studi giuridici sulle relazioni esistenti tra teorie economiche dei contratti e soluzioni giuridiche; (iii) gli studi sulla “*property right*” e sui “*transaction cost*” dell’economia neo-istituzionale.

La “*Agency Theory*”<sup>157</sup> parte dall’assunto che sia impossibile ottenere dagli amministratori delle decisioni che siano allo stesso tempo sia ideali per gli azionisti sia a costo zero giacché, come visto, gli interessi degli amministratori non sono in linea con quelli degli azionisti; e ciò comporta inevitabilmente gli *agency cost* 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.

Infatti, la “*Agency Theory*” muovendo dal presupposto che gli individui sono *self-*

---

<sup>156</sup> V. J. CORE, W. GUAY, *Executive equity compensation and incentives: A survey*, in *Federal reserve Bank of New York Economic Policies Review*, 2003, 9, 27-50 definiscono i costi di agenzia come “i costi legati alla separazione tra proprietà e controllo all’interno dell’impresa”.

<sup>157</sup> La prima applicazione della *agency theory* all’analisi del governo societario risale al contributo di M.C. JENSEN, W.H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, 305.

*interested*, dotati di razionalità limitata e diversamente propensi al rischio, e che nell'organizzazione sono riscontrabili diversi obiettivi dei partecipanti e asimmetria informativa, affronta e cerca di dare soluzione al problema di agenzia esclusivamente sotto l'aspetto economico<sup>158</sup>.

La teoria dell'agenzia suggerisce che il governo societario può ridurre i costi di agenzia, il che a sua volta porta a un miglioramento delle prestazioni aziendali. Il problema che si verifica è noto come problema *principal-agent*. La separazione della proprietà e del controllo nel sistema finanziario aperto può comportare il problema di *agency* tra *management* e azionisti. La separazione del controllo e della proprietà nelle società ha causato problemi di agenzia e una serie di meccanismi di governo societario sono stati implementati per mitigarli. L'obiettivo primario del governo societario si rinviene nel minimizzare il problema dell'agenzia e garantire l'allineamento degli interessi del *management* a quelli degli azionisti. La teoria dell'agenzia, pertanto, implica che il consiglio di amministrazione sia eletto per gestire il potenziale conflitto di interessi tra *management* e azionisti. Il governo societario sostiene che le imprese sono fundamentalmente unità di conflitto – direttamente integrato nella struttura societaria – piuttosto che “macchine” unitarie per la ricerca del profitto<sup>159</sup>.

La “*Agency Theory*”, in relazione al governo societario, spiega le azioni dei vari gruppi di interesse. Storicamente le aziende erano possedute e gestite dalle medesime persone. L'espansione e la crescita, tuttavia, hanno richiesto un numero

---

<sup>158</sup> V. F. ZONA, *Teorie e metodologie di analisi delle remunerazioni dei manager con responsabilità strategica*, Milano, 2015, 99 ss.

<sup>159</sup> V. S. HOMAYOUN, S. HOMAYOUN, *Agency Theory and Corporate Governance*, in *International Business Management*, 2015, 9, 805-815.

maggiore di investitori per fornire i finanziamenti necessari per il raggiungimento dell'oggetto sociale<sup>160</sup>.

La nascita della *corporate governance* a grandi linee può ricondursi al 1600, periodo in cui venne fondata la Compagnia Unita delle Indie Orientali (*Vereenigde Oostindische Compagnie* – V.O.C.).

Tuttavia, le vere polemiche sulla *corporate governance* hanno avuto inizio nel XX secolo con la nascita della *public company* americana, la quale ha portato alla separazione tra proprietà e controllo della società a causa della necessaria e fondamentale presenza di un soggetto specializzato nelle gestioni societarie – *rectius manager*.

Tale necessità ha comportato lo svilupparsi negli anni '70 del secolo scorso di Teorie manageriali<sup>161</sup> – che rifiutano l'idea di imprenditore-proprietario che massimizza il profitto a favore della soddisfazione della funzione di utilità dei massimi *manager* aziendali<sup>162</sup> – unitamente alla creazione di un sistema, denominato “*market for corporate control*”, idoneo a garantire agli azionisti una maggior tutela.

In questi anni, l'attenzione della dottrina era rivolta principalmente su tre profili: (i)

---

<sup>160</sup> V. M.B. SULEIK, *Governance and agency theory*, in *Banking & Finance*, 2018.

<sup>161</sup> Sono state soprattutto tre le teorie di maggior rilievo: (i) BAUMOL (1959; ripubblicato nel 1963) secondo cui i *manager* hanno interesse ad accrescere il più possibile la dimensione dell'organizzazione, massimizzando il valore delle vendite, al fine di consolidare la loro posizione e il loro prestigio. Limite a questa teoria sta nella necessità di soddisfare gli azionisti con un profitto minimo per garantire lo sviluppo aziendale; (ii) WILLIAMSON (1963) suppone che i *manager* siano interessati ad accrescere il loro potere attraverso l'accumulazione di fondi utilizzabili in modo discrezionale; (iii) infine, secondo MARRIS (1972) viene massimizzato il tasso di crescita bilanciato della dimensione di impresa e del capitale produttivo, in modo da realizzare la massimizzazione sia dell'utilità dei *manager* che di quella degli azionisti-proprietari.

<sup>162</sup> V. M. GRILLO, F. SILVA, *Impresa, concorrenza e organizzazione*, Roma, 1998, 385- 390.

sull'introduzione dell'*audit committee* e del principio di indipendenza dei consiglieri; (ii) sull'armonizzazione del diritto societario su base comunitaria; (iii) sull'interesse sempre più in ascesa degli *stakeholder*.

Solamente dagli anni '90 del secolo scorso la *corporate governance* inizia ad attirare l'attenzione dei politici e dell'opinione pubblica. La questione sulla *corporate governance* appare rilevante per molteplici motivi: da un lato si ritiene che questa costituisca un incentivo per la competitività aziendale, rappresentando una delle ragioni per massimizzare l'efficienza della gestione e ottimizzare la *performance*; dall'altro lato, dal modello di *corporate governance* si può dire dipendano l'ampiezza della responsabilità attribuita all'organo amministrativo e il controllo cui sono assoggettati<sup>163</sup>.

Il richiamato interesse dei politici e dell'opinione pubblica è cresciuto soprattutto a causa del collasso di grandi colossi societari che ha generato apprensione e nervosismo per la volubile gestione e l'inconsistente controllo di grandi *corporation*.

In una visione generale, il fenomeno della *corporate governance* rappresenta un complesso sistema di regole di gestione di tutti gli interessi di quelli che intrattengono rapporti economici con l'impresa – i c.d. *stakeholders*. Essa ricomprende tutte le tecniche necessarie ai fini della minimizzazione dei costi di agenzia che ricadono primo fra tutti sugli azionisti di minoranza ovvero sugli agenti privi dei dati fondamentali per poter effettuare un investimento “consapevole e

---

<sup>163</sup> V. L. PULLANO, *Nuove forme di corporate governance. Il ruolo del controllo nella responsabilità d'impresa*, Roma, 2009, 20.



informato”<sup>164</sup>.

Il modello statunitense si qualifica di norma come un “*outsider system*”<sup>165</sup> – contrapposto al sistema di “*insider system*”<sup>166</sup> caratterizzante gli ordinamenti di *civil law* – dove il mercato esercita la funzione di controllo sulle grandi imprese a proprietà diffusa e parcellizzata (*public companies*)<sup>167</sup>.

Preliminarmente, appare opportuno soffermarsi sulla differenza tra sistemi *outsider* e *insider* che si contraddistinguono in base al tipo di monitoraggio. Per quanto attiene al primo, questo è caratterizzato da un monitoraggio esterno attuato dal mercato stesso; al contrario, il secondo è caratterizzato da un monitoraggio interno ad opera dei principali portatori di interessi.

Indipendentemente dal tipo di sistema utilizzato, lo scopo comune sarà sempre quello di porre in essere una massimizzazione del valore per gli *stakeholder* rappresentata dalla remunerazione dell’investimento in capitale di rischio richiesta dal mercato finanziario (*outsider*) ovvero rappresentato dall’obiettivo dell’interesse sociale che l’impresa deve raggiungere nei confronti della proprietà (*insider*).

In relazione alla sua struttura, la *corporate governance* può ricondursi al sistema monistico laddove l’assemblea dei soci nomina il *board of directors* – il quale possiede i poteri di indirizzo, di amministrazione e di sorveglianza, mentre i poteri

---

<sup>164</sup> V. U. MATTEI, F. SARTORI, *op. cit.*

<sup>165</sup> “Con il termine *outsider system* si identifica uno schema basato fondamentalmente sull’assunto che il mercato, in particolare il mercato di capitali, sia il meccanismo più efficiente per regolare il conflitto di interesse tra azionisti e management. In questo schema, si assume la struttura della *public company prevalente*”, V. G. FORESTIERI, *La corporate governance negli schemi interpretativi della letteratura*, in G. AIROLDI, G. FORESTIERI, *Corporate governance: analisi e prospettive del caso italiano*, Milano, 1998, 8.

<sup>166</sup> Il quale si basa su idee che attribuiscono importanza alla relazione tra Stato, industria e sistema bancario per raggiungere lo sviluppo economico sociale.

<sup>167</sup> V. L. BOSETTI, *Corporate governance e mercati globali*, Milano, 2010, 78 ss.

e le responsabilità gestionali restano in capo al *management*.

Si identificano così un insieme di regole e strutture organizzative volte a controllare il corretto e efficiente governo societario diretto a una forma di compensazione tra gli interessi dei soci di minoranza, dei soci di controllo e delle comunità locali nelle quali le imprese operano<sup>168</sup>. Difatti, solo se l'azienda adotta una *governance* adeguata può pensare di massimizzare la tutela di tutti gli azionisti.

Il modello americano della *corporate governance* è diretto alla soddisfazione degli azionisti tramite la collaborazione tra il *board of directors*, la società di revisione, i *manager* e ovviamente il *management*.

Trattandosi di un sistema su base monistica, il consiglio di amministrazione – cui è affidata la gestione del governo societario – è eletto dall'assemblea degli azionisti in modo da garantire il mantenimento di un bilanciamento di interessi e poteri.

Il *board*, come anticipato, è nominato dall'assemblea dei soci e a sua volta nomina il *Chief Executive Officer* (CEO) – il corrispondente del nostro amministratore delegato. In particolare, il CEO rappresenta l'organo esecutivo e decisionale dell'impresa responsabile della strategia dell'azienda ed è incaricato di fornire ai membri dell'organizzazione le linee guida per implementarla; rappresenta il collegamento tra l'interno, ossia l'organizzazione, e l'esterno, simboleggiato dalla società e dal mercato.

In dottrina le attività svolte dal CEO vengono raggruppate in quattro categorie<sup>169</sup>:

- i. definizione degli elementi significativi del contesto inter-organizzativo;

---

<sup>168</sup> V. P. LONGHINI, *I regimi di responsabilità nei sistemi di corporate governance in Italia e USA*, Milano, 2012, 2.

<sup>169</sup> V. A.G. LAFLEY, *What only the CEO can do*. *Harvard Business Review*, 2009, 87, 54-62.

- ii. decisione del *business* in cui operare: comprensione del *core business* aziendale, fissazione dei confini del settore in cui l'impresa intende crescere, ma anche analisi della posizione competitiva nello spazio di mercato e rispetto ai concorrenti principali, nonché verifica della congruenza tra le proprie competenze distintive e quelle che alla luce dei fatti sono strategiche per operare nel contesto concorrenziale di riferimento;
- iii. bilanciamento tra presente e futuro, assicurandosi che gli obiettivi di breve periodo degli *stakeholder* non mettano in secondo piano gli interessi di lungo periodo dell'azienda, ovvero equilibrando gli investimenti a breve termine con gli investimenti nelle risorse che potranno tornare utili successivamente;
- iv. comprensione dei valori che caratterizzano l'impresa, chiarendo l'identità, fissando gli *standard* da rispettare al fine del corretto raggiungimento degli obiettivi prefissati.

Ruolo rilevante è poi svolto dai Comitati interni che supportano l'organo collegiale, il presidente e il *lead independent director* per approfondire particolari tematiche o svolgere particolari incarichi.

La presenza di questi Comitati risulta fondamentale per determinare regole di comportamento che portino alla soddisfazione degli interessi degli azionisti, e non solo. Di norma l'istituzione dei Comitati interni è di natura volontaria, ad eccezione fatta per i tre tipi prescritti dalla legge come obbligatori<sup>170</sup> e per le imprese quotate

---

<sup>170</sup> Il primo fra tutti è l'*Audit Committee*, composto da tre membri, tutti indipendenti, unitamente ad un esperto di finanza; poi abbiamo il *Nomination and Corporate Governance Committee*, anch'esso costituito da tre amministratori indipendenti, che gestisce la composizione del *Board*; come ultimo comitato obbligatorio rinveniamo il *Compensation Committee*, composto da tre amministratori

nel *New York Stock Exchange*<sup>171</sup>.

Le società che decidono di avvalersi del supporto di questi Comitati interni, tuttavia, non solo devono prevederne la modalità di composizione facendovi rientrare anche gli amministratori non esecutivi indipendenti e fornire all'assemblea annuale un *report* sull'attività da essi svolta, ma anche dichiarare l'esistenza o meno di un regolamento dell'attività del Comitato e lasciarlo a disposizione del pubblico.

Alla luce di tanto, appare evidente come il modello americano della *corporate governance* spazia tra la tutela dell'azionista nel mercato finanziario fino ad arrivare al controllo delle relazioni con gli *stakeholder*, seguendo logiche e principi maggiormente aperti nei confronti della rappresentatività degli interlocutori diversi dagli azionisti.

## **2. LA NORMATIVA STATUNITENSE E LA SUA EVOLUZIONE**

### **2.1. IL SECURITIES EXCHANGE ACT DEL 1934 E LE SUCCESSIVE MODIFICHE**

Gli Stati Uniti sono stati per quasi un secolo l'unico Paese ad aver previsto una disciplina *ad hoc* circa le regole in materia di trasparenza sulla remunerazione dei *manager*, seguiti nel 1993 dal Canada, nel 1997 dal Regno Unito, nel 2000 dal Sud Africa e dall'Irlanda e dall'Australia nel 2004.

L'obbligo di *disclosure* ebbe origine dalla spinta dei politici del "New Deal" indignati dalle eccessive remunerazioni percepite dagli *executive* nel 1929 dopo il

---

indipendenti con il compito di sventare i problemi di *moral hazard* del *Board* nel guidare l'azienda verso obiettivi operativi di breve periodo.

<sup>171</sup> Il *New York Stock Exchange* ha regole proprie in materia di società quotate, tra le quali si rinviene l'obbligo di nominare consiglieri indipendenti nel *board* pena l'impossibilità di ricorrere al mercato dei capitali per il reperimento di nuove risorse finanziarie.

crollo della borsa di *Wall Street* che travolse gli Stati Uniti.

Tutto ebbe inizio nel 1932 con la richiesta da parte della *Interstate Commerce Commission* – a seguito delle proposte di aiuti della *Reconstruction Finance Corporation* (RFC) – di informazioni sulla remunerazione degli *executive* delle ferrovie e la successiva introduzione di un tetto massimo annuo. Tale iniziativa suscitò non poco interesse e attenzione da parte di altre Autorità Governative fino al punto che nel 1933 la *Federal Trade Commission* (FTC) impose a tutte le società di capitali con patrimonio superiore a un milione di dollari l'obbligo di *disclosure* su tutti gli stipendi dei propri *manager*.

Successivamente, nel 1934 venne adottato il *Securities Act* che portò alla creazione della *Securities and Exchange Commission* (SEC)<sup>172</sup> con il potere di imporre alle società quotate specifici obblighi di informazione dettagliata relativamente a tutti gli stipendi, emolumenti e *stock option*<sup>173</sup> attribuiti ai *manager* più pagati della società, pena il *delisting* in casi di inottemperanza<sup>174</sup>.

Obbligo di *disclosure* in tema di remunerazione ampliato con cadenza annuale dalla *Securities and Exchange Commission*, la quale, nel tentativo di frenare gli abusi nelle politiche di remunerazione dei *top manager*, ha introdotto importanti revisioni,

---

<sup>172</sup> Agenzia governativa indipendente responsabile della protezione degli investitori, del mantenimento di un funzionamento equo e ordinato dei mercati mobiliari e dell'agevolazione della formazione di capitale. Creata dal Congresso nel 1934 come primo regolatore federale dei mercati mobiliari. La SEC promuove la piena *disclosure* al pubblico, protegge gli investitori da pratiche fraudolente e manipolative sul mercato e monitora le operazioni di acquisizione di società negli Stati Uniti.

<sup>173</sup> Strumenti di incentivazione che vengono solitamente concessi al *top management* e ai membri del consiglio di amministrazione di un'azienda oppure a dipendenti.

<sup>174</sup> V. K.J. MURPHY, *The Politics of Pay: A Legislative History of Executive Compensation*, in *Research Handbook on Executive Pay*, R.S. THOMAS, J.G. HILL, E. ELGER (edito da), Cheltenham-Northampton, 2012, 13.

in particolare nel 1978, nel 1993, nel 2006 e nel 2009.

Nello specifico, con l'intervento del 1978 è stato ampliato l'obbligo di informazione sia dal punto di vista oggettivo, ricomprendendo nell'obbligo di informazione anche i premi e le indennità di assicurazione, sia dal punto di vista soggettivo, attraverso l'aumento dei numeri dei soggetti di cui rendere pubblica la remunerazione.

Nel 1993 l'intervento normativo si è reso necessario a seguito dell'utilizzo delle *stock option* come componenti della remunerazione, le quali comportavano un aumento ingiustificato del divario tra la remunerazione degli *executive* e quella dei dipendenti<sup>175</sup>. In ragione di ciò, la *Securities and Exchange Commission*<sup>176</sup> impose alle società l'introduzione nei propri *company proxy statements* della previsione del voto consultivo degli azionisti sulle politiche di remunerazione dei *manager*, ampliando, altresì, la *disclosure* sulla remunerazione attraverso l'introduzione dell'obbligo di predisposizione della *Summary Compensation Table* con la descrizione delle principali voci di remunerazione e tabelle dettagliate sull'attribuzione di *stock option* con l'indicazione del valore monetario.

L'ampliamento dell'obbligo di trasparenza sulla remunerazione fu oggetto di numerose critiche da parte delle grandi società della *Silicon Valley*, ragione per la quale la *Securities and Exchange Commission* si trovò costretta a limitare nelle *Summary Compensation Table* tale obbligo di informazione riducendo lo stesso al

---

<sup>175</sup> V. P.J. SALY, *Repricing Executive Stock Options in a Down Market*, in *Journal of Accounting and Economics*, 1994, 18, 325-356.

<sup>176</sup> Prese spunto dalla proposta del Senato di modificare il *Securities Exchange Act* del 1934 che prevedeva l'obbligo di informazione sul valore complessivo della remunerazione degli *executives* attribuendo maggiori diritti agli azionisti sulle politiche di remunerazione.

solo numero delle *stock option* assegnate senza l'indicazione del loro valore monetario, vanificando così l'obiettivo di fornire un valore univoco della remunerazione totale del *Chief Executive Officer (CEO)*<sup>177</sup>.

Altro elemento che ha caratterizzato e condizionato la disciplina della remunerazione degli amministratori è identificabile nella tipologia di compenso sotto forma di *stock option* e dal loro diffondersi nel mercato statunitense soprattutto a partire dagli anni '90 del secolo scorso.

La dottrina americana in quegli anni, a fronte di un'attenta analisi giuridica, ha ritenuto che l'aumento dei compensi degli amministratori delegati dipendesse principalmente da due cause: (i) dal potere dei *manager* di condizionare l'ammontare dei compensi, (ii) dall'efficiente contrattazione. In relazione alla prima causa si è affermato che il grado e la composizione delle remunerazioni fossero individuati da componenti del Consiglio di amministrazione in cerca di favori da parte dei membri esecutivi; quanto alla seconda causa, invece, si è affermato che, al fine di accrescere il valore dell'impresa, le remunerazioni dovessero essere calcolate tenendo conto dell'offerta del mercato di abili *manager*.

La legge che più di tutte si è concentrata sulle regole della *corporate governance* è stata la *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act* – meglio conosciuta come *Sarbanes-Oxly Act* – approvata il 30 luglio 2002 dal Congresso in risposta a taluni scandali societari scoppiati in quegli anni con lo scopo di risanare la fiducia degli investitori nel settore societario fissando nuove regole e nuovi obblighi di legge.

---

<sup>177</sup> V. K.J. MURPHY, *op. cit.*

L'obiettivo di tale legge era quello di assicurare una maggiore chiarezza delle scritture contabili lavorando, da un lato, sugli *standard* e sulla responsabilità dei revisori contabili e, dall'altro, aumentando le sanzioni degli amministratori nell'eventualità di falso in bilancio.

In particolare, tali obblighi riguardano principalmente la certificazione di tutte le informazioni finanziarie; la trasparenza delle scritture contabili; la responsabilità personale e oggettiva del *Chief Executive Officer* (CEO) e del *Chief Financial Officer* (CFO) per l'informativa di bilancio; l'aumento delle sanzioni per il falso in bilancio e altri illeciti fiscali; la predisposizione di controlli interni per la regolarità e la tracciabilità delle informazioni finanziarie; e da ultimo la costituzione del *Public Company Accounting Oversight Board* – un consiglio di vigilanza sui bilanci delle aziende quotate.

Esaminando più nel dettaglio il *Sarbanes-Oxley Act*, possiamo notare come il legislatore ha introdotto:

- i. nella sezione 304<sup>178</sup>, rubricata “*Forfeiture of certain bonuses and profits*” un obbligo di restituzione alla società da parte del CEO e CFO dei *bonus* ricevuti in caso di mancato rispetto delle norme finanziarie stabilite dalla legge nei dodici mesi successivi al deposito

---

<sup>178</sup> “*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, si prevede 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*”.



di un bilancio di esercizio;

- ii. nella sezione 402<sup>179</sup>, rubricata “*Enhanced conflict of interest provisions*”, un chiaro divieto di concessione di finanziamenti – indipendentemente dalla forma – da parte della società ai propri *manager*, spesso utilizzati in modo improprio come, ad esempio, l’acquisto di azioni della stessa società; previsione di recupero che è stata successivamente ampliata nel *Dodd-Frank Act* di cui si dirà *infra*;
- iii. nella sezione 403<sup>180</sup>, rubricata “*Disclosures of transactions*”

---

<sup>179</sup> “*It shall be unlawful for any issuer (as defined in section 2 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002), 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; (2) Paragraph (1) does not preclude any home improvement and manufactured home loans (as that term is defined in section 5 of the Home Owners’ Loan Act (12 U.S.C. 1464)), consumer credit (as defined in section 103 of the Truth in Lending Act (15 U.S.C. 1602)), or any extension of credit under an open end credit plan (as defined in section 103 of the Truth in Lending Act (15 U.S.C. 1602)), or a charge card (as defined in section 127(c)(4)(e) of the Truth in Lending Act (15 U.S.C. 1637(c)(4)(e)), or any extension of credit by a broker or dealer registered under section 15 of this title to an employee of that broker or dealer to buy, trade, or carry securities, that is permitted under rules or regulations of the Board of Governors of the Federal Reserve System pursuant to section 7 of this title (other than an extension of credit that would be used to purchase the stock of that issuer), that is: (A) made or provided in the ordinary course of the consumer credit business of such issuer; (B) of a type that is generally made available by such issuer to the public; and (C) made by such issuer on market terms, or terms that are no more favorable than those offered by the issuer to the general public for such extensions of credit. (3) Paragraph (1) does not apply to any loan made or maintained by an insured depository institution (as defined in section 3 of the Federal Deposit Insurance Act (12 U.S.C. 1813)), if the loan is subject to the insider lending restrictions of section 22(h) of the Federal Reserve Act (12 U.S.C. 375b)”.*

<sup>180</sup> *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)”.*

*involving management and principal stockholders*”, l’obbligo di informazione per i *manager* entro due giorni<sup>181</sup> dalla concessione di nuove *stock option*.

L’emanazione di tale legge ha avuto conseguenze più che positive e, in particolare modo, grande rilievo ha avuto la sezione 403 per merito della quale si è scoperta una pratica molto diffusa di retrodatazione delle opzioni da parte degli amministratori esecutivi.

Questo è stato solo l’inizio di una riforma a più ampio spettro.

Nel 2006 la SEC è intervenuta estendendo gli obblighi di trasparenza informativa, adottando la *Final Rule “Executive Compensation and Related Person Disclosure”* e la *Final Rule “Executive Compensation Disclosure”* prevedendo che l’obbligo di informazione su compensi dei *top manager* doveva includere:

- i. la *Compensation Discussion and Analysis*: una descrizione dettagliata della politica retributiva della società;
- ii. la *Summary Compensation Table*;
- iii. tabelle informative sugli importi già corrisposti o anche solo maturati;
- iv. tabelle riepilogative di tutte le prestazioni pensionistiche concesse ai singoli *manager* ivi comprese le indennità di buonuscita.

Nel 2009, poi, la SEC è intervenuta adottando la *Final Rule “Proxy Disclosure Enhancements”* con la quale ha introdotto l’obbligo in capo alle sole società quotate di comunicare informazioni circa le relazioni tra la politica retributiva e il relativo

---

<sup>181</sup> Prima del *Sarbanes-Oxley Act* le opzioni venivano rese note anche dopo 45 giorni l’avvenuta chiusura dell’esercizio della società.

profilo di rischio – oltre all'ammontare delle *stock option award*<sup>182</sup> corrisposte agli amministratori esecutivi e ai *director*.

## **2.2. IL DODD-FRANK ACT DEL 2010**

La riforma di *Wall Street*, nota come *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, divenuta legge federale il 21 luglio 2010, è considerata la risposta del regolatore americano alla crisi finanziaria iniziata nel 2007.

Nel complesso, si tratta di un articolato intervento normativo voluto dall'amministrazione di Barack Obama al fine di incoraggiare una più approfondita regolazione della finanza statunitense promuovendo al tempo stesso una tutela dei consumatori e del sistema economico. Intervento normativo, questo, che prende il nome dai suoi ideatori B. Frank e C. Dodd, considerato come il più innovativo e rivoluzionario cambiamento nella regolamentazione finanziaria degli Stati Uniti dalla grande depressione del 1929.

Lo scopo principale dell'intervento normativo si rinviene nella volontà del legislatore di regolamentare il mercato di *Wall Street* a seguito della crisi finanziaria, ma si è anche mostrata come l'occasione di intervenire in materia dei compensi degli amministratori esecutivi e sui profili di *corporate governance* ad essa connessi.

Il cambiamento normativo ebbe inizio nel 2007 quando l'allora senatore

---

<sup>182</sup> Come noto, le società assegnano *stock option* per assumere e trattenere dipendenti e *manager*. Queste opzioni danno ai possessori il diritto di acquistare le azioni sottostanti a prezzi predeterminati, noti come prezzi di esercizio, prima delle date di scadenza specificate. Il numero di *stock option* assegnate a un dipendente è di solito una funzione delle sue responsabilità lavorative all'interno dell'azienda.

democratico Barack Obama si era reso promotore di una proposta di legge intitolata “*Shareholder Vote on Executive Compensation Act*”<sup>183</sup> con ad oggetto l’introduzione, nel *Security Exchange Act* del 1934, di un voto consultivo annuale degli azionisti sui pacchetti retributivi degli amministratori e sui *golden parachutes* – una proposta di pari tenore fu presentata al Congresso<sup>184</sup> nel medesimo anno dal repubblicano Barney Frank.

La proposta di legge presentata da Obama, che all’epoca aveva trovato l’opposizione della Casa Bianca, era stata approvata dal Congresso ma non dal Senato.

Nel corso del 2009 era stato presentato al Congresso un “*Investor Protection Act of 2009*”<sup>185</sup> che prevedeva, tra l’altro, l’estensione generalizzata dello strumento in commento.

Già nel 2009 il Ministro dell’economia dell’amministrazione Obama, Timothy Geithner, si era espresso prima a favore dell’istituzione di un voto consultivo dei soci, dichiarando che tutte le società che avevano ricevuto fondi, ai sensi della *Troubled Assets Relief Program (TARP)*<sup>186</sup>, avrebbero dovuto prima sottoporre la remunerazione dei loro amministratori ad una votazione consultiva ad opera degli azionisti; poi, supportando l’amministrazione affinché introducesse una previsione

---

<sup>183</sup> S. 1181, 110th Congress, 2007-2008: disegno di legge che mirava a sottoporre il piano di retribuzione dei *directors* ad un voto, ancorché non vincolante, delle assemblee degli azionisti delle public compagnie. Disegno di legge, questo, fortemente sostenuto dai sindacati.

<sup>184</sup> H.R. 1257, 110th Congress, 2007-2008.

<sup>185</sup> H.R. 3817, 111th Congress, 2009.

<sup>186</sup> Rappresenta il programma messo a punto nel settembre del 2008 dall’allora segretario di Stato al Tesoro statunitense, H. Paulson, e dal Presidente della Federal Reserve, B. Bernanke, per porre un freno alla crisi finanziaria dopo il fallimento di *Lehman Brothers*.

di *say on pay*, chiedendo alla SEC di estenderla a tutte le società quotate anche non beneficiarie dei fondi ai sensi della TARP.

Con il *Dodd-Frank Act* nasce l'obbligo per la SEC di promulgare nuove regole di *corporate governance*, tese soprattutto a cristallizzare una serie di obblighi di trasparenza e informazione e, per le società quotate, quello di riconoscere ai propri azionisti un voto sulla remunerazione degli amministratori esecutivi.

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

La *Section 951* del *Dodd-Frank Act*, rubricata “*Shareholder Note On Executive Compensation Disclosures*”, ha modificato il *Securities Exchange Act* del 1934 inserendo la *Section 14A*, rubricata “*Shareholder Approval Of Executive Compensation*”, stabilendo che gli azionisti, tutte le volte che si vedono chiamati ad approvare un'acquisizione, una fusione o comunque un qualunque atto dispositivo degli *asset* aziendali, devono necessariamente decidere con voto consultivo sui *golden parachute*<sup>187</sup> da corrispondere agli amministratori.

---

<sup>187</sup> È il nome dato alla clausola nel contratto di lavoro di un amministratore, o contratto, che definisce il pagamento che l'individuo riceverà in caso di risoluzione o costrizione a lasciare un'organizzazione prima della fine del contratto. Per molti amministratori di grandi aziende, il potenziale pagamento indicato dal paracadute d'oro può essere notevole. Si tratta, pertanto, di uno strumento assai diffuso ed utilizzato per evitare acquisizioni ostili, consiste in una clausola inserita nel contratto di lavoro che assicura al manager il pagamento *una tantum* o in modo frazionato nel

Secondo quanto previsto da detta disposizione, il voto che gli azionisti sono chiamati ad esprimere deve riguardare la remunerazione corrisposta nell'esercizio sociale precedente (opera quindi *ex post*) e deve avvenire almeno con cadenza triennale. In pratica, alla prima assemblea da tenersi entro sei mesi dall'adozione del *Dodd-Frank Act*, devono essere sottoposte agli azionisti due votazioni, la prima in relazione ai compensi degli amministratori esecutivi e la seconda sulla frequenza<sup>188</sup>, da annuale a triennale, con cui il parere degli azionisti dovrà essere successivamente richiesto.

Differentemente, invece, la frequenza temporale del *say on pay*, di cui si dirà *infra*, deve essere oggetto di separata valutazione assembleare: gli azionisti, semestralmente, sono chiamati a decidere se il voto sulla *executive compensation* debba essere espresso ogni uno, due o tre anni.

Il voto espresso dagli azionisti non ha carattere vincolante per gli amministratori che quindi saranno liberi di modificare le proposte presentate senza incorrere in alcuna responsabilità nei confronti degli azionisti stessi, dacché è specificatamente previsto come il voto degli azionisti "*may not be construed [...] to create or imply any change to the fiduciary duties of such issuer or board of directors*"<sup>189</sup>.

Pare a questo punto chiara la *ratio* della *Section 952* del *Dodd-Frank Act* che ha come obiettivo quello di consolidare l'indipendenza del *board*, in modo da garantire

---

tempo di una certa somma nel caso in cui il manager dovesse perdere il proprio lavoro a seguito dell'acquisizione. Il pagamento di *golden parachutes* è stato spesso giustificato come una modalità per ridurre i conflitti di interesse tra azionisti e *management*.

<sup>188</sup> Si tratta dell'obbligo per le società di sottoporre ai soci anche il c.d. "*frequency vote*", il voto sulla frequenza con cui le delibere assembleari dovranno avere ad oggetto il voto sui compensi.

<sup>189</sup> *Section 14A*, c. 3., *Securities Exchange Act*.

che questi possa effettivamente assurgere a “guardiano dell’interesse dei soci”<sup>190</sup>.

La legge, così, da un lato stabilisce chiaramente come la presenza di un comitato per la remunerazione composto di soli amministratori indipendenti<sup>191</sup> – “*compensation committee*” – all’interno del consiglio di amministrazione sia un requisito necessario affinché la società possa quotare i propri strumenti finanziari su un mercato nazionale regolamentato; dall’altro lato, impone regole atte a garantire l’indipendenza dei collaboratori esterni di cui la società dovesse avvalersi in materia di remunerazione – i c.d. “*compensation consultant*” – per far sì che non si incorra in situazioni di conflitto d’interessi, tant’è che è previsto espressamente come la nomina dei *consultant* debba giungere dal comitato per la remunerazione e non già dal *board*.

Nel 2015 è stata poi approvata la regola, relativa alla *Section 953* del *Dodd Frank Act*, in tema di c.d. “*pay ratio disclosure*”<sup>192</sup>, che nasce in risposta ai nervosismi manifestati a seguito dell’entrata in vigore del *Dodd-Frank Act* in relazione ai costi di *compliance* che gli obblighi di *disclosure* avrebbero generato per le società sottoposte alla normativa.

---

<sup>190</sup> V. L. BEBCHUK, J. FRIED, *op. cit.*

<sup>191</sup> Secondo la SEC 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. Inoltre, anche se 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 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.

<sup>192</sup> Tra le norme introdotte dal *Dodd-Frank Act*, la “*pay ratio rule*” ha suscitato un maggiore discussione, tanto da frenare la SEC nell’adozione della normativa regolamentare, avvenuta solo nel 2015, dopo tre anni.

In particolare, la *Section 953*, affrontando direttamente il rapporto tra remunerazione degli amministratori e risultati aziendali, prevede che vengano resi pubblici: (i) la media del totale dei compensi annui di tutti gli impiegati della società, eccetto quella del CEO (o di ogni posizione equipollente); (ii) il compenso totale del CEO (o di ogni posizione equipollente); nonché (iii) il rapporto tra l'importo del il totale dei compensi annui di tutti gli impiegati della società e il totale del CEO.

I principali dubbi manifestati dalla dottrina hanno interessato le modalità di calcolo della retribuzione media di tutti i lavoratori, in particolar modo nel caso in cui si tratti di imprese di grandi dimensioni.

Orbene, da una breve analisi delle modalità di calcolo tre sono le criticità che emergono:

- i. i costi potrebbero essere superiori rispetto agli effettivi benefici derivanti dagli obblighi, soprattutto all'interno di grandi multinazionali dove il sistema delle remunerazioni e dei compensi è decentralizzato;
- ii. il vero ed effettivo utilizzo da parte dei soci delle nuove informazioni;
- iii. la previsione di legge rifletterebbe in parte un convincimento del Congresso laddove nell'eventualità in cui il compenso del CEO dovesse risultare eccessivo, la sua diffusione dovrebbe avere l'effetto di turbare i consigli di amministrazione al punto di fargli ridurre spontaneamente i propri compensi.

A fronte di ciò, appare evidente come il beneficio portato dall'obbligo di *disclosure*



non può che rinvenirsi nella possibilità, riconosciuta dalle regole dettate dal *Dodd Frank Act*, di osservare con costanza la *performance* a fronte di un consiglio di amministrazione potenzialmente “pigro” e non già sull’opportunità in capo ai soci di giudicare la congruità del compenso degli amministratori.

### **3. IL DIBATTITO PIÙ RECENTE: CRITICITÀ E LIMITI DEL SAY ON PAY**

Dalla disamina fin qui effettuata risulta evidente come per limitare al massimo il conflitto di interesse all’interno della società tra consiglio di amministrazione e soci, nonché per accrescere il valore dell’impresa nel medio-lungo periodo, sia necessario ricorrere all’adozione di una serie di meccanismi predisposti *ad hoc* per il raggiungimento di tale scopo. In altre parole, la soluzione deve essere individuata nelle scelte di *corporate governance* e quindi nell’applicazione dell’istituto del *say on pay*.

Numerosi sono stati gli interventi di riforma realizzati dai vari ordinamenti – europei ed *extra* europei –, nel tentativo di allineare i compensi degli amministratori agli interessi di lungo periodo della società.

In tale ambito devono essere collocate le norme tese a implementare l’indipendenza del *board* con al suo interno un comitato per la remunerazione, con poteri di raccomandazione, proposta e consulenza in materia, nonché la previsione di un voto assembleare sulla remunerazione degli amministratori esecutivi (il *say on pay* appunto).

Le soluzioni che emergono dal panorama internazionale si distinguono a seconda che il voto riconosciuto ai soci sulle politiche retributive della società abbia natura vincolante (c.d. “*binding vote*”) o consultiva (c.d. “*advisory vote*”)<sup>193</sup>.

Inoltre, studi empirici svolti su un ampio ventaglio di società quotate hanno mostrato come le decisioni dell’assemblea dei soci, sebbene non vincolanti, possano di certo influenzare il consiglio di amministrazione in merito all’ammontare della remunerazione attribuita all’amministratore delegato<sup>194</sup>.

Come visto, la *Section 951* del *Dodd-Frank Act* ha introdotto l’obbligo per le società quotate di riconoscere ai propri azionisti un diritto di voto sulla remunerazione dei propri amministratori – voto espresso nell’esercizio successivo a quello di corresponsione.

Inoltre, la SEC ha precisato che sotto il profilo oggettivo il meccanismo del *say on pay* trova applicazione limitatamente agli “*individual compensation packages*” del CEO, del CFO e degli altri tre amministratori esecutivi con il compenso più elevato<sup>195</sup>.

Il voto così organizzato non permette ai soci di esprimersi sulle singole voci – quali ad esempio *bonus*, *stock option* o altri incentivi – che costituiscono l’intero ammontare della remunerazione ricevuta dagli amministratori, ma permette loro di pronunciarsi esclusivamente sulla remunerazione complessiva assegnata.

---

<sup>193</sup> V. R.S. THOMAS, C. VAN DER ELST, *The International Scope of Say on Pay*, in *Washington Law Review*, 2015, 92, 658-711.

<sup>194</sup> V. Y. ERTIMUR, V. MUSLU, F. FERRI, *Shareholder Activism and CEO Pay*, in *Review of Financial Studies*, 2009, 24, 535.592.

<sup>195</sup> SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Shareholder Approval of Executive Compensation and Golden Parachute Compensation*, Release No. 33-9178, 2011.

Il *say on pay* rappresenta il sistema di controllo degli azionisti e degli *stakeholder*; si ascrive al tentativo di introdurre un maggior livello di trasparenza alle retribuzioni dei *manager* delle società, siano esse pubbliche o private.

Tale potere di voto è stato oggetto di diverse polemiche giacché, da un lato, si considera una pratica vantaggiosa per migliorare il sistema di *corporate governance*, mentre, dall'altro, si considera come un espediente poco efficace, vista l'assenza nell'organo assembleare di competenze tecniche adeguate – nonostante il voto espresso dall'assemblea dei soci non sia di fatto vincolante.

Come molti temi con una dimensione sociale, e in particolare in tempi di crisi finanziaria, la questione della retribuzione degli amministratori è particolarmente pubblicizzata e occorre fare attenzione alla qualificazione che si attribuisce al rapporto intercorrente tra società e amministratori.

L'introduzione del voto dei compensi, infatti, è stata particolarmente mossa dalla constatazione di guadagni disconnessi dai risultati della società.

Tuttavia, la questione non è quella di valutare se le somme corrisposte agli amministratori siano confacenti o eccessive, bensì è quella per la quale il collegamento della retribuzione dei *manager* con gli obiettivi aziendali e l'allineamento dei premi con le prestazioni possono promuovere efficacemente stabilità e crescita. Al contrario, quando queste remunerazioni non dipendono dalle prestazioni dell'azienda, servono gli interessi sociali, minano il governo societario e riducono la fiducia degli investitori nella società stessa.

È proprio la discrepanza tra le prestazioni dell'azienda e la remunerazione dei *manager* – fortemente denunciata negli ultimi anni vista la complessità, l'imprecisione e il breve termine dei criteri di attribuzione di *bonus*, delle azioni

gratuite e delle *stock option* – che ha contribuito a focalizzare l’attenzione del *management* sulla redditività finanziaria a breve termine – senza quindi considerare i criteri sociali e ambientali al fine di allinearsi al piano di gestione aziendale – comportando così un indennizzo eccessivo.

In dottrina, negli anni, diverse sono state le interpretazioni fornite in merito agli effetti derivanti sulla politica societaria derivanti dall’introduzione del *say on pay*. Alcuni studiosi<sup>196</sup> hanno evidenziato come le aziende e gli azionisti rispondono all’introduzione di SOP. In linea con la loro intuizione, detti studiosi hanno scoperto che nel 2010 le imprese hanno modificato i loro pacchetti retributivi riducendo in particolare i compensi degli amministratori delegati remunerati in eccesso nell’anno precedente. Inoltre, il voto degli azionisti su “*on-pay-on-pay*” non è casuale, ma è sistematicamente correlato alle pratiche di compensazione: gli azionisti hanno maggiori probabilità di votare contro la remunerazione dei *manager* quando l’impresa paga un importo assolutamente elevato di remunerazione del CEO, con un grande aumento dei compensi degli amministratori delegati rispetto all’anno precedente o con un importo maggiore di compensi che non può essere spiegato da fattori economici. Tra le componenti del pacchetto di compensazione, gli azionisti hanno maggiori probabilità di votare contro tale pacchetto quando questo contiene “altri compensi”, vale a dire i requisiti, come *jet* privati o abbonamenti *country club*.

---

<sup>196</sup> V. S. BALSAM, J. YIN, *op. cit.*

Altri parte della dottrina<sup>197</sup>, esaminando i risultati dei primi due anni (2011 e 2012) dei voti degli azionisti sulla politica di remunerazione delle società quotate incluse nell'indice Russell 3000<sup>198</sup>, han rilevato che i voti di rifiuto di SOP sono associati a rendimenti più bassi, maggiore proprietà istituzionale e compensi del CEO. Inoltre, detti studiosi hanno evidenziato come il dissenso risulti sensibile anche al rischio costante e alla qualità della contabilità, in aumento nel livello di volatilità e nel livello di ratei anormali. Per quanto riguarda gli effetti dei voti negativi, l'analisi suggerisce che i diritti di voto degli azionisti potrebbero essere un meccanismo efficace di governo societario poiché i consigli di amministrazione reagiscono al dissenso riducendo il livello di compensazione eccessiva.

Un'analisi diversa viene eseguita da un'ulteriore parte della dottrina<sup>199</sup>, la quale ha concentrato le proprie osservazioni sull'effetto delle raccomandazioni dei consulenti in materia di procure (Servizi degli azionisti istituzionali - ISS - e *Glass Lewis & Co.* - GL) sui voti degli azionisti, sui prezzi delle azioni e sul comportamento delle società nel contesto dell'obbligatorietà in materia di voto sulle retribuzioni. Essi trovano come sia più probabile che i consulenti *proxy* emettano una raccomandazione contraria nel caso di imprese con prestazioni di scarsa qualità e livelli più alti di retribuzione degli amministratori delegati, ma piuttosto che seguire un approccio "a misura unica", tengono conto di circostanze specifiche dell'azienda. Inoltre, analizzando l'associazione tra i contenuti relativi alle SOP nel

---

<sup>197</sup> V. M.B. KIMBRO, D. XU, *op. cit.*

<sup>198</sup> L'indice Russell 3000 è un indice azionario ponderato per la capitalizzazione di mercato gestito dal FTSE Russell che fornisce esposizione all'intero del mercato azionario statunitense. L'indice replica la *performance* dei 3000 maggiori titoli negoziati negli Stati Uniti che rappresentano circa il 98% di tutti i titoli azionari statunitensi incorporati.

<sup>199</sup> V. Y. ERTIMUR, F. FERRI, D. OESCH, *op. cit.*

rapporto degli *advisor* di procura e voto degli azionisti, hanno scoperto che le raccomandazioni dei consulenti in materia di voto sono il fattore determinante dell'esito del voto: una raccomandazione negativa sia della ISS che della GL è associata al 38,3% di voti in più rispetto al piano di compensazione.

Tal altri hanno analizzato gli effetti empirici del potere dell'azionista sul valore costante studiando la reazione del mercato all'introduzione di detto potere sulla legislazione retributiva. Non manca poi chi<sup>200</sup> ha studiato come il mercato americano ha risposto all'approvazione della legge *say on pay* della Camera nell'aprile 2007. Essi hanno scoperto che la reazione del mercato è stata significativamente positiva per le imprese con pratiche retributive discutibili (vale a dire aziende con un alto compenso anormale da parte del CEO e con una bassa sensibilità in termini di retribuzione), che possono trarre particolare vantaggio dalla voce sulla retribuzione. Tuttavia, anche questa parte della dottrina si è occupata di analizzare le proposte di retribuzione sponsorizzate da attivisti nel periodo 2006-2008 e deducendone che le imprese destinatarie non sono quelle con retribuzione eccessiva del CEO, cattiva *governance* o scarsa prestazioni, ma sono principalmente grandi aziende. Inoltre, la maggior parte di queste proposte sono state sponsorizzate dai sindacati con piccole partecipazioni azionarie nell'azienda e negli Stati Uniti l'annuncio di proposte avviate dal sindacato è stato seguito da una riduzione delle scorte e da uno scarso supporto da parte degli altri azionisti. Lo studio si conclude con la considerazione che la retribuzione può creare valore per le aziende con una compensazione inefficiente ma può distruggere il valore per gli

---

<sup>200</sup> V. J. CAI, R.E. WALKLING, *Say on pay: Does it create value?*, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2011, 46, 299–339.

altri. Altri ancora,<sup>201</sup> poi, hanno valutato la reazione del mercato azionario all'annuncio inaspettato di una possibile modifica del diritto svizzero, che consiste nell'introduzione di un voto vincolante sulla politica retributiva. Valutazione che ha fatto emergere come il 70% delle società quotate svizzere abbia risposto con rendimenti anormali negativi a tale annuncio. Tuttavia, un'attenta analisi della variazione della sezione trasversale delle reazioni mostra la consapevolezza degli azionisti circa i vantaggi e i costi che comporta una politica sulla remunerazione degli amministratori, reagendo più negativamente quando è probabile che i costi superino i benefici. In effetti, l'impatto è particolarmente negativo nelle imprese in cui sono previsti investimenti specifici e i CEO sono più difficili o più importanti da proteggere, mentre è più positivo nelle aziende dove l'allineamento tra azionisti e *manager* è scarso.

Ulteriori e separati studi hanno soffermato la loro analisi più in generale il tema del voto degli azionisti sulla remunerazione negli Stati Uniti, concentrandosi su proposte non vincolanti per gli azionisti relative alla remunerazione dei *manager* o su campagne di votazione assenti<sup>202</sup>. Alcuni di questi studi confermano la conclusione secondo cui le proposte degli azionisti si rivolgono alle imprese con

---

<sup>201</sup> V. A.F. WAGNER, C. WENK, *Agency versus hold-up. On the impact of binding say on pay on shareholder value*, in *Swiss Finance Institute Research Paper*, 2017.

<sup>202</sup> V. A. MORGAN, A. POULSEN, J. WOLF, *The evolution of shareholder voting for executive compensation schemes*, in *Journal of Corporate Finance*, 2006, 12, 715–737; D. DEL GUERCIO, *The distorting effect of the prudent-man laws on institutional equity investment*, *Journal of Financial Economics*, 1996, 40, 31–62; F. FERRI, T. SANDINO, *The Impact of Shareholder Activism on Financial Reporting and Compensation: The Case of Employee Stock Options Expensing*, in *The Accounting Review*, 2009, 84, 433-466; Y. ERTIMUR, F. FERRI, S.R. STUBBEN, *Board of directors' responsiveness to shareholders: Evidence from shareholder proposals*, in *Journal of Corporate Finance*, 2010, 16, 53-72; Y. ERTIMUR, F. FERRI, V. MUSLU, *op.cit.*; C.S. ARMSTRONG, I.D. GOW, D.F. LARCKER, *The efficacy of shareholder voting: Evidence from equity compensation plans*, in *Journal of Accounting Research*, 2013, 51, 909-950.

livelli più alti di CEO (retribuzione totale)<sup>203</sup>. Inoltre, alcuni<sup>204</sup> mostrano come le proposte volte ad incidere sul processo di fissazione delle retribuzioni ricevono il massimo sostegno di voto, seguite da proposte volte a influenzare l'*output* del processo di fissazione delle retribuzioni e, infine, da quelle che mirano a incidere sull'obiettivo del processo di fissazione delle retribuzioni. Per quanto riguarda la reattività del consiglio a tali proposte, molti studi rilevano che la probabilità di attuazione sta aumentando nel grado di pressione degli azionisti. Altri ancora<sup>205</sup> hanno rintracciato una serie di prove a supporto, tra cui miglioramenti delle prestazioni operative, indicando che le compagnie inducono i *board* a intraprendere azioni nell'interesse degli azionisti. Da ultimo, non manca poi chi<sup>206</sup> ha rinvenuto scarse prove del fatto che un minor supporto del voto degli azionisti per il parziale, o il totale, rifiuto dei piani di compensazione azionaria proposti porta a una riduzione del livello o della composizione del futuro compenso incentivo del CEO, suggerendo che i voti degli azionisti hanno scarso impatto sostanziale sulle politiche di compensazione degli incentivi delle imprese.

In definitiva, alla luce della variegata quantità di studi riportati vi è un unico elemento costante e indiscusso: la versione americana del *say on pay* lascia totalmente inalterati i poteri del *board* in tema di remunerazione, costituendo il voto assembleare un mero momento di confronto tra i soci e i gestori.

---

<sup>203</sup> V. F. FERRI, T. SANDINO, *op. cit.*; Y. ERTIMUR, F. FERRI, S.R. STUBBEN, *Board of directors' responsiveness to shareholders: Evidence from shareholder proposals*, in *Journal of Corporate Finance*, 2010, 16, 53-72.

<sup>204</sup> *Ibidem*.

<sup>205</sup> V. D. DEL GUERCIO, L. SEERY, T. WOJDITKE, *Do Boards Pay Attention when Institutional Investor Activists 'Just Vote No'?*, in *Journal of Financial Economics*, 2008, 90, 84-103.

<sup>206</sup> V. C.S. ARMSTRONG, I.D. GOW, D.F. LARCKER, *op. cit.*



## CAPITOLO QUARTO

### IL SISTEMA INGLESE E TALUNE ALTRE ESPERIENZE DI COMMON LAW

**SOMMARIO:** 1. Il modello inglese: l'origine del *say-on-pay approach* – 1.2 Il *say on pay* tra vincolatività e *soft law* – 1.3 Campo di applicazione e modalità di voto – 2. L'ordinamento australiano e la “*two-strike rule*” – 3. Il paradigma dell'ordinamento di un Paese in via di sviluppo: il sistema nigeriano.

#### 1. IL MODELLO INGLESE: L'ORIGINE DEL *SAY-ON-PAY APPROACH*

Sotto l'influenza delle privatizzazioni britanniche del governo Thatcher negli anni '80 del secolo scorso, la retribuzione degli amministratori nel Regno Unito aumentò drasticamente a causa della riduzione della forza delle compagnie coinvolte e dell'aumento dei prezzi.

L'opinione pubblica ha rapidamente criticato questi pagamenti, definendoli “gatti grassi”. A seguito di ciò, la *Confederation of British Industry (CBI)*<sup>207</sup>, nominò nel 1995 un gruppo di studio, guidato da Richard Greenbury, con il compito di redigere raccomandazioni da inserire all'interno di un codice di “*best practice*”, già suggerendo che gli azionisti potessero votare sul compenso esecutivo in caso di controversie o cambiamenti sostanziali nella politica retributiva.

---

<sup>207</sup> È la principale organizzazione di *lobbying* per le aziende del Regno Unito su questioni nazionali e internazionali. La sua missione è quella di contribuire alla promozione del progresso sostenibile delle imprese e dell'industria del Regno Unito. Nel suo primo rapporto annuale, otto mesi dopo la sua formazione, la CBI ha ricordato ai suoi *stakeholder* che “*the whole future of Britain rests upon the success of industry*” e che “*industry must be dynamic, competitive and profitable to compete in an ever increasingly competitive world*”.

Tre sono i principi fondamentali cui spesso si fa riferimento nel Regno Unito: responsabilità, trasparenza e legame con le prestazioni dell'azienda. Ma questa raccomandazione è stata seguita solo leggermente e la remunerazione ha continuato a crescere.

Sette anni dopo, ritenendo che i requisiti di trasparenza fossero insufficienti in relazione ai tre principi enunciati, il governo del Regno Unito decise di intervenire attraverso un'apposita regolamentazione. Ad esempio, nel 2002, il Regolamento sulla remunerazione degli amministratori ha fornito al Regno Unito un voto consultivo degli azionisti sui programmi di remunerazione dei *manager* delle società quotate<sup>208</sup>. Questo regolamento britannico, inserito nel *Companies Act* del 1985 e successivamente in quello del 2006<sup>209</sup>, si articolava in due parti: in primo luogo, la società doveva produrre una relazione annuale su tale remunerazione che includeva informazioni elencate dalla normativa; dall'altro, un voto consultivo degli azionisti in relazione alla predetta relazione durante l'AGM<sup>210</sup>. Riforma che ha interessato tutte le società quotate nel Regno Unito, siano esse quotate nello stesso o all'estero, ma non le società straniere quotate, anche se quotate nel Regno Unito.

Le informazioni da includere nella nuova relazione sulla remunerazione annuale, che viene sottoposta al voto dell'assemblea, comprendono la politica di remunerazione della società, le condizioni di *performance* legate alle *stock options*

---

<sup>208</sup> Regolamento sulla remunerazione degli amministratori 2002 SI 2002/1986, sostituito dal Regolamento delle grandi e medie imprese e dei gruppi 2008 SI 2008/373

<sup>209</sup> Oggi, elencato nella sezione 439 del *Companies Act* 2006.

<sup>210</sup> Nuova "sezione 241A" del *Companies Act* 1985.

e la remunerazione basata sul lungo termine, le *stock option* assegnate ed esercitate nell'esercizio, gli stipendi, i premi e le indennità di fine rapporto pagate a ciascun *manager* durante l'anno, in che misura la società ha tenuto conto della remunerazione degli altri dipendenti, nonché le informazioni sui consulenti che hanno assistito il Consiglio di amministrazione e i comitati di remunerazione nella definizione di tale remunerazione.

La riforma britannica non passa inosservata. Specialisti e legislatori di tutto il mondo hanno osservato i suoi primi risultati al fine di decidere sull'introduzione di riforme nei propri Stati. Seguito già nel 2004 da Australia e Paesi Bassi, il Regno Unito sta influenzando sempre più Stati.

L'introduzione di un voto vincolante di *say on pay* sembra essere il passo finale del controllo degli azionisti sulla retribuzione dei *manager*. Sebbene ampiamente discussa, la questione è stata rapidamente messa da parte dal Regno Unito nel 2002 e dagli Stati Uniti nel 2010.

Come detto, il Regno Unito è stato il primo paese ad introdurre nel proprio ordinamento un voto assembleare sui compensi corrisposti agli amministratori.

La prima manifestazione del *say on pay* si rinviene nel 2002 dove la prima versione della disciplina prevedeva l'obbligo per ciascuna società quotata – nel Regno Unito o in qualsiasi altro Stato dell'UE, o alla Borsa di New York o al NASDAQ – di produrre il “*directors' remuneration report*” (DRR) all'interno del quale inserire rapporti dettagliati circa la remunerazione degli amministratori da sottoporre al voto consultivo dell'assemblea nonché presentare una relazione agli azionisti in occasione di ogni AGM.

Il voto assembleare sulla remunerazione degli amministratori ha goduto di un'ampia e rapida diffusione negli ordinamenti giuridici occidentali, tanto da essere ormai contemplato nella quasi totalità di essi.

Non a caso, la letteratura giuridica e gli studi empirici dedicati alle potenzialità del *say on pay* hanno concentrato la propria attenzione quasi esclusivamente sull'esperienza britannica<sup>211</sup>, sebbene abbiano poi adottato versioni estremamente eterogenee.

Il *directors' remuneration report* introduce diverse nuove disposizioni nel *Companies Act* del 1985. In particolare, il nuovo s.243B impone agli amministratori delle società quotate di predisporre per ogni esercizio finanziario una relazione sulla remunerazione contenente le informazioni specificate nel nuovo Allegato 7A. Le informazioni che devono essere rese pubbliche si spingono considerevolmente oltre la legge attuale, la quale impone agli amministratori di rendere nota la politica della società sulla remunerazione degli amministratori per l'anno successivo e gli anni precedenti, dettagli su eventuali *stock option* o piani di incentivazione a lungo termine, dettagli sulle ragioni che hanno determinato l'introduzione di criteri per determinate *performance*, motivazioni di eventuali cambiamenti significativi nella politica di remunerazione e se eventuali opzioni su azioni o piani di incentivazione a lungo termine sono o meno correlati alla *performance*. Il rapporto dovrebbe,

---

<sup>211</sup> V. S. DAVIS, *Does "Say on Pay" Work? Lessons on Making CEO Compensation Accountable*, Policy Briefing No. 1, *The Millstein Center for corporate governance and performance*, Yale School of Management, 2007; F. FERRI, D.A. MABER, *op. cit.*

inoltre, contenere un grafico che indica le variazioni nel rendimento degli azionisti e tutte le informazioni su eventuali contratti di servizio<sup>212</sup>.

Difatti, si può notare come i nuovi requisiti di *disclosure* vadano ben oltre gli attuali requisiti contenuti in s.232. Gli amministratori dovrebbero, altresì, assicurarsi che i dettagli contenuti nella relazione siano il più possibile accurati in quanto gli amministratori devono approvare la relazione, quindi farla sottoscrivere da un membro del consiglio o dalla segretaria per conto dell'intero consiglio. Se il processo di sottoscrizione non ha seguito la richiamata procedura, la società e tutti i funzionari coinvolti saranno ritenuti colpevoli di un reato e passibili di una sanzione<sup>213</sup>.

Il legislatore britannico è successivamente intervenuto nuovamente sul tema 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*<sup>214</sup>.

Nello specifico, il legislatore è intervenuto ritoccando la struttura del “*directors’ remuneration report*”, oggi suddiviso in due differenti sezioni: la “*remuneration policy*”, concernente la futura retribuzione degli amministratori (esecutivi e non), e l’“*implementation report*”, riguardante le somme elargite al singolo amministratore nel corso della gestione annuale dell'impresa in base alla precedente politica di

---

<sup>212</sup> V. L. ROACH, *The Directors’ Remuneration Report Regulations 2002 and the Disclosure of Executive Remuneration*, 2002, SI 2002/1986.

<sup>213</sup> S.234C *Companies Act* 1985.

<sup>214</sup> V. M. L. VITALI, *La remunerazione degli amministratori all’esito di un processo di consultazione nel Regno Unito*, in *Riv. soc.*, 2015, 1006 ss.

remunerazione, sottoponendo entrambe le sezioni al voto, sia pur con differente efficacia giuridica.

*L'efficacia* giuridica della votazione assembleare muta a seconda che essa abbia carattere vincolante o meramente consultivo. Per quanto attiene alla “*remuneration policy*” il legislatore britannico ha statuito un voto vincolante, da esprimere con cadenza triennale, salvo che in precedenza non siano stati compiuti notevoli cambiamenti alla politica di remunerazione; mentre per l’“*implementation report*” è stato previsto un voto consultivo, con frequenza annuale, che non incide sull’efficacia della remunerazione già corrisposta<sup>215</sup>, purché conforme alla politica sulla remunerazione approvata.

Da ciò ne discende come l’attuale versione britannica del *say on pay* attribuisca all’assemblea un compito vitale nella definizione a priori della politica remunerativa, lasciando allo stesso tempo invariate le competenze del *board* nell’assetto del pacchetto retributivo.

Il Ministero del Commercio e dell’Industria, ha poi stabilito tre ragioni alla base del voto *say on pay*: promuovere la trasparenza delle remunerazioni, migliorare la responsabilità dei *manager* e collegare questo compenso alla *performance* dell’azienda. È proprio quest’ultimo punto che viene presentato quando vengono menzionati gli importi da essi interessati: non si tratta di determinare se tale remunerazione sia morale, ma se sia proporzionata rispetto a ciò che comporta per la società.

---

<sup>215</sup> *Companies Act* 2006, Sec. 422, par. 5

Negli ultimi anni, gli scandali salariali aziendali sono stati molto pubblicizzati. Nel Regno Unito, negli Stati Uniti o in Francia, nel contesto della recente crisi finanziaria, si può osservare un punto comune: la concessione di premi ai *manager* di società il cui andamento si è deteriorato in modo del tutto controverso. Ad esempio, negli Stati Uniti, il direttore generale della *Texas Instrument* aveva ricevuto nel 2008 un bonus di \$ 1,5 milioni mentre i ricavi della sua società erano diminuiti del 28% e il valore del titolo del 54%. In Francia, nel 2002, lo stipendio lordo del CEO di Axa è aumentato del 54,1% mentre il prezzo delle azioni è sceso del 45,5% e gli esempi non sembrano rari.<sup>216</sup>

Che si tratti della Francia, del Regno Unito o degli Stati Uniti, vengono invocati gli stessi obiettivi per giustificare l'introduzione del *say on pay*, i quali evidenziano la necessità di migliorare il controllo degli azionisti, di allineare la remunerazione degli amministratori al raggiungimento degli obiettivi di politica aziendale, migliorando allo stesso tempo il governo societario.

Studi effettuati su un'ampia serie di società britanniche quotate hanno evidenziato come, successivamente all'introduzione del *say on pay*, la configurazione della remunerazione degli amministratori si sia modificata – sebbene non in modo significativo<sup>217</sup>: la percettibilità della *performance* aziendale è aumentata.

In ragione di tanto, sia il Regno Unito che gli altri Stati che ne hanno seguito l'esempio, stanno passando, a seguito della riforma britannica, dalla previsione di un voto assembleare puramente consultivo ad uno parzialmente vincolante.

---

<sup>216</sup> V. L. MAURIAC, *Le scandale des bonus*, Libération, 2003.

<sup>217</sup> V. M. CONYON, G. SADLER, *op. cit.*; F. FERRI, D.A MABER, *op. cit.*

Ma prima di tutto, bisogna stare attenti al significato attribuito all’elocuzione “voto vincolante” che, essendo ampia, non specifica quale aspetto della remunerazione viene sottoposto al voto assembleare.

In ragione di ciò, l’attuale riforma britannica effettua una distinzione tra politica retributiva e remunerazione individuale, mentre la Commissione europea mette in discussione l’introduzione di un tale voto a livello europeo.

Il 27 giugno 2012, dieci anni dopo l’introduzione del voto consultivo nel Regno Unito e dopo l’incontro con società, azionisti e investitori istituzionali, il governo britannico ha proposto l’imposizione di un voto vincolante almeno ogni tre anni in modo da poter rispondere più efficacemente agli interessi degli azionisti.

Il Parlamento britannico ha successivamente analizzato la questione inserendola come parte della legge sulle riforme delle imprese e delle normative e prevedendone l’applicazione a tutte le società il cui esercizio fiscale si concludeva nell’ottobre del 2013.

È stato, poi, osservato come la questione del voto degli azionisti si stesse sviluppando parallelamente a quella della trasparenza e delle informazioni fornite dalla società.

Il *British Reform Project* non fa eccezione a questa tendenza e intreccia ancora di più queste due componenti: propone di dividere la relazione sulla remunerazione annuale in due parti e di sottoporre ciascuna parte a un voto separato. uno vincolante e l’altro consultivo. Pertanto, il voto vincolante non ripristinerebbe tutto ciò che concerne il compenso esecutivo.

La prima parte sarebbe stata collegata alla politica di compensazione esecutiva per il 2014 (*forward-looking policy report*): specificando in dettaglio le componenti



della remunerazione e i motivi che hanno condotto a tale scelta, in particolare il modo in cui si vanno a conciliare con gli obiettivi a breve e lungo termine della società; le modifiche apportate rispetto agli anni precedenti; nonché le condizioni alle quali i *manager* riceveranno i pagamenti quando sono subordinati alla *performance* della società. La società avrebbe dovuto, altresì, specificare le motivazioni addotte a giustificazione della remunerazione e l'importanza data ai pareri rilasciati dagli azionisti. Il tutto includendo informazioni sugli utili e sui dividendi della società, spiegando la differenza tra le politiche di remunerazione praticate al suo interno (in particolare con quelle dei dipendenti "normali", sebbene la relazione non si spinga fino al punto chiarire il rapporto tra il compenso medio dei dipendenti e quello dell'Amministratore Delegato).

Questa parte sarebbe stata quindi soggetta a un voto vincolante: in occasione dell'AGM, la risoluzione prospettata era pari a più del 50% dei voti favorevoli per l'adozione della politica retributiva. In caso di modifica della politica retributiva durante l'esercizio, l'assemblea dei soci sarebbe stata chiamata nuovamente a votare.

Le aziende che non cambiano la loro politica retributiva possono, se lo desiderano, limitarsi a un voto ogni tre anni. In ogni caso, gli azionisti si troverebbero a votare unicamente sulla politica di remunerazione e il consiglio di amministrazione sarebbe libero di determinare gli importi pagati ai propri *manager*.

La seconda parte della relazione avrebbe incluso informazioni sulla remunerazione effettivamente pagata nell'ultimo anno (*the backward-looking implementation report*); avrebbe rilevato qualsiasi importo pagato a ciascun funzionario, con la dettagliata specifica delle parti fisse e di quelle variabili unitamente

all'enunciazione delle modalità di soddisfazione dei criteri di rendimento dell'azienda a giustificazione del pagamento<sup>218</sup>. Questa sezione avrebbe, inoltre, fornito informazioni sugli esperti specializzati impiegati per l'assistenza del Consiglio di amministrazione, e in particolare sul processo di selezione, remunerazione e altri servizi che potessero fornire alla società, in modo da far avere all'azionista un'idea sull'indipendenza di questi esperti.

Qui, il voto degli azionisti sarebbe stato solo consultivo, ma nel caso in cui questa parte della relazione avesse ricevuto meno del 50% dei voti espressi, la società sarebbe stata obbligata a presentare la sua politica di remunerazione, vale a dire, la prima parte della relazione, passando così a un voto obbligatorio l'anno successivo.

Il progetto di riforma britannico comprende anche una sezione sulla questione delle indennità di licenziamento per i *manager*: già soggette in linea di principio all'approvazione degli azionisti, ma come in Francia e negli Stati Uniti, non sono mancate le critiche in relazione, anche in questo caso, ai pagamenti troppo generosi dei *leader* che hanno fallito il proprio compito.

La proposta di riforma propone, pertanto, di rafforzare il controllo degli azionisti includendo le indennità di fine rapporto nelle due parti della relazione annuale sulla remunerazione sopra menzionate, al fine di sottoporle al voto degli azionisti. Dunque, gli elementi presi in considerazione per pagare tali benefici, nonché i metodi di calcolo che possono variare a seconda dei motivi dell'allontanamento del funzionario, sarebbero inclusi nella prima parte della relazione e sottoposti a

---

<sup>218</sup> La relazione deve inoltre stabilire un confronto tra il TSR (*total share return* – rendimento totale delle azioni) e la remunerazione del direttore generale degli ultimi dieci anni.

votazione obbligatoria. Includendo i benefici effettivamente pagati nella seconda parte della relazione, che sarebbero soggetti a un voto consultivo degli azionisti.

Inoltre, la proposta di riforma richiederebbe alle società di pubblicare una dichiarazione ogni volta che un funzionario abbandona la società – senza attendere le relazioni annuali – che rivela gli importi effettivamente pagati dalla società, i metodi di calcolo adottati e in che misura è stata presa in considerazione l'ultima politica di indennizzo approvata dagli azionisti.

Tuttavia, parte della dottrina si è dimostrata sfavorevole a questo progetto di riforma, sostenendo l'attuale lungaggine delle relazioni sulla remunerazione e dubitando del fatto che il progetto presentato sia sufficiente a rendere più comprensibile agli investitori i criteri di remunerazione.

## **1.2. IL SAY ON PAY TRA VINCOLATIVITÀ E *SOFT LAW***

Nel Regno Unito, come negli Stati Uniti o in Francia, si possono prevedere diversi modi per introdurre la riforma nelle legislazioni nazionali. Ma l'uso della *soft law* sembra essere scartato, i fanatici del *say on pay* preferiscono lo strumento legislativo più vincolante ed efficace, e questo nonostante le proposte di imporre l'adesione di grandi aziende a un codice di *governance*.

La *soft law* consiste nell'introduzione di raccomandazioni sul governo societario all'interno di un codice. L'espressione *soft law* – ormai fuoriuscita dal confine delle relazioni internazionali in cui è nata – riassume in sé un'ampia varietà di atti e fenomeni: non solo circolari, linee guida, direttive, orientamenti, raccomandazioni, codici di condotta, modelli di metodi e processi, schemi di atti e contratti, raccolte di buone pratiche; ma anche FAQs, dichiarazioni d'intenti, lettere, annunci e

dichiarazioni alla stampa, regole non scritte e meri comportamenti dotati di autorevolezza<sup>219</sup>.

Il richiamo alla *soft law* all'interno dell'universo normativo – e il parallelo accrescersi della normativa stessa al di fuori del tradizionale sistema delle fonti – non consente di riconoscere la *soft law* come una vera e propria categoria giuridica. Solitamente, infatti, la *soft law*, nata come strumento sussidiario, e a volte alternativo, di regolazione dei rapporti interstatali agli strumenti vincolati, si contrappone in tal modo alle fonti dell'ordinamento internazionale.

In altre parole, la *soft law* individua sul piano giuridico tutte quelle norme di comportamento a carattere non vincolante e, dunque, rappresenta “*a wide range of quasi legal instruments that differ from hard law as they lack immediate, uniformly binding, direct effects, precision, and clearly delineated monitoring, dispute settlement, and enforcement authorities*”.<sup>220</sup>

Storicamente, il Regno Unito ha fatto ampio uso della *soft law* nel governo societario. Il *Cadbury Report* del 1992<sup>221</sup> e il *Greenbury Recommendation* del 1995 hanno prodotto un codice di “*best practice*” in materia di compensi esecutivi, disciplinando la legittimità di partecipazione delle decisioni dei diversi soggetti protagonisti della vita aziendale. In particolare, il primo, tendeva a migliorare il

---

<sup>219</sup> Cfr. B. BOSCHETTI, *Soft law e normatività: un'analisi comparata*, in *Riv. Reg. dei Mercati*, 2016, 2, 32.

<sup>220</sup> Cfr. C. KOUTALAKIS, A. BUZOGANY, T. BÖRZEL, *When soft regulation is not enough: The integrated pollution prevention and control directive of the European Union*, in *Regulation and Governance*, 2010, 329-330.

<sup>221</sup> Sir. George Adrian Hayhurst Cadbury ha presieduto il Comitato per gli aspetti finanziari della *corporate governance*, i cui esiti sono confluiti nel “*Report and Code of best practice*”, capostipite dei numerosi Codici e Rapporti anglosassoni recanti linee guida per un buon governo societario. Secondo Cadbury la *corporate governance* può descriversi come il sistema con il quale le aziende vengono dirette e collocate.

modo in cui le aziende sono gestite e quindi il modo con cui “contribuiscono positivamente alla promozione del buon governo societario”<sup>222</sup>, fornendo un quadro per la retorica del governo societario alla base dell’evoluzione della *governance* con l’obiettivo di migliorare l’affidabilità aziendale basata su di una maggiore *disclosure*; il secondo, invece, chiedeva l’istituzione, all’interno dei consigli di amministrazione, di comitati retributivi composti interamente da amministratori non esecutivi indipendenti, considerandoli un meccanismo di monitoraggio della retribuzione dei *manager*<sup>223</sup>.

Il Regno Unito, quindi, 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*”. Formulazione, questa, non presente nel vigente testo del *Corporate Governance Code* del 2014, il quale, tuttavia, al paragrafo D.2.1. mantiene la previsione “*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*”, lasciando così agli *stakeholders* la valutazione circa l’indipendenza del consulente alla luce di una più ampia informazione.

---

<sup>222</sup> Cadbury report, 1992, 10.

<sup>223</sup> V. J.N. GORDON, “*Say On Pay*”: *Cautionary notes on the U.K. experience and the case for shareholder opt-in*, in *Harvard Journal on legislation*, 2009, 46, 323 ss.; M.J. CONYON, S.I. PECK, *Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation*, in *ACAD MANAGE J*, April 1, 1998, 41, 2, 146-157.

Chiaro appare, dunque, come le raccomandazioni relative al governo societario, i codici e l'uso della *soft law* consentono una maggiore flessibilità rispetto alla legislazione.

Ma nel marzo 2001, il Ministero del Commercio e dell'Industria britannico ha annunciato che avrebbe compiuto una riforma al fine di assicurare una maggiore trasparenza nelle società quotate e che ciò sarebbe stato fatto attraverso l'uso di una legge, la quale avrebbe sicuramente determinato una maggior certezza e un più ampio rigore ai principi in essa contenuti.

Questo desiderio di applicare un regime più restrittivo può essere osservato anche negli Stati Uniti, dove, come visto, il *Sarbanes-Oxley Act* del 30 luglio 2002 imponeva alle società quotate di presentare alla SEC i “conti” certificati dai loro amministratori.

Pertanto, che si tratti del Regno Unito o degli Stati Uniti – entrambi ancora legati al peso delle raccomandazioni di *soft law* e ai codici di *governance* –, il *say on pay* è stato introdotto in una legge: il *Companies Act* nel primo caso, il *Dodd-Frank Act* nel secondo.

### **1.3. CAMPO DI APPLICAZIONE E MODALITÀ DI VOTO**

Dal 2002, le riforme del sistema di retribuzione del Regno Unito sono state applicate sia agli amministratori non esecutivi che a quelli esecutivi, ovvero ai membri della gestione manageriale. D'altra parte, negli Stati Uniti, la portata della riforma è stata più ristretta: il voto di *say on pay* coinvolge solo cinque persone nella società, vale a dire il Direttore Generale, Direttore finanziario e tre *manager* che guadagnano i salari più elevati dell'azienda.

Nel Regno Unito, il meccanismo di voto consultivo deve seguire una specifica procedura: prima dell'AGM, che si tiene di solito in aprile, maggio o giugno, la società rende nota la remunerazione dell'anno precedente in una relazione che descrive la composizione di queste e le ragioni che hanno portato a stabilire il compenso corrisposto agli amministratori. A seguito di ciò, gli azionisti esprimono il proprio voto sul programma di remunerazione complessivo, senza commentare alcun elemento particolare. All'esito della votazione, generalmente entro quattro giorni dallo svolgimento dell'AGM, devono essere pubblicati i risultati della votazione con l'indicazione dell'avvenuto rispetto, o meno, da parte degli amministratori della politica economica societaria stabilita nell'anno precedente.

Lo scopo del voto è quello di collegare la remunerazione a doppio nodo alla *performance* dell'azienda, probabilmente (*rectius* teoricamente) comportando la riduzione dell'importo complessivo dei compensi degli amministratori.

Sul primo punto, nel 2006 secondo parte della dottrina<sup>224</sup>, dopo tre anni dalla presentazione nel Regno Unito, il voto di *say on pay* ha effettivamente aumentato la vigilanza degli organi della società in materia di definizione dei criteri più strettamente legati al raggiungimento degli obiettivi sociali.

Ma lo studio mostra che mentre i guadagni tendono a diminuire quando le prestazioni diminuiscono, tendono a diminuire anche quando le prestazioni aumentano: questo perché gli sforzi si concentrano sul tentativo di evitare i “premi per il fallimento”, piuttosto che sull'effetto premiale a seguito del raggiungimento della politica sociale.

---

<sup>224</sup> V. F. FERRI, D.A. MABER, *op. cit.*

Tra l'altro, sembrerebbe che questi "premi per i fallimenti", fortemente criticati, siano diventati sempre più rari: da ora in poi, le società britanniche offriranno meno contratti nel corso dell'anno finanziario e pianificheranno con maggior dettaglio i meccanismi per collegare prestazioni e remunerazione.

La stessa tendenza può essere osservata negli Stati Uniti: gli studi dimostrano che anche prima del primitivo voto di *say on pay* nel 2011, molte società quotate hanno modificato i loro programmi di compensazione per allinearli maggiormente con le *performance* dell'azienda<sup>225</sup>.

Mentre alcuni autori ritengono che il bilanciamento tra remunerazione e *performance* sia dovuto al *say on pay*, altri lo attribuiscono piuttosto ai nuovi requisiti di trasparenza. Tuttavia, l'effetto di quest'ultimo non deve essere sopravvalutato, poiché nel Regno Unito gli *standard* della Borsa di Londra<sup>226</sup> hanno già richiesto alle società quotate di rispettare determinate regole di trasparenza, senza che siano state riscontrate conseguenze sulla *performance*.

Inoltre, lo studio *Deloitte Touche* del 2004 riporta che tra gli investitori intervistati, il 70% ha ritenuto che il voto sul sistema di pagamento abbia avuto un "impatto molto importante" sulle nuove strutture retributive, mentre solo il 36% ha considerato l'impatto delle nuove norme sulla trasparenza di almeno uguale importanza. In effetti, sarebbe più saggio dedurre questi effetti sia dalle riforme della trasparenza sia dall'introduzione del voto di tipo *say on pay* che va di pari passo.

---

<sup>225</sup> V. R.S. THOMAS, A.R. PALMITER, J.F. COTTER, *Dodd-Frank's say on pay: will it lead to a greater role for shareholders in corporate governance?*, in *Cornell law review*, 2012, 97.

<sup>226</sup> Regola di quotazione 12.43 (c) Borsa di Londra.



Nondimeno, nonostante l'introduzione del *say on pay*, la retribuzione esecutiva nell'ordinamento anglosassone è aumentata in modo significativo, sia nella sua parte fissa che in quella variabile.

In un campione di società del Regno Unito studiato da Michel Magnan, il compenso medio dei CEO delle società quotate sarebbe aumentato tra il 50% e il 72% tra il 2002 e il 2007<sup>227</sup>. Fino a poco tempo fa, nel 2012, il compenso esecutivo delle società FTSE 100 contava un aumento del 27% rispetto al 2011<sup>228</sup>.

In sostanza, è evidente come una riforma con implicazioni economiche, politiche e sociali, non possa limitarsi ad attribuire agli azionisti il potere di incidere in materia di remunerazione degli amministratori, bensì anche sulla distribuzione dei poteri all'interno delle società quotate.

## **2. L'ORDINAMENTO AUSTRALIANO E LA "TWO-STRIKE RULE"**

Come accaduto nel Regno Unito, la prima versione del *say on pay* introdotta nell'ordinamento australiano prevedeva che il voto che gli azionisti esprimevano sulla remunerazione degli amministratori fosse del tutto privo di efficacia vincolante.

La remunerazione degli amministratori è stata oggetto di considerevoli controversie<sup>229</sup> e di un attento esame negli ultimi decenni, a causa del suo ruolo

---

<sup>227</sup> Cfr. M. MAGNAN, C. MANGEN, *Is say on pay an effective governance tool?*, in *Academy of Management Perspectives*, 2009, 26, 86-104.

<sup>228</sup> Cfr. R. GRIBBEN, *FTSE 100 directors enjoy 27pc pay rises*, *The Telegraph*, 2012.

<sup>229</sup> V. M.C. JENSEN, K.J. MURPHY, E.G. WRUCK, *Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them*, in *Harvard NOM Working Paper No. 04-28* nonché in ECGI, *Financial Working Paper No.44/2004*;

percepito negli scandali aziendali<sup>230</sup>. Probabilmente, l'incapacità percepita dai consigli di amministrazione di stabilire una retribuzione esecutiva ottimale, insieme alla rivelazione di scandali societari e al successivo crollo di società di alto profilo, ha alimentato intensi dibattiti pubblici sulla retribuzione dei *manager*<sup>231</sup>.

Per far fronte a queste preoccupazioni e migliorare la responsabilità e la trasparenza della retribuzione dei *manager*, i regolatori della maggior parte dei paesi sviluppati – tra cui Stati Uniti, Australia, Regno Unito e molti altri paesi europei come Norvegia, Paesi Bassi e Svezia – ha intrapreso varie riforme.

Una delle risposte dell'Australia alla crisi è stata quella di fornire una visione più trasparente della remunerazione dei *manager* con l'istituzione dell'*Australian Prudential Regulatory Authority* (APRA) deputata allo svolgimento di un più intenso monitoraggio governativo della retribuzione degli amministratori rispetto a quanto esisteva in precedenza.

I vantaggi e i costi dell'introduzione del sistema del *say on pay* sono stati oggetto di intensi dibattiti. I sostenitori del *say on pay* ritengono che attribuire potere agli azionisti (*rectius* “voce”) si tradurrà in una retribuzione esecutiva più trasparente e più responsabile e quindi, presumibilmente, migliorerà l'efficienza e la reattività sociale dell'azienda, sostenendo, altresì, che questo sistema aiuterà i consigli di

---

<sup>230</sup> V. D. BARNEY, *Politics and Emerging Media: the revenge of publicity*, in *Global media journal-Canadian edition*, 2009, 1; J. EFENDI, A. SRIVASTAVA, E.P. SWANSON, *Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors*, in *Journal of Financial Economics*, 2007, 85, 667-708; ERTIMUR, F. FERRI, V. MUSLU, *op. cit.*

<sup>231</sup> V. CHALMERS, K. KOH, G. STAPLEDON, *The determinants of CEO compensations: rent extraction or labour demand*, in *The British Accounting Review*, 2006, 38; A.M. CIANCI, G.D. FERNANDO, E.M. WERNER, *The differential CEO dominance – compensation and corporate governance – compensations relations: Pre and post SOX*, in *Advances in Accounting*, 2011.

amministrazione a superare più efficacemente gli ostacoli psicologici nella negoziazione di pacchetti retributivi con i CEO per conto degli azionisti.

Gli oppositori, al contrario, sostengono che i voti non vincolanti del *say on pay* saranno ignorati nella migliore delle ipotesi e, nella peggiore delle ipotesi, causeranno uno spostamento del potere dai consiglieri ai consiglieri delegati e non agli azionisti.

In Australia, un voto non vincolante per gli azionisti sulle relazioni sulla remunerazione è stato introdotto dal *Corporate Law Economic Reform (Audit Reform & Corporate Disclosure) Act 2004 (CLERP9)*<sup>232</sup>. Il CLERP9 ha modificato il *Corporation Act* del 2001 in materia di diritto societario, con lo scopo di migliorare la fiducia degli investitori in relazione alle società quotate e ai loro rapporti finanziari.

Ai sensi del CLERP9, il voto degli azionisti sulle relazioni sulla remunerazione aveva solo carattere consultivo e i consigli di amministrazione non erano tenuti a rispondere alle preoccupazioni degli azionisti.

La legislazione del governo australiano ha una doppia politica in materia di compensazione. In primo luogo, le società sono tenute ad effettuare una *disclosure* del pacchetto retributivo dei *manager* e, in secondo luogo, sono tenute a garantire

---

<sup>232</sup> Oltre all'introduzione di una votazione non vincolante sulle relazioni sulle remunerazioni e una maggiore remunerazione dei *manager*, il CLERP9 prevede altresì: 1. modifiche alle disposizioni sui reati di *disclosure* continua; 2. modifiche alla rendicontazione finanziaria; 3. nuove disposizioni relative all'indipendenza del revisore e delle modifiche che incidono sulla funzione di revisione e sulla supervisione della revisione; 4. obblighi di licenza per i licenziatari di servizi finanziari di gestire i conflitti di interesse e affrontare l'indipendenza degli analisti; 5. modifiche alle disposizioni sulla raccolta di fondi di cui ai capitoli 6D e 7 della *Corporation Act*.

che i *bonus* possano essere recuperati in situazioni in cui l'esistenza finanziaria della società è stata alterata<sup>233</sup>.

Le rivelazioni della retribuzione "eccessiva" dei *manager* durante la crisi finanziaria globale hanno attirato ulteriormente l'attenzione mondiale sulla necessità di introdurre una legislazione per frenare la retribuzione dei *manager* stessi.

In ragione di ciò, nel 2009 un'indagine della Commissione sulla produttività ha portato alla formulazione di 17 Raccomandazioni su come rafforzare il quadro esistente che disciplina le pratiche retributive. Tali Raccomandazioni includevano, tra l'altro, l'elezione di amministratori, i diritti di voto, i comitati per la remunerazione, le relazioni e la comunicazione delle remunerazioni, nonché l'adozione di una regola del "two strike". In base alle Linee guida per la remunerazione dei *manager* contenute nei principi e nelle raccomandazioni ASX, la remunerazione basata sui risultati, che rappresentano una componente della remunerazione degli amministratori, dovrebbe essere collegata a specifici obiettivi di rendimento e il modo in cui ciò può essere fatto è attraverso una valutazione adeguata da parte del consiglio<sup>234</sup>.

Successivamente, sempre in risposta al turbamento dell'opinione pubblica prodotto dagli elevati livelli che i compensi dei *manager* avevano raggiunto<sup>235</sup>, il legislatore australiano nel 2011, seguendo il modello anglosassone, decise di introdurre nel *Corporation Amendment Act (Improving Accountability on Director and Executive*

---

<sup>233</sup> V. M. ROBIN, *Beware the Clawbacks: Govt to Legislate on Executive Pay, Crikey Inq*, 2012.

<sup>234</sup> ASX Corporate Governance Principles and Recommendations 2014, Recommendation 8.2.

<sup>235</sup> PRODUCTIVITY COMMISSION, *Executive Remuneration in Australia*, 2009, 15 ss.;

*Remuneration*) del 2001 la *Section 250R*. Sezione questa che stabiliva come il *board* di tutte le società quotate doveva elaborare una relazione annuale (*remuneration report*), ricca di informazioni il più possibile specifiche sulla retribuzione corrisposta ai cinque *manager* con i compensi più elevati da sottoporre successivamente al voto consultivo dell'assemblea.

A seguito della crisi finanziaria del 2011, il legislatore australiano si è visto costretto a tornare nuovamente sull'argomento approvando una riforma destinata a modificare completamente l'impianto fino ad allora vigente del *say on pay*<sup>236</sup>.

A differenza della legislazione precedente, in base alla quale i voti degli azionisti sulle relazioni sulle remunerazioni non erano vincolanti, e in ragione dei costi e dei benefici collegati alla votazione assembleare – sia essa di carattere meramente consultivo o vincolante –, il legislatore australiano ha deciso di impiegare una soluzione mediana nota come regola del “*two strike*” con conseguenze specifiche e prevedibili.

Dopo l'emissione dei principi di buon governo societario e Raccomandazioni sulle migliori pratiche da parte del consiglio di governo societario nel 2003, la regola del “*two strike*” è stata senza dubbio la più significativa riforma del governo societario che la società australiana abbia visto.

Tuttavia, varie conseguenze impreviste e non intenzionali di questa nuova regola sono state percepite e sollevate pubblicamente dai *leader* aziendali, dalla stampa e dai membri del pubblico. Gli oppositori sostengono che la regola del “*two strike*” crea instabilità del consiglio a seguito della risoluzione della “fuoriuscita” e che

---

<sup>236</sup> *Corporations Amendment (Improving Accountability on Director and Executive Remuneration) Act*, consultabile on line sul sito <https://www.comlaw.gov.au/Details/C2011A00042>.

ogni “fuoriuscita” danneggia il valore dell’azienda privandola di azionisti<sup>237</sup>.

D’altra parte, i sostenitori asseriscono che la nuova regola del “*two strike*” farà sì che i consigli si concentrino sulla strutturazione degli accordi retributivi in modo che gli interessi del CEO e dei *manager* siano allineati a quelli degli azionisti<sup>238</sup>.

La regola del “*two strike*” ha sostanzialmente lasciato invariata la distribuzione delle competenze tra *board* e assemblea attribuendo, da un lato, efficacia meramente consultiva al voto espresso dall’assemblea e, dall’altro, rafforzando il ruolo dell’assemblea nell’ipotesi in cui intervenga tra i due organi un’evidente frattura in materia di remunerazione.

La soluzione proposta dal legislatore australiano permette la sostituzione degli amministratori nel caso in cui il *remuneration report* riceva in due assemblee consecutive una votazione negativa dalla maggioranza degli azionisti. In altre parole, il “*first strike*” interviene nel momento in cui il *remuneration report* riceve in assemblea meno del 75% dei voti favorevoli, mentre il “*two strike*” nel caso in cui, anche nel corso dell’assemblea successiva il *remuneration report* riceva meno del 75% dei voti favorevoli<sup>239</sup>.

Nel momento in cui si verifica il “*two strike*” l’assemblea dei soci è chiamata a deliberare in merito alla rimozione dell’organo amministrativo, la quale, se approvata, determina l’automatica convocazione dello “*spill meeting*” durante il

---

<sup>237</sup> V. R. ALEMBAKIS, *Two strikes for directors legislation passes Parliament*, in *The Sustainability Report*, 2011; R. MONEM, *Determinants of board structure: evidence from Australia*, in *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 2013.

<sup>238</sup> *The Sydney Morning Herald*, 2011, 8.

<sup>239</sup> *Corporations Act 2001*, Sec. 300°(1)(g)

quale sarà effettivamente presa una decisione sul destino dell'organo amministrativo.

Successivamente, altre riforme sono intervenute.

Tra le tante, nel 2012 il governo australiano ha promulgato un progetto di legge successivo alla Relazione sulla produttività 2009 della Commissione sulla remunerazione degli amministratori che modifica le leggi sulla trasparenza già esistenti. Uno dei nuovi requisiti prevede che le società dovranno fare *disclosure* su *clawbacks*, pagamenti di terminazione effettivi, pagamenti *post* cessazione e retribuzioni passate, presenti e future.

Nel 2013, l'ASX ha proposto ulteriori raccomandazioni sulla remunerazione. In base a tali raccomandazioni, le società che non dispongono di comitati per la remunerazione dovrebbero rivelare tale fatto e anche quali processi hanno messo in atto per stabilire il livello di remunerazione degli amministratori e dei *senior* e devono garantire che tale remunerazione sia adeguata e non eccessiva<sup>240</sup>.

### **3. IL PARADIGMA DELL'ORDINAMENTO DI UN PAESE IN VIA DI SVILUPPO: IL SISTEMA NIGERIANO**

Il quadro normativo sulla remunerazione degli amministratori fin qui esaminato suggerisce come la remunerazione ricevuta dagli amministratori nelle *public companies* non rifletta sempre le loro prestazioni in tali società.

---

<sup>240</sup> *Company Law and Governance Update - ASX Corporate Governance Council consults on proposed third edition of the Principles and Recommendations*, Ashurst, Australia, 2013.

Sono state espresse preoccupazioni in merito al fatto che gli amministratori della società hanno continuato a essere pesantemente compensati anche a fronte del calo delle finanze aziendali e delle aspettative degli azionisti sui loro investimenti.

La protesta pubblica nei confronti di tale compenso esecutivo sproporzionato ha attratto interventi legislativi in alcune giurisdizioni, tra cui il Sudafrica, con l'obiettivo di aumentare la trasparenza e garantire una maggiore partecipazione degli azionisti alla fissazione della retribuzione degli amministratori.

In Sudafrica<sup>241</sup>, sebbene agli azionisti sia ora concesso un diritto legale di voto sulla determinazione della remunerazione dei *manager*, tali voti possono diventare uno strumento efficace solo se accanto alla riduzione della retribuzione ritenuta eccessiva vi sia un'adeguata informativa, elemento che al momento non vede un'effettiva garanzia a livello statutario.

La Nigeria, unitamente all'Australia e il Regno Unito, fornisce una buona base per la valutazione degli sforzi compiuti nel tentativo di dare un nuovo e migliore equilibrio tra la remunerazione percepita dagli amministratori e gli obiettivi sociali raggiunti.

I tre ordinamenti condividono basi comuni. La Nigeria rappresenta un centro di attività aziendale in rapida espansione nel continente africano e fornirà alcune informazioni sulle sfide che i mercati emergenti affrontano nell'adottare strategie sulla remunerazione dei *manager*. Il Regno Unito ha compiuto sforzi significativi

---

<sup>241</sup> Un report di *Mergence Investment Manager* relativo alla remunerazione degli amministratori delle *public companies* quotate nella Borsa di Johannesburg suggerisce che il Sud Africa ricopre il quinto posto nella scala mondiale del divario retributivo tra l'amministratore e il lavoratore medio nelle *public companies*. Gli amministratori delegati delle principali società quotate del JSE guadagnano fino a 1.332 volte lo stipendio medio dei loro lavoratori. *CEO vs Employee salaries at South Africa's 25 biggest companies*, 2017.



per incoraggiare un buon governo societario attraverso la regolamentazione interna e l'alta *performance* delle società quotate alla Borsa australiana (*Australian Stock Exchange –ASX*) suggerisce come l'Australia sia un “*poster child*” per le riforme finanziarie e per quelle di *good corporate governance*<sup>242</sup>.

L'ambiente imprenditoriale nigeriano comprende principalmente società private a gestione monopolistica condotte a livello familiare cosicché il *business* resta in gran parte mosso dal denaro; è caratterizzato da una bassa protezione degli investitori e da una scarsa conformità e meccanismi di applicazione che hanno reso inefficace il sistema di governo societario<sup>243</sup>. I Paesi stranieri sono riusciti ben poco nel loro tentativo di influenzare la gestione societaria e le riforme di governo tant'è che in Nigeria “*share options and bonuses are not usually part of non-executive compensation package*”<sup>244</sup>. Tra l'altro, le imprese nigeriane fanno molto affidamento sulle transazioni in contanti, e per questa ragione gli amministratori non sono interessati a ricevere compensi che non siano sotto forma di denaro, come accade per le società che adottano piani di investimento a lungo termine e che remunerano i propri amministratori con *stock option*.

Nel tentativo di strutturare formalmente la prassi di governo societario alla luce di quanto accaduto nella comunità aziendale globale, nel 2003 è stato pubblicato il

---

<sup>242</sup> V. E.C. EZEANI, E. WILLIAMS, *Regulating corporate directors' pay and performance: a comparative review*, in *African Journal of International and Comparative Law*, 2017.

<sup>243</sup> V. E.N.M. OKIKE, *Corporate Governance in Nigeria: the status quo*. *Corporate Governance: An International Review*, 2007, 15, 173 e ss.; *Report on the Observance of Standards and Codes: Corporate governance country assessment Nigeria*, 2008; *Report on the Observance of Standards and Codes Nigeria: Accounting and Auditing*, 2011.

<sup>244</sup> V. C. OGBECHIE, D.N. KOUFOPOULOS, *Corporate Governance Practices in Nigeria*, in Sabri Boubaker and DucKhong Nguyen (eds), *Corporate Governance in Emerging Markets: Theories, Practices and Cases*, 2014, 373 ss.

*Corporate Governance Code for Public Companies* (Codice CG) – poi modificato nel 2011 – contenente le raccomandazioni in materia *disclosure* nella relazione annuale delle informazioni relative agli emolumenti degli amministratori, del presidente e del direttore più pagato. Il Codice suggerisce che la remunerazione dell'Amministratore Delegato (CEO) e degli amministratori esecutivi dovrebbe comprendere componenti relative a lungo termine come *bonus* e *stock options*.

È, tuttavia, deludente che non sia stata richiesta alcuna spiegazione in caso di non conformità e che le società non fossero tenute a fornire le proprie politiche di remunerazione agli azionisti<sup>245</sup>.

Prima della pubblicazione del Codice CG, le società non erano disposte a rendere note tali informazioni poiché erano considerate informazioni riservate<sup>246</sup>.

Con il *Nigerian Companies and Allied Matters Act* del 2004 (CAMA), il legislatore nigeriano ha compiuto un passo in avanti, giacché oltre a prevedere l'equiparazione dei *manager* esecutivi ai dipendenti dell'azienda, sebbene il loro contratto di servizio – che è regolato dallo statuto e ha efficacia vincolante<sup>247</sup> – e il loro compenso siano affrontati in modo diverso da quelli dei dipendenti<sup>248</sup>, ha stabilito, altresì, che anche laddove lo statuto abbia fissato la remunerazione degli amministratori, può ancora essere modificato dagli azionisti nell'assemblea della

---

<sup>245</sup> V. I. ADELEYE, *Executive Compensation and Say on Pay: Recent Developments and Lessons From Around the World*, 2014, in *Journal of Corporate governance*, 2014, 6, 955-967.

<sup>246</sup> V. B.I. EHIKIOYA, *Corporate governance structure and firm performance in developing economies: evidence from Nigeria*, in *Corporate Governance*, 2009, 9, 231 ss.

<sup>247</sup> *LONGE V. FIRST BANK OF NIGERIA PLC* (2006) 3 NWLR (Pt 967) 228. See *Nigerian Companies and Allied Matters Act* (CAMA) 2004, section 267(4).

<sup>248</sup> V. DELLIOTE CORPORATE SERVICES LIMITED (DCSL), *Retirement by Rotation and the Removal of Executive Directors*, in *Governance Newsletter*, 2013.

società<sup>249</sup>. Stabilisce, inoltre, che laddove gli amministratori ricevono una remunerazione non approvata dall'assemblea degli azionisti<sup>250</sup>, possono essere ritenuti responsabili per disfunzioni.

A seguito della crisi del 2008, la Nigeria ha istituito Comitati per l'individuazione delle migliori pratiche di governo societario adatte al proprio sistema societario.

A tal fine, nel 2011 la *Securities and Exchange Commission* ha elaborato un nuovo Codice di governo societario per le *public companies*, ma sventuratamente, le disposizioni del Codice SEC sulla remunerazione degli amministratori non sono state redatte in modo dettagliato<sup>251</sup>.

Tuttavia, il Codice SEC si limita a: (i) suggerire che il livello di remunerazione dovrebbe essere tale da attrarre, motivare e trattenere persone qualificate necessarie ai fini del trionfo della gestione aziendale; (ii) richiedere alle aziende di elaborare politiche ben strutturate in materia di remunerazione, non solo per gli amministratori, ma anche per i *manager*, pure al fine di definire gli *standard* e i meccanismi per determinare il livello di remunerazione e in che misura essa sia collegata alla *performance* aziendale e individuale. Tra l'altro il Codice SEC conferisce agli amministratori e al comitato per la remunerazione i poteri per la determinazione della propria remunerazione, e non già, come richiesto dal CAMA, all'AGM<sup>252</sup> – generando così un conflitto tra le due norme.

---

<sup>249</sup> *Nigerian Companies and Allied Matters Act*, 2004, section 267(3).

<sup>250</sup> *Nigerian Companies and Allied Matters Act*, 2004, section 267(6).

<sup>251</sup> *The Securities and Exchange Commission (SEC) Code of Corporate Governance for Public Companies*, 2011.

<sup>252</sup> V. E.P. EBHOMIELEN, Expectation Gap with Securities and Exchange Commission's Code of Best Practice on Corporate Governance in Nigeria, in *Association of Accountancy Bodies in West Africa (ABWA) Journal*, 2009, 36.

L'unico tentativo serio di riformare i compensi degli amministratori non è risultato adeguato al raggiungimento dello scopo, disvelando uno iato tra le aspirazioni e le tensioni da un lato e quanto in concreto viene realizzato, probabilmente anche in ragione della forza in termini di *lobbying* dei gruppi a ciò controinteressati.

In ragione di ciò, e sotto una forte pressione dell'opinione pubblica, la *Central Bank of Nigeria* (CBN), che aveva annunciato diverse riforme della retribuzione dei *manager* nel settore bancario, è stata costretta a fare un'inversione di tendenza nel 2011<sup>253</sup>. È interessante notare che la maggior parte delle riforme proposte erano del tutto lacunose in quanto non venivano affrontati temi come la regolamentazione del livello retributivo, la previsione di una piena *disclosure* della retribuzione dei *manager* e l'introduzione del *say on pay*.

La Nigeria<sup>254</sup> è una delle economie in più rapida crescita al mondo con un mercato dei capitali sottosviluppato e un meccanismo di governo societario debole<sup>255</sup>. L'apparente debolezza del sistema di governo societario fornisce un terreno fertile per gli eccessi gestionali che potrebbero non rendere trasparente la *disclosure* volontaria della remunerazione degli amministratori nelle relazioni annuali.

Per il governo nigeriano, una delle sfide principali è quella di correggere i codici di governo societario sviluppati da diverse agenzie e che si sovrappongono tra loro – ad esempio, *Securities and Exchange Commission* (SEC), *Central Bank of Nigeria*,

---

<sup>253</sup> V. I. ADELEYE, *Regulation of Executive Compensation in Banking: Key Issues, Trends and Challenges*, in *Journal of Corporate Governance*, 2012, 4, 501 ss.

<sup>254</sup> V. R.W. ODEWALE, H. KAMARDIN, *Directors' Remuneration Disclosure Transparency in Nigeria and the Influence of Block Share Ownership*, in *International journal of Business and social research*, 2015, 5, 65 ss.

<sup>255</sup> V. E.N.M. OKIKE, *op. cit*; *Report on the Observance of Standards and Codes: Corporate governance country assessment Nigeria*, 2008; *Report on the Observance of Standards and Codes Nigeria: Accounting and Auditing*, 2011.

*National Pension Commission* (PENCOM) e *National Insurance Commission* (NAICOM)<sup>256</sup>.

Il primo tentativo verso la correzione dei codici in materia di governo societario e delle relative antinomie si è verificato nel 2016 quando il *Financial Reporting Council* (FRC) in collaborazione con la SEC ha finalmente pubblicato il *National Code of Corporate Governance* (NCCG) applicabile a tutte le società, quotate e non, al fine di fornire indicazioni guida per la corretta attuazione del principio di trasparenza all'interno delle società.

In particolare, il NCCG è articolato in tre parti: (i) il *codice di governance* per il settore privato; (ii) il *codice di governance* per le società senza scopo di lucro; (iii) il *codice di governance* per il settore pubblico.

Oltre all'aumento dei requisiti di *disclosure*, il Codice stabilisce l'aumento del numero minimo di amministratori – che passa da 5 a 8 –, le linee guida per la composizione del consiglio di amministrazione, l'istituzione di un comitato di controllo del consiglio di amministrazione.

Ora, se da un lato la Nigeria si impegna a posizionarsi come centro finanziario *leader* e mercato di frontiera, è necessario dimostrare ai mercati globali che le organizzazioni sono trasparenti e adottano le migliori pratiche internazionali<sup>257</sup>, dall'altro è evidente che l'obbligo di *disclosure* a cui sono soggette le società nigeriane sia alquanto difettoso e parrebbe ancora mirare a proteggere la

---

<sup>256</sup> V. E. ADEGBITE, *Corporate Governance in Nigeria: Messes, Problems and Puzzles*, in *Journal of Corporate Governance*, 2014, 6, 955-967.

<sup>257</sup> V. I. ADELEYE, *Executive Compensation and Say on Pay*, cit.

retribuzione dei *manager* dal controllo pubblico visto il basso livello di trasparenza delle informazioni sulla remunerazione degli amministratori.

Resta, duque, evidente, come l'unico tentativo serio di riformare i compensi dei *manager* non è risultato adeguato al raggiungimento dello scopo, disvelando un iato tra le aspirazioni e le tensioni da un lato e quanto in concreto viene realizzato, probabilmente anche in ragione della forza in termini di lobbying dei gruppi a ciò controinteressati.

## CAPITOLO QUINTO

### **LA RIFORMA DELLA DISCIPLINA DEI COMPENSI DEGLI AMMINISTRATORI NELLA *LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL***

**SOMMARIO:** 1. La disciplina previgente – 2. Le novità introdotte nella *Ley de sociedades de capital* – 2.1. Considerazioni sistematiche – 2.2 Analisi della riforma – 3. I codici di *Buen Gobierno* – 3.1. Il *Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas* del 2015.

#### **1. LA DISCIPLINA SPAGNOLA: IL QUADRO DI RIFERIMENTO**

La remunerazione degli amministratori nelle grandi società è un tema che ha portato a grandi dibattiti a livello internazionale anche, e soprattutto, a causa della profonda crisi finanziaria che ha colpito l'economia mondiale.

Crisi che, come visto, è stata in qualche modo accompagnata dall'ampia diffusione di informazioni sulla consistenza e sui criteri di calcolo delle retribuzioni degli amministratori, le quali, nonostante la crisi, risultavano essere sempre più elevate e non influenzate dall'andamento societario.

Di norma, mentre per le società medio-piccole il ruolo degli amministratori è quasi sempre ricoperto dai soci della società stessa, per le grandi società di capitali l'attività di amministrazione viene sempre più spesso delegata a figure

specialistiche – gli *executive* – anche al fine di rispettare il principio di trasparenza e l'esigenza di una netta distinzione tra proprietà e controllo<sup>258</sup>.

La struttura delle *sociedades anónimas* (SA) di diritto spagnolo trova le sue basi normative nel *Código de Comercio* del 1885 e nella *ley n. 24/1988 del Mercado de Valores* (LMV) – istitutiva della *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV), l'organismo deputato alla vigilanza e all'ispezione del mercato finanziario nonché alla verifica delle operazioni realizzate all'interno del mercato stesso.

Il processo di modernizzazione del sistema societario, e in particolar modo quello delle società quotate, ha avuto inizio alla fine degli anni '70 del secolo scorso e, tutt'ora non può dirsi completato<sup>259</sup>.

Infatti, a seguito dell'entrata in vigore della nuova costituzione nel 1978 e del conseguente avvento del regime democratico, la normativa societaria ha subito un *boom* normativo, derivante dalla necessità di potenziare l'attività dei mercati e della struttura produttiva societaria.

Uno dei primi interventi legislativi in materia societaria si è avuto nel 1989 quando il *Real decreto legislativo n. 1564* ha approvato il *texto refundido* della *ley de sociedades anónimas (LSA)*, sostituendo così l'ormai datata *ley de régimen jurídico de las sociedades anónimas* del 1951.

---

<sup>258</sup> V. J.M. GARRIDO, *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate nell'ordinamento spagnolo*, in *L'attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario italiano e spagnolo a confronto*, A. SARCINA, J.A. GARCIA CRUCES (a cura di), Bari, 2010, 135 ss.

<sup>259</sup> V. R. CASTELLS, *I controlli nella sociedad anónima in Spagna*, in AA.VV. U. TOMBARI (a cura di), *Corporate governance e sistema dei controlli nella s.p.a.*, Torino, 2013, 265.



In particolare, la LSA ha statuito la distinzione all'interno del *consejo de administración* tra i *consejeros delegados* e i *consejeros no ejecutivos* (o *externo*), fissando le basi per un sistema di *governance* contraddistinto per l'accentramento dell'attività di supervisione nei componenti non esecutivi del *board*.

Ulteriori interventi normativi si sono poi avuti nel 1998 quando la *ley* n. 37 ha modificato la *ley* n. 24/1988 del *Mercado de Valores*, rafforzando i poteri di controllo della *Comisión Nacional del Mercado de Valores* e nel 2002 allorché la *ley* n. 44<sup>260</sup> imponendo per le società quotate la costituzione all'interno del *consejo de administración* di un *comité de auditoría* – composto principalmente da amministratori privi di deleghe – ha contribuito a modificare ulteriormente il sistema finanziario.

Solo nel 2003, con l'emanazione della *ley* n. 286 – deputata a modificare la *ley* n. 24 del 1988 sul mercato dei valori immobiliari – il legislatore spagnolo ha introdotto per le società quotate l'obbligo di trasparenza e di istituzione presso le stesse di un “*informe anual de gobierno corporativo*” (*IAGC*), con l'obbligo informare il mercato e la *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, oltre che delle caratteristiche del sistema di gestione dei rischi adottato dalla società, anche della sua struttura e delle regole di *governance* (art. 61 *bis* *LMV*).

Gli ultimi interventi legislativi sulla *ley de sociedades anónimas* sono intervenuti con la riforma del *Real* decreto legislativo n. 1/2010 e con la *ley* n. 25/2011 – in parziale riforma della legge sulle società di capitali e incorporazione della Direttiva

---

<sup>260</sup> *Ley* n. 44/2002 de *Medidas de Reforma del Sistema Financiero* (modificata dalla *Ley* n. 22/2003, dalla *ley* n. 2/2011 de *economía sostenible - LES*, dalla *ley* n. 21/2011, dal *Real Decreto-Ley* n. 6/2013 e dalla *ley* n. 14/2013).

2007/36/CE.

Il legislatore spagnolo, diversamente da quello italiano, con la *ley de sociedades de capital* ha riunito in un unico testo normativo tutti gli interventi sulle società di capitali, realizzati fino a quel momento.

A tale riorganizzazione normativa è seguita l'introduzione di rinnovamenti in tema di società quotate.

Non sono di certo mancate critiche, da parte della dottrina, circa l'effettivo aggiornamento e la reale semplificazione della disciplina societaria giacché nonostante il forte miglioramento positivo della *ley de sociedades de capital*, questa ha rappresentato meramente un capitolo passeggero nello scenario normativo spagnolo.

I dubbi e le critiche manifestate dalla dottrina sono state confermate giusto due anni dopo quando nel 2013 la seconda sezione della *Comisión General de Codificación*, ha presentato una proposta di ammodernamento e riunificazione della disciplina in materia commerciale – e quindi per sorpassare l'antico *Código de Comercio* del 1885 – attraverso il *Código Mercantil* (PCM).

Al medesimo periodo risale l'insediamento di una commissione di esperti in materia di *corporate governance* atta a predisporre una proposta di modifica della *ley de sociedades de capital* per contrastare i sempre più frequenti scandali di natura finanziaria. La proposta di modifica presentata dalla suddetta commissione si è concretizzata con la redazione di un *Anteproyecto de Ley*, sottoposto a *información pública* fino al 15 gennaio 2014, poi trasformato in un *Proyecto de Ley* il 30 maggio 2014, sottoposto alla discussione parlamentare per poi entrare in vigore il 4 dicembre 2014 (*ley 31/2014, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital*

*para la mejora del gobierno corporativo*).

Non è questa la sede per elencare tutte le modifiche normative effettuate dal legislatore nel corso della storia del governo spagnolo, basti solo sapere che ovviamente sin dal 1998 numerosi sono stati gli interventi legislativi volti all'adeguamento e all'integrazione della normativa in materia societaria<sup>261</sup>.

## **2. LE NOVITÀ INTRODOTTE NELLA *LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL***

### **2.1. CONSIDERAZIONI SISTEMATICHE**

Da un'articolata analisi della *Ley de sociedades de capital* (LSC) emerge palesemente come, soprattutto in seguito alla riforma introdotta dalla *Ley Orgánica 31/2014* – di cui si dirà *infra* –, gli amministratori delle società di capitali spagnole ricoprono una posizione di garanzia all'interno della società a causa degli specifici obblighi di controllo e di vigilanza previsti dagli artt. 225 e seguenti della LSC.

Da una siffatta posizione ne consegue come la responsabilità degli amministratori si estende finanche alla sfera penale per gli amministratori meno diligenti nell'adempimento dell'obbligo di vigilanza e supervisione continuativa dell'attività sociale.

Nel percorso graduale che ha portato all'adozione della *Ley 31/2014*, tuttavia, vi è un'altra tappa degna di nota: la *Ley 2/2011* (c.d. *Ley de Economía Sostenible* o *LES*), la quale ha previsto per le *sociedades cotizadas y las entidades de crédito* – sulla scia del *say on pay* statunitense – una disciplina di *disclosure* obbligatoria in

---

<sup>261</sup> Ad esempio nel 2003 è intervenuto l'*Informe final* della *Comisión especial para la transparencia y seguridad de los mercados financieros y sociedades cotizadas*, nel 2006 uno *Grupo especial de trabajo* ha approvato l'attuale codice di autodisciplina (*Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*: c.d. *CUBG* o *Código Conthe*), da ultimo modificato nel giugno 2013.

ordine alla remunerazione degli amministratori, da realizzarsi attraverso *Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC)* e *Informe Anual sobre Remuneraciones de los Consejeros (IARC)*.

Successivamente, con l'art. 5 del *RD-Ley 2/2012*, successivamente modificato dalla *Ley 9/2012*, si è giunti a prevedere un regime speciale che introduce limiti quantitativi ai predetti emolumenti per *administradores y directivos de entidades de crédito* partecipate dal *Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria* (c.d. *FROB*) o che da questi ricevono sostegno finanziario.

La disciplina spagnola delle società di capitali si discosta dalla normativa italiana in materia.

*In primis* bisogna considerare come per l'applicazione della normativa spagnola non è necessario operare la distinzione tra la "*sociedad anónima*" (SA), corrispondente alla s.p.a. italiana, quanto per la "*sociedad de responsabilidad limitada*", corrispondente alla nostra s.r.l.

Anche in Spagna, come in Italia, gli amministratori hanno la funzione di gestire e rappresentare la società sul mercato.

Nel sistema della *Ley de sociedades de capital* gli amministratori dividono il potere gestorio con l'organo assembleare il quale, ai sensi dell'art. 161 LSC, può impartire istruzioni o sottoporre a preventiva autorizzazione gli atti gestori su questioni preventivamente indicate dalle previsioni statutarie. Invece, il potere di rappresentanza rimane totalmente in capo agli amministratori, con il limite esterno di cui all'art. 234 LSC, il quale in particolare prevede che "*la representación se extenderá a todos los actos comprendidos en el objeto social delimitado en los estatutos*".

Rispetto ai principi che regolano la disciplina degli obblighi degli amministratori, si può poi notare una certa coincidenza con l'ordinamento italiano dacché in entrambi gli ordinamenti il legislatore ha ricercato principi idonei a contrastare le numerose problematiche collegate al rapporto di agenzia cercando di prevenire ogni possibile danno da ciò derivante<sup>262</sup>.

La differenza sostanziale tra i due ordinamenti si rinviene, invece, nelle modalità di rappresentazione ed applicazione dei principi stessi. In particolare, l'ordinamento spagnolo, come detto, ha unificato la disciplina delle SA e delle S.r.l. scegliendo di formulare una clausola generale ricca di divieti.

Con specifico riferimento alle società quotate e alla remunerazione degli amministratori, la *ley* 31/2014 ha introdotto una serie di novità in materia di *corporate governance* attraverso la riforma degli artt. 217-219, 229, 230, 249 della *Ley de Sociedades de Capital* (LSC) e l'introduzione degli artt. 529 *sexdecies* all'art. 529 *novodecies*.

In particolare, l'*artículo* 529 *novodecies* prevede da un lato che la politica di remunerazione – adottata dal consiglio di amministrazione su proposta di un apposito comitato interno – sia approvata dall'assemblea ogni tre anni, dall'altro che l'assemblea sia chiamata ad esprimere un voto a carattere consultivo su di un documento annuale informativo in relazione alla remunerazione elargita ai consiglieri della società stessa (*l'Informe de Remuneraciones de los Consejeros*).

---

<sup>262</sup> V. C. PAZ-ARES, *Anatomía del deber de lealtad* in F. RODRÍGUEZ ARTIGAS et al., *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, CIZUR MENOR [Thomson Reuters – Aranzadi], 2016, 1, 428 ss.

Tuttavia, le modifiche introdotte nella LSC, sebbene includano anche notizie relative a tutte le società di capitali, sono sostanzialmente riferite, come non potrebbe essere altrimenti, ai due organi che compongono la struttura societaria di tali società<sup>263</sup>. Alcune modifiche riguardano l'assemblea degli azionisti e anche i diritti degli stessi con l'obiettivo "*de reforzar su papel y abrir cauces para fomentar la participación accionarial*"; altre si concentrano sull'organo di amministrazione e, in particolare, nel caso delle società quotate, nel consiglio di amministrazione, per regolare aspetti sempre più importanti come "*transparencia de los órganos de gobierno, el tratamiento equitativo de todos los accionistas, la gestión de los riesgos o la independencia, participación y profesionalización de los consejeros*". La conversione in norme imperative di alcune di queste raccomandazioni trova la sua giustificazione nel crescente riconoscimento come base essenziale di alcuni aspetti del governo societario – fino a poco tempo non considerati essenziali – nonché nelle carenze organizzative che la recente crisi finanziaria ha fatto emergere.

Da ciò ne discende come l'obiettivo della legge, qui in commento, altro non è che la modernizzazione e il miglioramento del governo societario delle società di capitali.

La riforma, in sostanza, arricchisce di complessità la disciplina in materia di società di capitali che contrasta con la semplicità del regime previgente affondando le sue radici anche nella constatazione che, in non rari casi, le conseguenze negative della

---

<sup>263</sup> V. J. MC CRORY MARTÌ, *Nota sobre la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la Mejora del Gobierno Corporativo*, 2014.

crisi economica sono state particolarmente incisive proprio in quelle realtà economiche in cui erano state condotte politiche manageriali poco prudenti<sup>264</sup>.

## **2.2. ANALISI DELLA RIFORMA**

La *Ley* 31/2014 muove le fila del proprio intervento su due diversi piani, i quali combinati tra loro, restituiscono quattro livelli di disciplina: quello generale delle norme applicabili a tutte le società di capitali e quello speciale le cui destinatarie sono solo le quotate; nonché quello delle previsioni per la remunerazione dei “*los administradores o consejeros en su condición de tales*” e quello delle regole indirizzate ai soli “*consejeros ejecutivos*”.

La legge contiene un solo articolo (“*Modificación del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio*”) dove si rinvergono le modifiche relative alla legge sulle società di capitali, sostanzialmente inquadrata su tre profili: (i) la competenza della *Junta General de Accionistas*; (ii) l’amministrazione della società; (iii) la retribuzione degli amministratori.

Prima ancora di affrontare il tema della retribuzione degli amministratori, al fine di fornire un quadro completo della riforma in materia appare opportuno soffermarsi brevemente su i primi due profili.

In relazione alla competenza della *Junta General de Accionistas* due sono le modifiche apportate dalla riforma in commento: il rafforzamento del ruolo generale

---

<sup>264</sup> V. P. MATERA, *op. cit.*

svolto dall'assemblea e la promozione della partecipazione azionaria revisionando completamente le competenze, il regime operativo e l'impugnazione delle delibere. In particolare, la *Junta General de Accionistas* si è vista attribuire con l'art. 160 della LSC maggiori poteri in relazione alle decisioni in materia di operazioni essenziali – quelli in cui il volume dell'operazione supera il 25% del totale attivo che compaiono nell'ultimo saldo; con l'art. 161 della LSC un maggiore intervento in materia di gestione<sup>265</sup>.

Per quanto concerne il suo regime operativo, sono state prese misure in relazione al conflitto di interesse tra azionisti<sup>266</sup>, all'obbligo di informazione nelle società anonime<sup>267</sup>, alle modalità di voto<sup>268</sup>, all'espressione delle maggioranze nelle società

---

<sup>265</sup> L'intervento del Consiglio è esteso non solo nelle società a responsabilità limitata come esisteva finora, ma in tutte le società di capitali, se non diversamente previsto dallo statuto, in modo che anche nelle società a responsabilità limitata il Consiglio possa impartire istruzioni all'organo di amministrazione o sottoporre alla sua autorizzazione accordi di detto organo.

<sup>266</sup> Il divieto di voto del socio che beneficia dei casi di conflitto di interessi, di seguito elencati (art. 190 LSC) è esteso a tutte le società di capitali: “*El socio no podrá ejercitar el derecho de voto correspondiente a sus acciones o participaciones cuando se trate de adoptar un acuerdo que tenga por objeto: a) autorizarle a transmitir acciones o participaciones sujetas a una restricción legal o estatutaria, b) excluirle de la sociedad, c) liberarle de una obligación o concederle un derecho, d) facilitarle cualquier tipo de asistencia financiera, incluida la prestación de garantías a su favor o e) dispensarle de las obligaciones derivadas del deber de lealtad conforme a lo previsto en el artículo 230*”.

Allo stesso modo, quando il voto del membro che verte in una posizione di conflitto di interessi è stato decisivo per l'adozione dell'accordo, l'art. 190.3 della LSC stabilisce che in caso di contestazione, deve corrispondere: (i) per la società o il partner interessato: l'onere della prova della dimostrazione di interesse sociale; (ii) ai partner che contestano: l'accreditamento del conflitto di interessi.

<sup>267</sup> Gli amministratori non sarebbero obbligati a fornire le informazioni richieste dall'azionista, non solo se la loro pubblicità può danneggiare l'interesse sociale, ma vengono aggiunti altri due motivi: (i) quando tali informazioni non sono necessarie per la tutela dei diritti dei membri, e (ii) quando vi sono ragioni obiettive per ritenerlo utilizzato a fini extrasociali (art. 197.3 LSC). Allo stesso modo, si stabilisce che nel caso in cui il partner utilizzi le informazioni richieste in modo offensivo o dannoso, sarà responsabile per i danni che potrebbe causare (art. 197.6 LSC).

<sup>268</sup> In tutte le società di capitali, le proposte di accordi su questioni sostanzialmente indipendenti e in particolare quelle relative alla nomina, alla ratifica, alla rielezione o alla separazione di un



per azioni<sup>269</sup> nonché in relazione all’*“impugnacion de acuerdos”* adottate dal Consiglio<sup>270</sup>.

---

amministratore, nonché quelle relative alla modifica dello statuto devono essere votate separatamente (art. 97 *bis* LSC).

<sup>269</sup> Gli accordi sociali saranno adottati a maggioranza semplice dei voti degli azionisti presenti o rappresentati nell'assemblea, con un accordo adottato quando vi sono più voti a favore rispetto al capitale presente o rappresentato (art. 201 LSC). Non solo il termine della maggioranza ordinaria viene modificato da quello della *“mayoría simple”*, ma anche nei casi dell'art. 194 della LSC (trasformazione, fusione, scissione, cessione globale di attività e passività e trasferimento al domicilio) il regime maggioritario è rafforzato (art. 201.2 LSC): (i) se è presente o rappresentato più del 50% del capitale sociale, per l'adozione di tali accordi sarà richiesta la *“mayoría absoluta”*; (ii) se in seconda convocazione, gli azionisti che rappresentano il 25% o più (senza raggiungere il 50%) del capitale sociale, sarà richiesta la *“mayoría de los dos tercios”* del capitale presente o rappresentato. Tali maggioranze possono essere sollevate mediante espressa regolamentazione statutaria.

<sup>270</sup> Per esercitare l'azione di verifica, è richiesto almeno l'1% del capitale azionario (206.1 LSC). Si intendono *“acuerdos impugnables”* quelle che vertono in contrasto con la legge, lo statuto o il regolamento del consiglio di amministrazione e quelli che danneggiano l'interesse sociale a beneficio di uno o più partner o terzi. Per tale ragione, viene definito il concetto di *“lesión de interés social en la adopción de un acuerdo”*, offrendo una maggiore protezione ai partner di minoranza poiché stabilisce che non è solo necessario un danno al patrimonio ma che la mera azione abusiva della maggioranza quando l'obiettivo è interesse personale, a scapito del resto dei soci (art. 204.1 LSC). Il diritto è concesso ai membri di ottenere una copia del verbale dell'Assemblea e non una certificazione degli accordi adottati fino ad ora, poiché nell'art. 205.2 LSC regola il periodo di scadenza dell'azione di impugnazione facendo riferimento a *“la fecha de recepción de la copia del acta”*. Il periodo di prova per tutti i tipi di accordi sarà di 1 anno, ad eccezione di quelli contrari all'ordine pubblico la cui azione non scadrà o non prescriverà (art. 205 LSC). Pertanto, la distinzione tra accordi nulli e annullabili scompare.

Le delibere della *Junta* non potranno essere impugnate o contestate per (i) mancanza di informazioni per il partner o l'azionista quando informazioni o chiarimenti sono richiesti verbalmente presso la sede dell'assemblea e, inoltre, se tali informazioni sono state richieste in precedenza, devono avere *“carácter esencial o determinante”* per contestare l'Assemblea o l'accordo in questione, considerando per questo, una domanda incidentale della precedente pronuncia (art. 196 e 204.3 LSC); (ii) per l'erroneità o l'insufficienza delle informazioni richieste prima dell'assemblea, a meno che tali informazioni non fossero essenziali per l'azionista o il partner (art. 204.3.b LSC); (iii) se la stessa si basa sulla violazione dei requisiti procedurali nell'invito (tranne nella forma e nella scadenza), nella costituzione di un organo (tranne le regole essenziali) o nell'adozione di un accordo (tranne che per le maggioranze necessarie) (art. 204.3.a LSC); (iv) per la partecipazione all'incontro di persone illegali, a meno che non sia stato decisivo per la costituzione del corpo. (Art. 204.3.c LSC); (v) per l'invalidità di uno o più voti o il loro calcolo errato, a meno che non siano decisivi per il raggiungimento della maggioranza richiesta (art. 204.3.d LSC).

Con riguardo all'amministrazione della società le modifiche in materia si concentrano principalmente sulle società quotate in cui si è cercato di regolamentare con maggiore tenacia aspetti rilevanti quali: trasparenza negli organi di governo, garantire all'azionista un maggiore controllo sulla gestione, l'indipendenza, la partecipazione e la professionalizzazione dei consiglieri, ecc. I doveri di diligenza<sup>271</sup> degli amministratori sono più precisamente definiti con la previsione che essi devono avere un'adeguata dedizione e aver riguardo di richiedere e raccogliere le informazioni necessarie per l'adempimento dei loro doveri (art. 225 LSC). In relazione al dovere di lealtà, si stabilisce che la sua violazione non solo determina l'obbligo di risarcire il danno causato, ma anche di restituire l'ingiusto arricchimento (art. 277 LSC); l'art. 228 LSC menziona gli obblighi stabiliti dal dovere di lealtà<sup>272</sup> mentre l'art. 229.1 LSC perimetra le azioni

---

<sup>271</sup> V. F. MARTÍNEZ, *Capítulo 2. Los administradores responsable*, in AA.VV. *La responsabilidad de los administradores de las sociedad mercantiles*, A. ROJO, E. BELTRÁN (diretto da), Valencia, 2013, 55 ss.; A.P. HUETOS, *Significado actual de los "administradores de hecho": los que administran de hecho y los que de hecho administran*, in *RDS*, 2002, 18, 277 ss.; I.S. GARGALLOS, *La extensión subjetiva del régimen de responsabilidad a los administradores de hecho y ocultos t a la persona física representante del administrador persona jurídica*, in AA.VV. *Junta general y Consejo de Administración en la sociedad cotizada*, F.A. RODRÍGUEZ, L.F. DE LA GÀANDARA, J.Q. GOMZÁLEZ, A.A. UREBA, L.V. SAN PEDRO, G.E. VELASCO (diretto da), A.R. SÀNCHEZ (coordinato da) Navarra, 2016, 2, 618 ss.

<sup>272</sup> Art. 228 LSC *Obligaciones básicas derivadas del deber de lealtad*: "En particular, el deber de lealtad obligue al administrador a: (a) no ejetar sus facultades con finee distintos de aquèllos para los que le han sido concedidas; (b) guardar secreto sobre las informaciones, datos, informes o antecedentes a los que haya acceso en el desempeño de su cargo, incluso cuando haya cesado e èl, salvo en los casos en que la ley lo permita o requiera; (c) abstenerse de participar en la deliberaciòn y votaciòn de acuerdos o decisiones en las que èl o una persona vinculada tenga un conflicto de intereses, directo o indirecto. Se exclurìa de la anteriore obligaciòn de abstenciòn los acuerdos o decisiones que le afcten en su condiciòn de administrador, tales como sua designaciòn o revocaciòn para cargos en el òrgano de administraciòn u otros de anàlogo significado; (d) desempeñar sus funciones bajo el principio de responsabilidad personale con libertad de criterio o juicio e independencìa respecto de instrucciones y vinculacione de terceros; (e) adoptar las medidas necesarias para evitar incurrir en situaciones en las que sus interesee,

cui gli amministratori devono astenersi<sup>273</sup>. Ovviamente, anche per il diritto spagnolo, gli obblighi di lealtà e responsabilità sono imperativi e pertanto gli statuti societari non possono in alcun modo limitare gli stessi (art. 230 LSC). La violazione di tali obblighi comporta sia l'obbligo di risarcimento del danno causato al patrimonio sociale, sia l'obbligo di restituzione alla società di quanto ricavato ingiustificatamente dall'amministratore (art. 227.2 LSC).

Riprendendo ora le fila del discorso in materia di *remuneración de los administradores*, mediante il nuovo terzo comma dell'art. 217 LSC il potere di determinare "*el importe máximo de la remuneración anual del conjunto de los administradores*" è attribuito all'assemblea degli azionisti, mentre al *consejo de administración* è assegnato il compito di fissare il compenso per ciascun consigliere, in considerazione delle funzioni e delle responsabilità; mentre per le società quotate il compito di determinare, parametrare e controllare la politica di remunerazione degli amministratori, oltre che la composizione dei compensi "*i términos y condiciones principales de [...] contratos*" tra cui "*su duración,*

---

*sean por cuenta propia o ajena, puedan entrar en conflicto con el interés social y con sus deberes para con la sociedad*", in <https://www.boe.es/>.

<sup>273</sup> Art. 229.1 LSC *Deber de evitar situaciones de conflicto de interés*. "1. En particular, el deber de evitar situaciones de conflicto de interés a que se refiere la letra e) del artículo 228 anterior obliga al administrador a abstenerse de: a) Realizar transacciones con la sociedad, excepto que se trate de operaciones ordinarias, hechas en condiciones estándar para los clientes y de escasa relevancia, entendiéndose por tales aquellas cuya información no sea necesaria para expresar la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la entidad; b) Utilizar el nombre de la sociedad o invocar su condición de administrador para influir indebidamente en la realización de operaciones privadas; c) Hacer uso de los activos sociales, incluida la información confidencial de la compañía, con fines privados; d) Aprovecharse de las oportunidades de negocio de la sociedad; e) Obtener ventajas o remuneraciones de terceros distintos de la sociedad y su grupo asociadas al desempeño de su cargo, salvo que se trate de atenciones de mera cortesía; f) Desarrollar actividades por cuenta propia o cuenta ajena que entrañen una competencia efectiva, sea actual o potencial, con la sociedad o que, de cualquier otro modo, le sitúen en un conflicto permanente con los intereses de la sociedad", in <https://www.boe.es/>.

*indemnizaciones por cese anticipado o terminación de la relación contractual y pactos de exclusividad, no concurrencia post-contractual y permanencia o fidelización”* (art. 529 *octodecies* LSC) è assegnato alla *junta general de accionistas*<sup>274</sup>.

Con la modifica della legge sulle società di capitali in materia, si è inteso raggiungere: (i) una maggiore trasparenza nella determinazione; (ii) una remunerazione maggiormente calibrata rispetto alle concrete *performance* e alla situazione del mercato – come indicato nel *Preàmbulo* VI della legge, si è inteso stabilire che le remunerazioni degli amministratori riflettano adeguatamente la reale evoluzione della società e siano correttamente allineate con l'interesse della società e dei suoi azionisti; (iii) regolare una procedura per l'approvazione della remunerazione.

La *Comisión de Expertos en materia de Gobierno corporativo* – creata su delibera del *Consejo de Ministros* del 10 maggio 2013 con l'obiettivo di garantire il corretto funzionamento degli organi di governo e amministrativi delle società nazionali per condurli ai massimi livelli di competitività, creare fiducia e trasparenza per gli azionisti e gli investitori nazionali ed esteri, migliorare il controllo interno e la responsabilità delle imprese spagnole e garantire un'adeguata separazione di doveri, doveri e responsabilità nelle società in un'ottica di massima professionalità e rigore – ha ritenuto opportuno distinguere in materia di remunerazione degli amministratori le specifiche che attengono tutti i tipi di società da quelle che pertengono esclusivamente alle società quotate.

---

<sup>274</sup> V. P. MATERA, *op. cit.*

Le modifiche che interessano tutti i tipi di società sono ora racchiuse negli artt. 217-220 LSC ai quali si deve aggiungere il divieto di “*ventajas o remuneraciones de terceros distintos de la sociedad y su grupo*” stabilito dall’art. 229, comma 1, lett e), e il “*régimen de imperatividad y dispensa*” previsto dall’art. 230, unitamente all’art. 249.4 LCS relativo ai compensi degli amministratori delegati.

Tra i principali sviluppi che interessano il Consiglio di amministrazione, è importante evidenziare la regolamentazione della remunerazione degli amministratori, una questione delicata che, in un contesto di crisi economico-finanziaria, ha destato crescente preoccupazione nel conseguire formule che riflettano correttamente la reale evoluzione delle società e che siano in linea con l’interesse della società stessa e dei suoi azionisti, evitando cattive pratiche che avrebbero un impatto negativo sull’andamento societario.

Su questa linea, il principio generale enunciato dall’art. 127.1 LSC, applicabile a tutte le società di capitali, salvo che lo statuto non stabilisca diversamente, prevede che il ruolo di amministratore sia svolto a titolo gratuito<sup>275</sup>.

La norma in commento elenca, poi, al secondo comma, senza carattere di “*numerus clausus*”, diversi sistemi di remunerazione che lo statuto – oltre a determinare i criteri di composizione del compenso – può prevedere: (i) un’allocazione fissa, (ii) indennità di presenza, (iii) partecipazione agli utili, (iv) remunerazione variabile con indicatori o parametri generali, (v) remunerazione in azioni o collegata alla sua

---

<sup>275</sup> Art. 217.1 LSC “1. *El cargo de administrador es gratuito, a menos que los estatutos sociales establezcan lo contrario determinando el sistema de remuneración*”. Art. 1711 Código civ. “*A falta de pacto en contrario, el mandato se supone gratuito*”, in <https://www.boe.es/>.

evoluzione, (vi) compensazione per la risoluzione, a condizione che la risoluzione non sia stata motivata dalla violazione delle funzioni di amministratore e (vii) i sistemi di risparmio o previsione ritenuti appropriati<sup>276</sup>.

Una volta stabiliti i richiamati criteri all'interno dello statuto<sup>277</sup> e il sistema di remunerazione, ove appropriato, sarà compito della *junta general* a determinare l'importo massimo che tutti gli amministratori riceveranno ogni anno. Tale importo massimo rimarrà in vigore fino a quando l'assemblea non delibererà diversamente e, a meno che non venga stabilito diversamente, la distribuzione della remunerazione tra i diversi amministratori sarà concordata da questi. Ovviamente, tale distribuzione deve tener conto, nel caso di un consiglio di amministrazione, delle funzioni e delle responsabilità di ciascun amministratore<sup>278</sup>.

---

<sup>276</sup> Art. 217.2 LSC “*El sistema de remuneración establecido determinará el concepto o conceptos retributivos a percibir por los administradores en su condición de tales y que podrán consistir, entre otros, en uno o varios de los siguientes: a) una asignación fija, b) dietas de asistencia c) participación en beneficios, d) retribución variable con indicadores o parámetros generales de referencia, e) remuneración en acciones o vinculada a su evolución, f) indemnizaciones por cese, siempre y cuando el cese no estuviese motivado incumplimiento de las funciones de administrador y por el g) los sistemas de ahorro o previsión que se consideren oportunos*”, in <https://www.boe.es/>.

<sup>277</sup> V. C. PAZ-ARES, *Ad impossibilia nemo tenetur (o por qué recelar de la novísima jurisprudencia sobre retribución de administradores)*, in *Diario La Ley*, n. 7136, Secc. Doctrina, 17 marzo 2009, 1 ss.

<sup>278</sup> Art. 185.4 RRM, il quale stabilisce che “*Salvo disposición contraria de los estatutos, la retribución correspondiente a los administradores será igual para todos ellos*”, così come la Resolución della DGRN del 18 giugno 2013, che considerava non inscrivibile una norma statutaria che prevedeva che “*El cargo de administrador será retribuido siempre y cuando éste desarrolle funciones de gerente o de personal de alta dirección*” ragionando sul fatto “*que aquellos miembros del órgano de administración que lleven a cabo especiales labores de gestión como los consejeros delegados o los miembros de la comisión ejecutiva pueden estar remunerados de acuerdo a un sistema concreto frente al resto de consejeros que no ejerzan dichos cargos. Pero en el caso que ha dado lugar a este expediente, la sociedad está regida por administradores mancomunados y si bien no resulta del expediente la existencia de otros posibles modos de organizar la administración (artículo 210 de la Ley de Sociedades de Capital) el carácter indiscriminado de la previsión estatutaria hace patente su ilicitud*”, in <https://www.boe.es/>.

Nell'art. 217.3 LSC il legislatore ha previsto che “*el importe máximo de la remuneración anual del conjunto de los administradores en su condición de tales deberá ser aprobado por la junta general*” e che la stessa “*permanecerá vigente en tanto no se apruebe su modificación*”. L'istituzione di questo tetto massimo può fornire ulteriore protezione ai soci di minoranza, sebbene ciò debba essere combinato con la dottrina della *Dirección General de los Registros y del Notariado* secondo la quale, essendo la posizione di amministratore retribuita, la decisione sulla remunerazione da corrispondergli potrebbe non essere lasciata all'assemblea. Il dettame dell'art. 217.3 LSC può essere utile se, ad esempio, si verifica una semplice omissione dell'assemblea o l'impossibilità di adottare un nuovo accordo – basti considerare una situazione di conflitto di interessi che non consente a un *partner* di gestione di votare sulla propria remunerazione –, evitando così problemi interpretativi che potrebbero lasciare l'amministratore in difficoltà.

La seconda parte del nuovo terzo comma dell'art. 217<sup>279</sup> LSC è arrivato a considerare una presunzione di pari retribuzione tra gli amministratori, sebbene suscettibile di essere distorta prendendo in considerazione le funzioni e le responsabilità attribuite all'amministratore. Il testo non esclude la possibilità di differenze retributive tra gli amministratori, per la loro remunerazione in quanto tale, a condizione che le circostanze ricorrenti lo giustificino e che, ai sensi dell'art. 124.3 RRM<sup>280</sup>, sia una previsione statutaria.

---

<sup>279</sup> Art. 217.3 LSC “*Salvo que la junta general determine otra cosa, la distribución de la retribución entre los distintos administradores se establecerá por acuerdo de éstos y, en el caso del consejo de administración, por decisión del mismo, que deberá tomar en consideración las funciones y responsabilidades atribuidas a cada consejero*”, in <https://www.boe.es/>.

<sup>280</sup> Art. 124.3 RRM (*Reglamento del Registro Mercantil*) “*En todo caso, se indicará el número de administradores o, al menos, el máximo y el mínimo de éstos, así como el plazo de duración de su*

La nuova scrittura dell'art. 217 LSC, consente la distribuzione della remunerazione tra i diversi amministratori, adoperando una distinzione esplicita tra amministratori e membri del consiglio di amministrazione e non “*excepciona a los administradores solidarios o mancomunados*”<sup>281</sup>. Non è chiaro, quindi, se il legislatore abbia voluto sospendere la tesi della DGRN in merito alla remunerazione asimmetrica degli amministratori o se, al contrario, rimanga in vigore. Indubbiamente, sarà un aspetto su cui aspettarsi una futura pronuncia della DGRN o dei tribunali che consentirà di risolvere il dubbio generato dal testo della norma.

Infine, il nuovo comma quarto dell'art. 217 LSC, così come scritto dalla *ley* 31/2014, stabilisce il principio di proporzionalità cui devono sottoporsi i criteri per la determinazione del compenso degli amministratori – a seguito dei casi di notevole rilevanza pubblica che hanno acceso l'interesse dei media.

La remunerazione degli amministratori deve essere ragionevole, ossia in conformità con la situazione economica della società, con le funzioni e le responsabilità ad essi attribuite, e con il sistema di remunerazione che dovrebbe mirare a promuovere la redditività e la sostenibilità della società a lungo termine.

L'art. 217.4 LSC stabilisce che “*la remuneración de los administradores deberá en todo caso guardar una proporción razonable con la importancia de la sociedad, la situación económica que tuviera en cada momento y los estándares de mercado de empresas comparables. El sistema de remuneración establecido deberá estar*

---

*cargo y el sistema de retribución, si la tuvieren. Salvo disposición contraria de los estatutos la retribución correspondiente a los administradores será igual para todos ellos*”, in <https://www.boe.es/>.

<sup>281</sup> V. C.M.S. ALBINANA, S. DE LEZO, *Comentario práctico a la nueva normativa de Gobierno Corporativo. Ley 31/2014, de reforma de la Ley de Sociedades de Capital*, Dykinson, 2015, 109 ss.



*orientado a promover la rentabilidad y sostenibilidad a largo plazo de la sociedad e incorporas las cautelas necesaria para avitar la asunciòn excesiva de riesgos y la recompensa de resultado desfavorables”.*

Pertanto, secondo il dettame del suddetto comma, la *proporción razonable della remuneracion de los administradores* dovrà necessariamente essere valutata in relazione a: (i) *la importancia de la sociedad*, (ii) *la situación económica que tuviera en casa momento*, (iii) *los estándares de mercado de empresas comparables*.

Ciò non toglie, tuttavia, che tale formulazione possa essere messa in discussione: da un lato, perché include elementi di soggettività che possono svolgere ruoli molto diversi negli infiniti tipi di società esistenti; dall’altro, perché le conseguenze di un’eventuale violazione dei suddetti requisiti materiali non sono chiare.

In breve, non sarà sempre possibile soddisfare adeguatamente questi requisiti, basti solo pensare alle aziende che vertono in situazioni di crisi che richiedono un alto livello di dedizione al proprio organo di gestione, in misura nettamente superiore a quello di un’azienda che verte, invece, in una situazione di stabilità. Ciò detto, non vi è dubbio che l’obiettivo finale perseguito dalla norma sia costruttivo e positivo e che, di conseguenza, interpretato caso per caso, debba essere accolto nello scopo sociale<sup>282</sup>.

### **3. I CODICI DI *BUEN GOBIERNO***

Lontano dalla sfera normativa, numerose sono stati i progetti diretti a correggere il sistema vigente della remunerazione degli amministratori, con l’auspicio di rendere

---

<sup>282</sup> V. C.M.S. ALBINANA, S. DE LEZO, *op. cit.*

il sistema stesso maggiormente efficace, funzionante e trasparente agli occhi del mercato.

Infatti, la riforma fin qui analizzata è stata il risultato di una serie di interventi giuridici preparatori da cui ha tratto ispirazione.

Primo tra tutti è stato il *Código Olivencia*<sup>283</sup> del 26 febbraio 1998, il quale, nonostante i buoni propositi del legislatore nel voler migliorare l'applicazione del principio di trasparenza, non ha raggiunto il suo scopo.

Un mandato governativo approvò su iniziativa della *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV) la creazione di un Comitato per elaborare un codice di *best practice* per le società quotate, supportato dalla contestuale introduzione di altre riforme volte a modernizzare il sistema imprenditoriale, a liberalizzare il mercato e a privatizzare le imprese statali. L'adesione alle raccomandazioni del codice è stata opzionale più che tassativa. Come altri codici, esso stabiliva delle raccomandazioni – alcune simili a quelle contenute nel *Cadbury Report*<sup>284</sup>– sulla responsabilità, la struttura e l'organizzazione del consiglio di amministrazione con l'obiettivo di migliorare il suo ruolo di monitoraggio e controllare la diffusione delle informazioni.

Nonostante questo codice non sia stato pienamente attuato, bisogna sottolineare che ha dato corso ad uno nuovo assetto della materia, con particolar riferimento alla

---

<sup>283</sup> V. M. OLIVENCIA, *Report, Código de Buen Gobierno* (Informe Olivencia), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, in CNMV, Madrid, 1998; M. OLIVENCIA, *La remuneración de los administradores y el código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*, in AA.VV., *La retribución de los administradores en las sociedades cotizadas. Estudio especial de las opciones sobre acciones y otros derechos referidos a las cotizaciones*, Madrid, 2003, 31 ss.

<sup>284</sup> V. A. CADBURY, *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London, Gee Publishing, 1992.

necessità di predisporre un comitato per le retribuzioni e alla specificazione delle competenze del comitato stesso sensibilizzando l'adozione di una politica societaria – soprattutto in materia di compensi – di lungo periodo.

Il rimodellamento globale della *corporate governance* insieme alla mancanza di conformità con il *Codigo Olivencia* e alla debolezza rilevata dai professionisti nella sua stesura, hanno portato alla creazione nel luglio 2002 di una nuova commissione il cui obiettivo principale era la ricerca di un equilibrio tra un regolamento finalizzato alla tutela legale dei diritti degli azionisti e alla massima autoregolamentazione possibile delle società quotate. A questo principio di libertà se ne aggiungono altri che da esso si possono, quali i principi di trasparenza, lealtà e diligenza.

Dal lavoro di questa seconda commissione, nel 2003 è nato l'*Informe Aldama*, il quale, muovendosi nella stessa direzione del *Codigo Olivencia* di una regolazione sempre più trasparente, prevedeva la costituzione di un comitato per le norme e la remunerazione con il compito di delineare i confini programmatici delle politiche retributive del consiglio di amministrazione e dei *top manager*. *Dossier* questo che ha portato all'adozione della legge c.d. *Transparencia*<sup>285</sup> all'interno della quale si prevedeva l'obbligo per le società quotate di presentazione di una relazione sulla *corporate governance* che rappresentasse nel dettaglio la remunerazione dei consiglieri (art. 116.4.b., LMV), ma non anche il tipo di modello adottabile oltre

---

<sup>285</sup> V. A. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, *Il conflitto di interessi dell'amministratore nell'ordinamento spagnolo*, in *L'attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario italiano e spagnolo a confronto*, A. SARCINA, J.A. GARCIA CRUCES (a cura di), Bari, 2010; J.M. GARRIDO, *op. cit.*

che la cessione di azioni della società ai consiglieri in quantità commisurata al valore dell'azione (*stock option*).

Tuttavia, anche questo codice, sebbene abbia fornito agli investitori maggiore sicurezza e informazioni, non ha portato a importanti miglioramenti sul piano della *corporate governance* rispetto al Codice precedente. Non ha approfondito alcune questioni fondamentali come l'indipendenza degli amministratori e la concentrazione del potere di CEO e Presidente, entrambi trattati in modo molto ampio nel mondo anglosassone. Tant'è che nel 2002 è stata pubblicata la *ley Financiera 44/2002* sulle misure per la riforma del sistema finanziario, che regolava l'obbligo di istituire un comitato di revisione contabile per le società quotate e sistematizzava il regime legale per la revisione dei conti e regole di condotta nei mercati azionari.

Sempre nella visione di una regolazione ancor più trasparente e con l'intento di armonizzare e aggiornare le raccomandazioni dei precedenti codici, oltre che con l'idea di formulare raccomandazioni complementari, nel 2006 è stato approvato il *Código Unificado de Buen Gobierno*<sup>286</sup> (CUBG) – poi modificato nel 2009 e successivamente nel 2013 – che riconosce al consiglio di amministrazione la sede naturale di determinazione delle politiche retributive.

Politica retributiva che, ai sensi della raccomandazione n. 35 del CUBG, avrebbe dovuto riguardare: “A) *Importe de los componentes fijos, con desglose, en su caso,*

---

<sup>286</sup> V. R. MATEU DE ROS, *El Código Unificado de Gobierno Corporativo*, 2007, 186 e 317 ss.; C. PAZ-ARES, *El enigma de la retribución de los consejeros ejecutivos*, in *RMV*, 2008, 2, 15 ss.; M.M. SÁNCHEZ ÁLVAREZ, *¿Debe modularse la doctrina del TS y de la DGRN sobre la retribución de los administradores a la luz del art. 35.D) del CUBG?*, in *RdS*, 28, 2007, 297 ss.; L.A. VELASCO SANPEDRO, *Retribuciones de consejeros y altos directivos*, in *RdS*, 2006, 27, 137 ss.

*de las dietas por participación en el Consejo y sus Comisiones y una estimación de la retribución fija anual a la que den origen; B) Conceptos retributivos de carácter variable, incluyendo, en particular: (i) Clases de consejeros a los que se apliquen, así como explicación de la importancia relativa de los conceptos retributivos variables respecto a los fijos; (ii) Criterios de evaluación de resultados en los que se base cualquier derecho a una remuneración en acciones, opciones sobre acciones o cualquier componente variable; (iii) Parámetros fundamentales y fundamento de cualquier sistema de primas anuales (bonus) o de otros beneficios no satisfechos en efectivo; y (iv) Una estimación del importe absoluto de las retribuciones variables a las que dará origen el plan retributivo propuesto, en función del grado de cumplimiento de las hipótesis u objetivos que tome como referencia; C) Principales características de los sistemas de previsión (por ejemplo, pensiones complementarias, seguros de vida y figuras análogas), con una estimación de su importe o coste anual equivalente; D) Condiciones que deberán respetar los contratos de quienes ejerzan funciones de alta dirección como consejeros ejecutivos, entre las que se incluirán: (i) Duración; (ii) Plazos de preaviso; y (iii) Cualesquiera otras cláusulas relativas a primas de contratación, así como indemnizaciones o blindajes por resolución anticipada o terminación de la relación contractual entre la sociedad y el consejero ejecutivo”.*

In relazione poi alla distribuzione delle competenze e al percorso di determinazione delle remunerazioni la raccomandazione n. 57<sup>287</sup> del CUGB riconosce al consiglio

---

<sup>287</sup> “Que corresponda a la Comisión de Retribuciones, además de las funciones indicadas en las Recomendaciones precedentes, las siguientes: 1. Proponer al Consejo de Administración: (i) La política de retribución de los consejeros y altos directivos; (ii) La retribución individual de los consejeros ejecutivos y las demás condiciones de sus contratos; (iii) Las condiciones básicas de los

di amministrazione il compito di proporre le politiche retributive al comitato retribuzioni, oltre che alla *Junta* ordinaria il potere decisionale in materia.

### **3.1. IL CÒDIGO UNIFICADO DE BUEN GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS DEL 2015**

A seguito della riforma della *Ley* 31/2014, il legislatore ha ritenuto di dover adeguare anche il *Código de buen gobierno*, trasformandolo nel *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas* (CBGSC)<sup>288</sup> all'interno del quale ha previsto 64 raccomandazioni divise in tre blocchi – specificatamente: *aspectos generale*, *Junta general de accionistas* e *Consejo de administración* – ciascuno dei quali è accompagnato da 25 principi da cui trarre ispirazione.

Codice che si ispira al principio del “*cumplir o explicar*”, prevedendo una serie di raccomandazioni che non sono vincolanti ma la cui conformità o meno con le *joint venture* deve essere spiegata nella relazione annuale sul governo societario e che rappresenta uno dei progetti più attesi e uno dei documenti più dirompenti nel governo societario. Il Codice è uno degli elementi essenziali del progetto generale per la riforma delle diverse normative sul buon governo promosso dal governo spagnolo ha promosso, e che evidenzia anche la legge sulle società di capitali dedicata ad elevare alcuni dei principi raccolti nei codici precedenti.

I nove anni dalla precedente edizione del Codice di *buen gobierno* sono stati

---

*contratos de los altos directivos. 2. Velar por la observancia de la política retributiva establecida por la sociedad*”, disponibile su [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo\\_unificado\\_Esp\\_04.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_unificado_Esp_04.pdf)

<sup>288</sup> Approvato dal *Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores* in data 18 febbraio 2015.

caratterizzati dalla crisi economica e finanziaria; una crisi alla radice della quale vi erano importanti errori nelle pratiche di governo societario di alcune società. In questi anni, gli investitori, i mercati e l'opinione pubblica come espressione della percezione della società hanno aumentato il loro livello di esigenza sul governo societario e la loro capacità di rispondere in modo responsabile e trasparente alle loro azioni, decisioni e modalità di atto. Questa circostanza ha necessariamente influenzato l'approccio delle novità presentate dal nuovo Codice sviluppato con lo scopo di *“mejorar la eficacia y responsabilidad en la gestión de las sociedades españolas y, al tiempo, situar los estándares nacionales al más alto nivel de cumplimiento comparado de los criterios”*.

Compiendo una brevissima analisi circa le principali novità introdotta nella normativa societaria emerge quanto segue.

Tra le principali novità relative agli *aspectos generales (Recomendación 1-5)* si possono evidenziare: (i) le emissioni e l'esclusione del diritto di sottoscrizione preventiva. Si raccomanda al *Consejo de administración* di presentare alla *Junta general de accionistas* una proposta di delega di poteri per l'emissione di azioni convertibili e obbligazioni escludendo il diritto di sottoscrizione preventiva per un importo superiore al 20% del capitale al momento della sottoscrizione; (ii) una politica di comunicazione. Si raccomanda che la società definisca, promuova e pubblichi una politica di comunicazione e di contatto con azionisti, investitori istituzionali e consulenti di voto (rispettando le regole degli abusi di mercato) dando un trattamento simile agli azionisti che si trovano nella stessa posizione.

Tra i principali sviluppi relativi alla *Junta general de accionistas (Recomendación 6-11)* si rinvencono: (i) la promozione della trasparenza informale, seguita delle

raccomandazioni del Codice, dalla politica sui premi di assistenza, dalle nuove proposte di accordo o qualifiche nelle relazioni di *audit*; (ii) l'indicazione delle informazioni che queste società devono pubblicare sul sito *Web*; (iii) le raccomandazioni volte a facilitare l'esercizio dell'assistenza agli azionisti e dei diritti di partecipazione.

Nell'ultimo blocco dedicato al *Consejo de administraciòn (Recomendaciòn 12-64)* si evidenzia come le raccomandazioni ivi contenute rappresentino in realtà l'intervento legislativo maggiore. In particolare, il legislatore ha ritenuto di sottolineare la necessità di coinvolgere il *Consejo* nella vita della società, rafforzandone il ruolo di supervisore e promuovendone l'indipendenza nella gestione.

Principalmente il *Consejo de administraciòn* dovrà: essere composto per almeno la metà da amministratori indipendenti (rec. 17) e riunirsi almeno otto volte l'anno (rec. 26); conciliare l'interesse sociale con quello dei suoi dipendenti e delle altre parti interessate (rec. 12); conoscere degli affari sociali; promuovere un'adeguata politica di responsabilità sociale orientata alla creazione di valore; ogni tre anni sarà chiamato a valutare il proprio operato con il supporto di un consulente esterno indipendente (rec. 36).

Da ultimo in relazione al tema della remunerazione – che qui interessa – il *Consejo de administraciòn* dovrà in generale attrarre e mantenere gli amministratori del profilo desiderato, ma non così in alto da compromettere l'indipendenza degli amministratori non esecutivi. Inoltre, i loro compensi non prevedono l'adozione del sistema della remunerazione variabile legata all'andamento della società, nonché della consegna di azioni o strumenti finanziari riferiti al loro valore e ai sistemi di



risparmio e previdenziali (rec. 61,62). Norma questa che rinviene la sua eccezione nel momento in cui viene applicata ai *consejeros ejecutivos*<sup>289</sup> laddove per questi ultimi si prevede che: (i) la percezione della remunerazione variabile sarà stabilita sulla base di criteri che sono correlati alla loro *performance*, possono essere misurati e promuovere la sostenibilità della società<sup>290</sup>; (ii) una percentuale sarà collegata alla consegna di azioni o strumenti finanziari riferiti al loro valore (con limiti al loro trasferimento<sup>291</sup>).

---

<sup>289</sup> Recomendación 57, “*Que se circunscriban a los consejeros ejecutivos las remuneraciones variables ligadas al rendimiento de la sociedad y al desempeño personal, así como la remuneración mediante entrega de acciones, opciones o derechos sobre acciones o instrumentos referenciados al valor de la acción y los sistemas de ahorro a largo plazo tales como planes de pensiones, sistemas de jubilación u otros sistemas de previsión social. Se podrá contemplar la entrega de acciones como remuneración a los consejeros no ejecutivos cuando se condicione a que las mantengan hasta su cese como consejeros. Lo anterior no será de aplicación a las acciones que el consejero necesite enajenar, en su caso, para satisfacer los costes relacionados con su adquisición*”, disponibile su [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo\\_buen\\_gobierno.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_buen_gobierno.pdf)

<sup>290</sup> Recomendación 58, “*Que en caso de remuneraciones variables, las políticas retributivas incorporen los límites y las cautelas técnicas precisas para asegurar que tales remuneraciones guardan relación con el rendimiento profesional de sus beneficiarios y no derivan solamente de la evolución general de los mercados o del sector de actividad de la compañía o de otras circunstancias similares. Y, en particular, que los componentes variables de las remuneraciones: a) Estén vinculados a criterios de rendimiento que sean predeterminados y medibles y que dichos criterios consideren el riesgo asumido para la obtención de un resultado. b) Promuevan la sostenibilidad de la empresa e incluyan criterios no financieros que sean adecuados para la creación de valor a largo plazo, como el cumplimiento de las reglas y los procedimientos internos de la sociedad y de sus políticas para el control y gestión de riesgos. c) Se configuren sobre la base de un equilibrio entre el cumplimiento de objetivos a corto, medio y largo plazo, que permitan remunerar el rendimiento por un desempeño continuado durante un periodo de tiempo suficiente para apreciar su contribución a la creación sostenible de valor, de forma que los elementos de medida de ese rendimiento no giren únicamente en torno a hechos puntuales, ocasionales o extraordinarios*”,  
disponibile su [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo\\_buen\\_gobierno.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_buen_gobierno.pdf)

<sup>291</sup> Recomendación 62, “*Que una vez atribuidas las acciones o las opciones o derechos sobre acciones correspondientes a los sistemas retributivos, los consejeros no puedan transferir la propiedad de un número de acciones equivalente a dos veces su remuneración fija anual, ni puedan ejercer las opciones o derechos hasta transcurrido un plazo de, al menos, tres años desde su atribución. Lo anterior no será de aplicación a las acciones que el consejero necesite enajenar, en su caso, para satisfacer los costes relacionados con su adquisición*”, disponibile su [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo\\_buen\\_gobierno.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_buen_gobierno.pdf)

Da quanto fin qui esposto è chiaro come il *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas* si è rivelato un passo necessario al fine di migliorare l'implementazione delle regole e dei principi racchiusi nei codici di condotta alla luce delle raccomandazioni introdotte dalla *Ley 31/2014* in materia di retribuzione degli amministratori. E come la *Ley de Sociedades de Capital*, il *Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*, il *Código Penal* e la *Ley de Auditoría* (in materia di revisione contabile) abbiano garantito maggiore trasparenza all'attività professionale degli amministratori, ampliando al contempo le responsabilità richieste e la gamma di rischi ai quali sono esposti, essendo in grado di rispondere, anche, con i loro beni e affrontare responsabilità molto onerose, anche se la decisione adottata non è malevola.

## CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Nell'ambito del tema della remunerazione degli amministratori, il *say on pay*, quale meccanismo capace di gestire il conflitto di interessi sotteso alla determinazione di siffatta remunerazione, costituisce uno strumento ormai largamente impiegato nonché dibattuto, con evidenze che, sebbene ne suggeriscano una qualche efficacia, parimenti non nascondo problematicità ed ipocrisie correlate.

Coloro che ne rimarcano l'efficacia sostengono che l'istituto è in grado di aumentare la "sensibilità" della retribuzione dei *manager* rispetto alle loro *performance*<sup>292</sup>, migliorando la trasparenza e la responsabilità nei confronti degli azionisti.

Dall'altra parte, coloro che appaiono più scettici, enfatizzano i limiti del *say on pay* rimarcando come l'informazione sulle politiche di remunerazione è sovente poco più di una graziosa cortesia, giacché le decisioni sulle remunerazioni sono o estranee all'assemblea o non valutate consapevolmente dall'organo. Per contro, il compito di allineare gli interessi degli amministratori con quelli degli azionisti è in buona parte già assolto dagli strumenti di strutturazione dei piani di remunerazione – e il *say on pay* poco aggiunge, se non il rischio che l'approvazione delle politiche sul punto scarichi di responsabilità quanti hanno in concreto indotto l'assemblea a tali determinazioni o più spesso tali decisioni hanno in realtà assunto.

---

<sup>292</sup> V. L.A. BEBCHUK, A.T. FRIEDMAN, W.J. FRIEDMAN, *Empowering shareholders on executive compensation: hearing on H.R. 1257 before the House Committee on Financial Services*, 110th Cong. 68, 2007, consultabile on line sul sito [www.gpo.gov](http://www.gpo.gov); F. FERRI, D.A. MABER, *op. cit.*

Né si può tacere del fatto che se gli azionisti non sono in grado di comprendere e valutare appieno un piano di remunerazione, il rischio è che lo strumento del voto sulle politiche non solo sia poco utile ma addirittura dannoso; tanto con il rischio di ridurre eccessivamente i compensi e rendere poco appetibili le posizioni o comunque di incidere sull'efficienza dell'operato o, semplicemente, assecondare interessi particolari e speciali<sup>293</sup>.

Tuttavia, altra dottrina ha evidenziato come l'ipotesi di un allineamento strutturale degli interessi degli amministratori con quello degli azionisti sia non solo una chimera, per i noti costi di *agency* non del tutto eliminabili, ma sfugga pure a una concreta realizzazione nella realtà: non è affatto raro rinvenire tanto eccessi nelle remunerazioni quanto veri e propri errori di calcolo e pagamento. In questo contesto, se il *say on pay* aspira ad essere uno strumento a disposizione degli azionisti per esprimere al meglio la loro opposizione agli episodi di potenziale opportunismo ad opera degli amministratori, poco può nella concreta gestione di strutture di remunerazioni opache o scarsamente intellegibili.

Se si intende poi verificare il paradigma per cogliere i *trend* punto di partenza dovrà essere – come ampiamente illustrato – il Regno Unito, primo ordinamento a introdurre un sistema rafforzato di *disclosure* delle remunerazioni e di obblighi procedurali rispetto alle politiche di remunerazione. In risposta a un'ondata di preoccupazione dell'opinione pubblica in ordine all'eccessiva retribuzione seguita alla privatizzazione dei servizi pubblici, nel 1995 il *Greenbury Report* ha spinto

---

<sup>293</sup> V. S. KAPLAN, *Empowering shareholders on executive compensation: hearing on H.R. 1257 before the House Committee on Financial Services*, 110th Cong. 126, 2007, consultabile on line sul sito <http://www.gpo.gov>; J.N. GORDON, “*Say on pay*”, cit., 323-341.

verso un miglioramento della *disclosure* sulla retribuzione degli *executive directors*, attraverso una serie di azioni volte a facilitare il monitoraggio degli investitori su quanti fossero chiamati a gestire le società. L'informazione, in quest'ottica, attiva e permette il controllo di coloro che per primi sono interessati, gli investitori appunto.

Più tardi, a seguito dell'*Higgs Report*, il perimetro della *disclosure* è stato ampliato agli amministratori non esecutivi. I principi alla base dell'autoregolamentazione sono stati quindi integrati nella normativa vigente dal 2002, quando la DRR è stata resa obbligatoria per le società quotate nel Regno Unito, prevedendo un'ampia *disclosure* dei pacchetti di remunerazione dei *directors*, inclusi i pacchetti di fine rapporto – unitamente a un'indicazione specifica di tutti i consulenti esterni del comitato per le remunerazioni e a una dettagliata illustrazione dei criteri alla base delle scelte della politica di remunerazione. Inoltre, la nuova legislazione ha introdotto un voto obbligatorio sul DRR in ciascuna AGM, ma con la previsione che nessun pacchetto retributivo potesse essere subordinato ad esso – un voto in realtà non vincolante, che si traduce così nella semplice espressione di fiducia o sfiducia nella politica della società.

L'esperienza favorevole del *say on pay* nel Regno Unito ha attirato l'attenzione di diverse altri ordinamenti, in particolare quella degli Stati Uniti. Nel gennaio 2011, come prescritto dal *Dodd-Frank Act*, la SEC ha adottato regole per le quali tutte le *public companies* statunitensi hanno l'obbligo di sottoporre al voto consultivo degli azionisti il compenso dei *manager*, lasciando alle società la possibilità di determinare se e quando l'intervento (*rectius* voto) degli *shareholders* sia necessario: ogni anno, ogni due anni o ogni tre anni.

Non bisogna, tuttavia, dimenticare come la novità normativa del *Dodd-Frank* è giunta a seguito di un riconoscimento positivo di un *trend* già registrato nelle *public companies* statunitensi le quali, sotto il precedente regime normativo, avevano volontariamente incluso all'interno della propria politica societaria una proposta di *say on pay* per il voto dei loro azionisti.

Nel frattempo, altri sistemi, come Australia, Germania e Belgio, ma anche Paesi Bassi, Svezia, Norvegia e Danimarca hanno adottato norme simili sul *say on pay*. Ad esempio, il tedesco *VorstAG* (atto per l'adeguatezza del comitato esecutivo compenso dei membri), approvato nel 2010, ha previsto un sistema facoltativo (ma ampiamente implementato) in base al quale gli azionisti delle società quotate vengano chiamati ad esprimere un voto non vincolante sulle politiche di remunerazione e sui pacchetti assegnati agli amministratori. La legge ha aggiunto anche alcune disposizioni relative alla necessità di un adeguato rapporto tra remunerazione e *performance*, nonché sul periodo di maturazione minimo per le *stock options*. Inoltre, al consiglio di vigilanza ha conferito il potere di adeguare i livelli di remunerazione in base alla situazione di volta in volta riscontrata nell'azienda.

Un altro esempio è il Belgio, dove fino al 2011, i voti sulla remunerazione sono stati espressi solo su piani di compensazione basati su azioni. Con la nuova legislazione – la c.d. riforma sul governo societario e la remunerazione degli amministratori – tutte le società quotate sono ora soggette a un voto obbligatorio non vincolante sulle relazioni in tema di remunerazione da presentare ogni anno – a partire dalle assemblee annuali del 2012. La legge prevede, inoltre, un voto

obbligatorio e vincolante per gli azionisti nel caso in cui una società si discosti da alcune *best pratics* sulla retribuzione variabile.

Un ordinamento in cui è presente da molto tempo – sin dal 2005 – un voto non vincolante sulla retribuzione degli amministratori e la cui normativa è stata successivamente rafforzata attraverso un *test* “*two strikes*” è l’Australia. Come rimarcato, ai sensi degli emendamenti da 250R a 250U-V del *Corporations Act* 2001, una volta che una società abbia ottenuto due voti negativi consecutivi (che rappresentino oltre il 25% del suo capitale) alla relazione sulla remunerazione, tutte le posizioni del consiglio di amministrazione necessitano di una conferma mediante una delibera *ad hoc* degli azionisti.

Volgendo lo sguardo verso il Sudafrica, si può notare come sebbene agli azionisti sia ora concesso un diritto di voto sulla determinazione della remunerazione dei *manager*, tali voti possono diventare uno strumento efficace solo se accanto al potere di richiedere una riduzione della retribuzione ritenuta eccessiva vi sia un’adeguata informativa – elemento che, come detto, al momento non vede un’effettiva garanzia a livello positivo. La Nigeria, tra i Paesi con economie in sviluppo, fornisce una buona base per la valutazione degli sforzi compiuti nel tentativo di dare un nuovo e migliore equilibrio tra la remunerazione percepita dagli amministratori e gli obiettivi sociali raggiunti. Essa, infatti, rappresenta un centro di attività aziendale in rapida espansione nel continente africano e può ben fornire informazioni sulle sfide che i mercati emergenti affrontano nell’adottare strategie sulla remunerazione degli amministratori, soprattutto a fronte di diseguaglianze e tensioni sociali. Il legislatore nigeriano con il CAMA del 2004 ha stabilito che anche laddove lo statuto abbia fissato la remunerazione degli amministratori, può

ancora essere modificato dagli azionisti nell'assemblea della società; ma anche e soprattutto che laddove gli amministratori ricevono una remunerazione non approvata dall'assemblea degli azionisti, possono essere ritenuti responsabili. Non solo; nel 2011 il medesimo legislatore ha poi tentato di individuare le migliori pratiche di governo societario che meglio potessero adattarsi al proprio sistema. Tuttavia, con il codice SEC il legislatore nigeriano si è limitato a suggerire che il livello di remunerazione dovrebbe essere tale da attrarre, motivare e trattenere persone qualificate, nonché a richiedere alle aziende di elaborare politiche ben strutturate in materia di remunerazione al fine di definire gli *standard* e i meccanismi per determinare il livello di remunerazione e in che misura essa sia collegata alla *performance* aziendale e individuale. Tra l'altro il Codice SEC conferisce agli amministratori e al comitato per la remunerazione i poteri per la determinazione della propria remunerazione, e non già, come richiesto dal CAMA, all'AGM – generando così un conflitto tra le due norme.

Solo nel 2016 con l'emanazione del NCCG si è compiuto un passo verso la correzione dei codici in materia di governo societario e delle relative antinomie.

Resta, tuttavia, evidente, come l'unico tentativo serio di riformare i compensi dei *manager* non è risultato adeguato al raggiungimento dello scopo, disvelando un iato tra le aspirazioni e le tensioni da un lato e quanto in concreto viene realizzato, probabilmente anche in ragione della forza in termini di lobbying dei gruppi a ciò controinteressati.

Come noto e rappresentato *supra*, anche l'ordinamento spagnolo ha intrapreso, agli inizi degli anni '70 del secolo scorso un processo di modernizzazione del sistema



societario, e in particolar modo di quello delle società quotate. Processo di modernizzazione che tutt'ora non può dirsi completato.

Infatti, solo nel 2003, con l'emanazione della *ley* n. 286, il legislatore spagnolo ha introdotto per le società quotate l'obbligo di trasparenza e di istituzione presso le stesse di un IAGC, con obbligo di diffondere informazioni circa le caratteristiche del sistema di gestione dei rischi adottato dalla società, nonché della sua struttura e delle regole di *governance*.

Con specifico riferimento alle società quotate e alla remunerazione degli amministratori, la *ley* 31/2014, da un lato stabilisce che la politica di remunerazione sia approvata dall'assemblea ogni tre anni, dall'altro, che l'assemblea sia chiamata ad esprimere un voto a carattere consultivo su di un documento annuale informativo in relazione alla remunerazione elargita ai consiglieri della società stessa.

Attraverso il nuovo terzo comma dell'art. 217 LSC viene attribuito all'assemblea degli azionisti il potere di determinare l'importo massimo della remunerazione annuale per tutti gli amministratori. Ma nelle società quotate, il compito di determinare, parametrare e controllare la politica di remunerazione degli amministratori, oltre che la composizione dei compensi, i termini e le condizioni principali del contratto è assegnato alla *junta general de accionistas*. Evidente quindi il rafforzamento dello strumento che pone tale scelta più vicina all'estremo dello spettro che corra dal voto consultivo al potere di determinare; quasi che, giunto più tardi, il legislatore spagnolo abbia appunto beneficiato dei risultati non pienamente soddisfacenti di scelte meno penetranti e abbia riconosciuto la fondatezza di alcune critiche mosse allo strumento.

L'obiettivo della riforma societaria spagnola non è stato solo quello di raggiungere una maggiore trasparenza nella determinazione ma soprattutto migliorare la capacità del sistema di pervenire a una remunerazione più adattata, maggiormente calibrata rispetto alle concrete *performace* e alla situazione del mercato, attraverso appunto una differente regolamentazione della procedura per l'approvazione della remunerazione. In tal senso, il legislatore spagnolo non ha esitato nemmeno a introdurre all'interno dell'art. 127.2 LSC, anche se senza carattere di "*numerus clausus*", i diversi sistemi di remunerazione che lo statuto di ciascuna società può prevedere; oltre a determinare i criteri di composizione del compenso.

Pertanto, una volta stabiliti i richiamati criteri all'interno dello statuto e il sistema di remunerazione, ove appropriato, sarà compito della *junta general* determinare l'importo massimo complessivo che tutti gli amministratori insieme riceveranno ogni anno. Importo massimo che rimarrà in vigore fino a quando l'assemblea non delibererà diversamente, con la possibilità pure che venga espressamente stabilito che la distribuzione della remunerazione tra i diversi amministratori sia concordata da questi. La remunerazione degli amministratori deve, comunque, essere adeguata alla situazione economica della società, alle funzioni e alle responsabilità ad essi attribuite; e il sistema di remunerazione che dovrebbe mirare a promuovere la redditività e la sostenibilità della società a lungo termine.

Ma vi è di più. Al limite più rigido dello spettro non vincolante/vincolate del sistema si pongono per precettività ordinamenti quale quello dei Paesi Bassi che ha introdotto voti vincolanti per gli azionisti sulle politiche di remunerazione già nel 2004, e quali quelli svedese, dal 2006, danese e norvegese, a partire dal 2007.

Da ultimo, per quanto attiene all'ordinamento italiano, alla luce delle due raccomandazioni pubblicate dalla Commissione europea nel 2004 e nel 2009, è stata introdotta una nuova regolamentazione volta ad ampliare la *disclosure* sulla remunerazione degli amministratori delle società quotate attraverso la relazione obbligatoria sulla remunerazione. Gli obblighi di *disclosure* riguardano non solo le somme ricevute dall'impresa stessa, ma anche quelle ricevute da società controllate e affiliate della società quotata; e più in generale sussiste anche per tutte le componenti della remunerazione in cui il pacchetto è suddiviso.

Il nuovo regolamento Consob sull'informativa sulla remunerazione arricchisce notevolmente le informazioni disponibili al pubblico rispetto al regime previgente. Al pari di quanto rimarcato è evidente l'implementazione del modello, se è vero che, prima dell'emanazione del nuovo regolamento Consob, mancavano del tutto le informazioni sui principi e sulle procedure generali di remunerazione.

In secondo luogo, si è pure rilevato come i dati sulla remunerazione riconosciuta erano solo parzialmente disponibili in base alla regolamentazione precedente – l'estensione da questo punto di vista è apprezzabile (si pensi al salario variabile non azionario individuale) come pure lo è il miglioramento della qualità delle informazioni rese (si consideri la necessità di comunicare separatamente ogni singola base azionaria del piano di compensazione).

Ebbene, è evidente come le vicissitudini storiche e gli scandali finanziari abbiano fatto emergere ancor di più la complessità della tema della remunerazione lasciato alla competenza dell'organo di gestione, nonché evidenziato come il vasto squilibrio informativo tra i *manager* e gli azionisti abbia frequentemente agevolato condotte degli amministratori in conflitto di interessi, in cui l'interesse al possibile

profitto personale è rimasto distante, se non proprio in contrasto, con l'interesse al buon andamento societario.

Vero è che a ogni crisi economica o scandalo di dimensioni rilevanti, il dibattito sul punto ha ripreso vigore. Il rafforzamento dello strumento, allora, è apparso quello di procedere lungo una linea crescente ma anche procedere quasi a scatti, ferma qualche fuga in avanti, si direbbe. La maggior parte degli ordinamenti, infatti, è intervenuta dapprima sul procedimento di adozione delle politiche di remunerazione, da un lato, enfatizzando il ruolo degli amministratori indipendenti, dall'altro, attribuendo all'assemblea dei soci il diritto di voto sulla politica di remunerazione; per poi entrare nel merito della struttura della *executive compensation*, premendo per una standardizzazione del contenuto che ne incrementasse la trasparenza e la immediata intellegibilità, fino alla fissazione di un tetto massimo alle stesse remunerazioni o di limiti tra componente fissa e variabile. Scelta quest'ultima che pure non va esente da critiche, giacché l'obiettivo della standardizzazione della remunerazione dei *top manager* appare irrealizzabile anche solo guardando al tipo di settore in cui opera ogni società, al ciclo di *business*, alla struttura proprietaria nonché al grado di diffusione della società sul territorio internazionale. Ciò a tacere dei rischi di un *cap* in termini di perdita di competitività e attrattività della società sul mercato dei *manager*.

Alla luce di tutto ciò, appare più che evidente come, da un lato, ancor più del carattere vincolante o meno del voto assembleare in materia, è la capacità di evincere il rapporto tra i compensi erogati agli amministratori sulla base della politica di remunerazione approvata e le *performance* raggiunte dalla società di appartenenza a rappresentare il vero punto utile, l'elemento per valutare l'operato

degli amministratori e l'adeguatezza delle politiche di remunerazione nonché per rimodulare, se del caso, i compensi spettanti. Dall'altro, ulteriore punto nodale è la capacità di realizzazione di un corretto bilanciamento tra una remunerazione competitiva, in grado di attirare i *manager* "forti", e una remunerazione eccessiva, cui tenderebbero i *manager* qualora non avessero controlli e vincoli.

Quale nota di sottofondo, comune a qualsivoglia scelta rimane il problema della effettiva idoneità di un'assemblea, particolarmente in assenza di *blockholder*, ad assumere decisioni consapevoli sulle politiche di remunerazione, vuoi per le competenze tecniche richieste, vuoi per la qualità di un'informazione comunque gestita da coloro, gli amministratori il cui conflitto di interessi si intende così risolvere, vuoi per la capacità degli stessi amministratori di influenzare la decisione. D'altro canto, la storia stessa degli strumenti di gestione di siffatto conflitto di interessi è costellata da strumenti di volta in volta rimirati con incolpevole o colpevole ingenuità e supportati da un fideistico consenso. In un primo momento, con le *stock option* è sembrato potersi fortemente ridurre questi costi di *agency*; ciò salvo poi realizzare che nel medio-lungo periodo tale strumento induceva i *manager* a perseguire una politica di breve periodo, sì da far incrementare il valore delle azioni nel breve periodo e dunque incrementare il valore delle dette *stock option*, senza cura per la sostenibilità e la profittabilità della *business* nel medio-lungo periodo.

Vicenda non dissimile è stata quella vissuta con i comitati per la remunerazione e i suoi amministratori indipendenti, di nuovo promessa panacea di tutti i conflitti sul punto disvelatasi vana.

Orbene, è evidente che nessuno di questi strumenti, e forse nemmeno il *say on pay* è da solo in grado di gestire il conflitto di interessi sotteso al problema della remunerazione degli amministratori.

In altre termini, non possono che essere illusorie le sirene che ciclicamente si affannano nel canto sulla capacità di un istituto, di una strategia di risolvere la questione cancellando il relativo *agency cost*. Esse erano illusorie quando tessevano le lodi delle di *stock option*, tra gli anni '80 e '90 del secolo scorso; lo erano ancora con i *remuneration committee* a cavallo del 2000; e lo sono anche oggi con il *say on pay* – il cui ciclo decennale pure volge verso il suo compimento, mentre la rigidità dei *cap* pone interrogativi tanto significativi quanto quelli che tenta di risolvere.

Occorre, ovviamente, un corretto dosaggio – *rectius* impiego – di tutti gli strumenti a disposizione per avvicinarsi al corretto bilanciamento tra eccesso di rigidità – che fa “allontanare” i *manager* – e eccesso di flessibilità – che rende la remunerazione competitiva ma parimenti non efficiente.

Il corretto bilanciamento richiede verifica continua, informazioni trasparenti, competenze non comuni; nonché pretende che siano prese in considerazione innumerevoli variabili. Tra queste, in particolare l'ordinamento di riferimento, i suoi istituti ma anche gli assetti proprietari del suo mercato – ponendosi la questione in termini assai diversi a seconda se si verta di azionariato diffuso o di *block holders*; ma anche il momento economico, e dunque la sensibilità dimostrata ai mutamenti della situazione economico-finanziaria.

Certo, è evidente il *trend* assunto dallo strumento del *say on pay*, in tutte le sue diverse declinazioni, dalla facoltà di sottoporre la remunerazione al voto

dell'assemblea (con voto che può essere vincolante o meno), fino all'obbligo di richiedere che l'assemblea si esprima (anche qui con possibilità che il voto sia o non sia vincolante). Ciò senza considerare che nello spettro vincolante/non vincolante si trascorre lungo una direttrice che prevede in posizioni intermedie, dalla necessità di motivare la scelta adottata a ulteriori elementi procedurali che ne rafforzino il significato. Nondimeno, lo strumento va chiaramente irrigidendosi, muovendosi verso soluzioni più stringenti, nelle “versioni” adottate più di recente. Discorrere di tendenza al rafforzamento della *disclosure* può quindi risultare generico; la riflessione non coglierebbe nel segno se non considerasse questi aspetti, la tensione o forse l'attrazione che il *trend* sembra avvertire e, soprattutto, i limiti cui va in questo percorso inesorabilmente incontro, tra i quali anche un eccesso di enfasi che si traduca semplicemente nella comoda possibilità per coloro che davvero operano le scelte di scaricare la responsabilità su di un organo assembleare formalmente chiamato a determinare la remunerazione degli amministratori.

All'orizzonte, però, pare distinguersi una nuova rivoluzione, quella che la tecnologia sta già importando nel mercato e nella *corporate governance*. Si pensi solo al profondo cambiamento, finanche di logiche oltre che di funzionamento, che la *blockchain* sta comportando per le assemblee delle società quotate<sup>294</sup>.

Per questo tramite cambieranno anche partecipazione e concreta idoneità alle decisioni degli organi assembleari. Si pensi, ancora, alla possibilità che la tecnologia renda più sensibili le politiche di remunerazione, o meglio le loro capacità di adeguamento all'andamento delle performance e del mercato – per tutti

---

<sup>294</sup> V. P. MATERA, *op. cit.*

il c.d. *real-time accounting* che, attraverso una disponibilità degli stessi *online*, permette un controllo continuo, diffuso dei dati reali in ordine all'andamento dei conti della società e del loro impatto.

Il dibattito così potrebbe essere profondamente innovato in questa decade, mentre, acquisito come irrinunciabile assunto il ruolo della *disclosure*, il *say on pay* volge al termine del proprio paradigma, affiancandosi agli altri strumenti che compongono il mosaico delle *legal strategy* per la riduzione dei costi di *agency*.



## INDICE BIBLIOGRAFICO

### OPERE MONOGRAFICHE, SAGGI E CONTRIBUTI

ABRIANI N., *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in ABRIANI N., CAGNASSO O., MONTALENTI P., AMBROSINI S., *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, COTTINO G. (diretto da), Padova, 2010, 4, 1, 264-348.

ADEGBITE E., *Corporate Governance in Nigeria: Messes, Problems and Puzzles*, in *Journal of Corporate Governance*, 2014, 6, 955-967.

ADELEYE I., *Executive Compensation and Say-on-Pay: Recent Developments and Lessons From Around the World*, in *Journal of Corporate governance*, 2014, 6, 955-967.

ADELEYE I., *Regulation of Executive Compensation in Banking: Key Issues, Trends and Challenges*, in *Journal of Corporate Governance*, 2012, 4.

ALBINANA C.M.S, DE LEZO, S., *Comentario práctico a la nueva normativa de Gobierno Corporativo. Ley 31/2014, de reforma de la Ley de Sociedades de Capital*, Dykinson, 2015.

ALEMBAKIS R., *Two strikes for directors legislation passes Parliament*, in *The Sustainability Report*, 2011.

ALISSA W.M., *Boards' response to shareholders' dissatisfaction: The case of shareholders' say on pay in the UK*, in *Eur. Account. Rev.*, 2015, 24, 727-752.

ALVARO S., LUPINI B., *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, in *Quaderni giuridici CONSOB n. 3 aprile 2013*, 87 ss.

ARMSTRONG C.S., GOW I.D., LARCKER D.F., *The efficacy of shareholder voting: Evidence from equity compensation plans*, in *Journal of Accounting Research*, 2013, 51, 909-950.

ANGELICI C., *Le società per azioni. I principi e problemi*, in *Tratt. Dir. Civ. Comm.*, Milano, 2012.

ANNUNZIATA F., *Art. 114-bis*, in M. FRATINI, G. GASPARRI (a cura di), *Il Testo Unico della finanza*, Torino, 2012.

ANSELMINI L., *Alcune osservazioni in tema di “compenso” degli amministratori mediante “partecipazione agli utili”*, in *Giur. comm.*, 1992.

ARMESTO F., *La retribución de los consejeros*, in BUENO (diretto da.), *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia e la confianza*, Madrid, 2005.

BALSAM S., YIN J., *The impact of say-on-pay on executive compensation*, in *Journal of Accounting and Public Policy*, 2016, 35, 162-191

BARNEY D., *Politics and Emerging Media: the revenge of publicity*, in *Global media journal-Canadian edition*, 2009, 1.

BAUR D.G., *Decoupling from the Owners and Society? An Empirical Analysis of Executing Compensation in Germany*, 2008.

BEBCHUCK L.A., FRIED J.M., *Pay without Performance, The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, in *Industrial & Labor Relations Review*, 2004 (e ID., “Pay without Performance. Overview of the Issues”, in *J. Corp. L.* 2005, 30, 647 ss).

BEBCHUK L.A., FRIEDMAN A.T., FRIEDMAN W.J., *Empowering shareholders on executive compensation: hearing on H.R. 1257 before the House Committee on Financial Services*, 110th Cong. 68, 2007, consultabile on line sul sito [www.gpo.gov](http://www.gpo.gov);

BEGHETTO A., *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2012.

BENDER R., *The Determination of Directors’ remuneration in UK Listed Companies*, London, Centre for Business Performance, ICAEW, 2004.

BENINCAMPI A., CERRONI M., *L’azione di responsabilità degli amministratori esercitata dal collegio sindacale: considerazioni sistematiche e suggestioni comparatistiche*, in P. STANZIONE, P. MATERA, M. PROTO (a cura di), in *Annali del Cersig*, 2019.

BENTIVENGA V., *La remunerazione degli amministratori di società quotate e il nuovo art. 123 ter TUF*, in *Riv. Dir. Imp.*, 2, 2011.

BERLE A., MEANS G., *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York, 1932.

BERCOVITZ RODRÍGUEZ A., CANO, *Il conflitto di interessi dell'amministratore nell'ordinamento spagnolo*, in *L'attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario italiano e spagnolo a confronto*, SARCINA A., GARCIA CRUCES J.A. (a cura di), Bari, 2010.

BOBBIO N., *Comandi e consigli*, in *Riv. Trim. dir. e proc. civ.*, 1961, 369 ss., ora in *Studi per una teoria generale del diritto*, T. GRECO (a cura di), Torino, 2012.

BOFFELLI G., *Remunerare gli amministratori. Compensi, incentivi e governance*, in *I Quaderni della scuola di Alta Formazione*, P. RIVA (diretto da), Milano, 2006, 39, 11 ss.

BONAFINI A.L., *Art. 2389*, in *Amministratori*, GHEZZI F. (a cura di), in *Commentario alla riforma delle società*, MARCHETTI P., BIANCHI L.A., GHEZZI F., NOTARI M. (diretto da), Milano, 2005.

BONAFINI A.L., *I compensi degli amministratori di società per azioni*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2005.

BONELLI F., *Gli amministratori di S.p.A. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Milano, 2013.

BOSCHETTI B., *Soft law e normatività: un'analisi comparata*, in *Riv. Reg. dei Mercati*, 2016, 2.

BOSETTI L., *La corporate governance nell'Unione europea: interventi di armonizzazione e best practices*, Torino, 2017, 41 ss.

BOSETTI L., *Corporate governance e mercati globali*, Milano, 2010.

BRUNO S., BIANCONI F., *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori; procedure, risultati, prospettive*, in *Riv. Soc.*, Milano, 2014, 6, 1299 ss.

CAI J., WALKLING R.E., *Say on pay: Does it create value?*, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2011, 46, 299–339.

CALANDRA BUONAURA V., *Crisi finanziaria, governo delle banche e sistemi di amministrazione e controllo*, in BENAZZO P., CERA M., PATRIARCA S. (diretto da), *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, Torino, 2011.

CAMPOBASSO G. F., *Diritto Commerciale*, in *Diritto delle società*, Torino, 2012, 2.

CAMPOBASSO M., *I compensi dei amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in *Riv. Soc.*, 2011, 710 ss.

CASELLI G., *Vicende del rapporto di amministrazione*, in *Trattato delle società per azioni*, COLOMBO E PORTALE (diretto da), Torino, 1991, 4.

CAPPIELLO S., *La remunerazione degli amministratori, incentivi azionari e creazione di valore*, Milano, 2005.

CARTER M.E., ZAMORA V., *Shareholder remuneration votes and CEO compensation design*, in *AAA 2008 MAS Meeting Paper*, 2007.

CASELLI G., *Vicende del rapporto di amministrazione*, in *Tratt. Soc. per azioni*, COLOMBO G. E., PORTALE G. B. (diretto da), Torino, 1991, 4.

CASTELLS R., *I controlli nella sociedad anónima in Spagna*, in AA.VV. TOMBARI U. (a cura di), *Corporate governance e sistema dei controlli nella s.p.a.*, Torino, 2013.

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*, 2011, 9.

CHALMERS K., KOH P.S., STAPLEDON G., *The determinants of CEO compensations: rent extraction or labour demand*, in *The British Accounting Review*, 2006, 38.

CIANCI A.M., FERNANDO G.D., WERNER E.M., *The differential CEO dominance – compensation and corporate governance – compensations relations: Pre and post SOX*, in *Advances in Accounting*, 2011.

CODAZZI E., *Il voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli amministratori: la disciplina italiana e il modello comunitario di "Say on Pay"*, in *Riv. ODC*, 2016, 2.

CONYON M.J., SADLER G., *Shareholder voting and directors' remuneration report legislation: Say on pay in the UK*, in *Corporate Governance: An International Review*, 2010, 18.

CONYON M.J., PECK S.I., *Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation*, in *ACAD MANAGE J*, April 1, 1998, 41.

CORE J., GUAY W., *Executive equity compensation and incentives: A survey*, in *Federal reserve Bank of New York Economic Policies Review*, 2003, 9.

COSTANZO P., PRIORI M., SANGUINETTI A., *Governance e tutela del risparmio*, Milano, 2007.

CUTILLO G., FONTANA F., *Manuale di Executive Compensation e Corporate Governance*, in *Economia e Management*, Milano, 2015, 76.

DAVIS S., *Does "Say on Pay" Work? Lessons on Making CEO Compensation Accountable*, Policy Briefing No. 1, *The Millstein Center for corporate governance and performance*, Yale School of Management, 2007.

DE CRESCIENZO U., *Gli amministratori nel sistema tradizionale*, in *Le nuove s.p.a.*, CAGNASSO O., PANZANI L. (diretto da), Bologna, 2010.

DE FEO I., *Commento all'art. 2389 c.c.*, in G. BONFANTE, D. CORAPI, G. MARZIALE, R. RORDOF, U. SALAFIA (a cura di), *Codice commentato delle Società*, Milano, 2007.

DE SANTIS I., *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, Milano, 2011.

DEL GUERCIO D., *The distorting effect of the prudent-man laws on institutional equity investment*, *Journal of Financial Economics*, 1996, 40.

DEL GUERCIO D., SEERY L., WOITKE T., *Do Boards Pay Attention when Institutional Investor Activists 'Just Vote No'?*, in *Journal of Financial Economics*, 2008, 90.

DELLIOTE CORPORATE SERVICES LIMITED (DCSL), *Retirement by Rotation and the Removal of Executive Directors*, in *Governance Newsletter*, 2013.

DI NOIA, LANFRANCHINI, MILIČ, *La remunerazione degli amministratori nell'autodisciplina delle società quotate*, in *Manuale di Executive Compensation e Corporate Governance*, CUTILLO G., FONTANTA F.(a cura di), Milano, 2015.

DOMENICHINI G., *Il collegio sindacale nelle società per azioni*, in RESCIGNO P. (diretto da), *Trattato di diritto privato*, Torino, 1985, 16.

EBHOMIELEN E.P., *Expectation Gap with Securities and Exchange Commission's Code of Best Practice on Corporate Governance in Nigeria*, in *Association of Accountancy Bodies in West Africa (ABWA) Journal*, 2009, 36.

EFENDI J., SRIVASTAVA A., SWANSON E.P., *Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors*, in *Journal of Financial Economics*, 2007, 85.

EHKIOYA B.I., *Corporate governance structure and firm performance in developing economies: evidence from Nigeria*, in *Corporate Governance*, 2009, 9.

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.

ERTIMUR Y., FERRI F., OESCH D., *Shareholder votes and proxy advisors: Evidence from say on pay*, in *Journal of Accounting Research*, 2013, 51.

ERTIMUR Y., FERRI F., MUSLU V., *Shareholder Activism and CEO Pay*, in *Review of Financial Studies*, 2009, 24.

ERTIMUR Y., FERRI F., STUBBEN S.R., *Board of directors' responsiveness to shareholders: Evidence from shareholder proposals*, in *Journal of Corporate Finance*, 2010.

EZEANI E.C., WILLIAMS E., *Regulating corporate directors' pay and performance: a comparative review*, in *African Journal of International and Comparative Law*, 2017.

FAIA E. "Subprime, crisi dei mutui", in *Dizionario di economia e finanza*, 2012.

FAMA E., JENSEN M.C., *Separation of ownership and control*, in *Journal of Law and Economics*, 1983, 26.

- FERRARA F.JR., CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2009.
- FERRARINI G., MOLONEY N., VESPRO C., *Executive Remuneration in the EU: Comparative Law and Practice*, in *Oxford Review of Economic Policy*, 2005, 32.
- FERRARINI G., MOLONEY N., *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, in *Riv. soc.*, 2005, 588.
- FERRI F., MABER D.A., *Say on pay votes and CEO compensation: evidence from the UK*, in *Review of Finance*, 2013, 17.
- FERRI F., SANDINO T., *The Impact of Shareholder Activism on Financial Reporting and Compensation: The Case of Employee Stock Options Expensing*, in *The Accounting Review*, 2009, 84.
- FORESTIERI G., *La corporate governance negli schemi interpretativi della letteratura*, in AIROLDI G., FORESTIERI G., *Corporate governance: analisi e prospettive del caso italiano*, Milano, 1998, 8.
- FRANZONI M., *Delle società per azioni*, in *Commentario Scialoja-Branca*, 2008.
- FRÈ G., *Art. 2389*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna, 1982.
- GARGALLOS I.S., *La extension subjetiva del regimen de responsabilidad a los administradores de hecho y ocultos t a la persona fisica representante del administrador persona jurídica*, in AA.VV. *Junta general y Consejo de Administración en la sociedad cotizada*, F.A. RODRÍGUEZ, L.F. DE LA GÀANDARA, J.Q. GOMZÀLEZ, A.A. UREBA, L.V. SAN PEDRO, G.E. VELASCO (diretto da), A.R. SÀNCEZ (coordinato da) Navarra, 2016, 2.
- GARRIDO J.M., *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate nell'ordinamento spagnolo*, in “*L'attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario italiano e spagnolo a confronto*”, SARCINA A., GARCÍA CRUCES J.A. (a cura di), Bari, 2010.
- GIANNELLI G., *sub art. 2389 c.c.*, in ABBADESSA, Portale (diretto da), *Le Società per azioni*, Milano, 1, 2016.
- GLASS LEWIS & CO., *Proxy Paper Guidelines*, 2013 Proxy Season-Continental Europe, consultable in line sul sito <http://www.glasslewies.com>.

GORDON J.N., *Executive Compensation: If There's a Problem, What's the Remedy? The Case for "Compensation Disclosure and Analysis"*, in *J. Corp. L.*, 2005, 30.

GORDON J.N., *"Say On Pay": Cautionary notes on the U.K. experience and the case for shareholder opt-in*, in *Harvard Journal on legislation*, 2009, 46.

GRIBBEN R., FTSE 100 directors enjoy 27pc pay rises, *The Telegraph*, 2012.

GRILLO M., SILVA F., *Impresa, concorrenza e organizzazione*, Roma, 1998.

HOMAYOUN S., HOMAYOUN S., *Agency Theory and Corporate Governance*, in *International Business Management*, 2015, 9.

HUETOS A.P., *Significado actual de los "administradores de hecho": los que administran de hecho y los que de hecho administran*, in *RDS*, 2002, 18.

IRTI N., *Due temi di governo societario (responsabilità amministrativa, Codici di autodisciplina)*, in *Giur Comm.*, 2003, 1.

KAPLAN S., *Empowering shareholders on executive compensation: hearing on H.R. 1257 before the House Committee on Financial Services*, 110th Cong. 126, 2007, consultabile on line sul sito <http://www.gpo.gov>.

JENSEN M.C., MECKLING W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976.

JENSEN M.C., MURPHY K.J., WRUCK E.G., *Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them*, in *ECGI*, 2004.

JENSEN M.C., MURPHY K.J., *CEO Incentives – It's not how Much you Pay, but How*, in *Harvard Business Review*, May-June, 1990.

KRAAKMAN R., ARMOUR J., DAVIES P., ENRIQUES L., HANSMANN H., HERTIG G., HOPT K., KANDA H., ROCK E., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Second Edition, in *Oxford University Press*.

KIMBRO M.B., XU D., *Shareholders have a say on executive compensation: Evidence from say-on-pay in the United States*, in *Journal of Accounting and Public Policy*, 2016.



KOUTALAKIS C., BUZOGANY A., BÖRZEL T., *When soft regulation is not enough: The integrated pollution prevention and control directive of the European Union*, in *Regulation and Governance*, 2010.

LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., *Corporate ownership around the world*, in *Journal of Finance*, 1999, 54.

LAFLEY A.G., *What only the CEO can do*, in *Harvard Business Review*, 2009, 87.

LONGHINI P., *I regimi di responsabilità nei sistemi di corporate governance in Italia e USA*, Milano, 2012.

MANFROI A., TRAVANINI A., *L'attuazione della Direttiva SHRD II e la remunerazione dei manager nelle società quotate*, in *Riv. di Diritto Bancario*, 2019.

MAGNAN M., MANGEN C., *Is say on pay an effective governance tool?*, in *Academy of Management Perspectives*, 2009, 26.

MANGIAPANE B., *Retribuzione degli amministratori e governo societario: "Appunti" sullo statuto legale dei compensi e competenza degli organi sociali alla luce della riforma del diritto societario*, in *Riv. Dir. Eco. dei Trasp e dell'Amb.*, 2010, 8.

MARTÍNEZ F., *Capítulo 2. Los administradores responsable*, in AA.VV. *La responsabilidad de los administradores de las sociedad mercantiles*, ROJO A., BELTRÁN E. (diretto da), Valencia, 2013.

MATERA P., *La nuova disciplina dei compensi degli amministratori delle società di capitali nel diritto societario spagnolo: prime note e cenni comparatistici*, in *Europa e diritto privato*, 2015, 4.

MATTEI U., SARTORI F., *Conflitto continuo. A un anno da Enron negli Stati Uniti e in Europa*, in *Politica del Diritto*, 2003.

MATEU DE ROS R., *El Código Unificado de Gobierno Corporativo*, 2007.

MAUGERI M., *Le deliberazioni assembleari "consultive" nella società per azioni*, in *Liber amicorum Abbadessa*, M. CAMPOBASSO, V. CARIELLO, V. DI CATALDO, F. GUERRERA, A. SCIARRONE ALIBRANDI (diretto da), Torino, 2014, 1.

MAURIAC L., *Le scandale des bonus*, Libération, 2003.

MC CRORY MARTÌ J., *Nota sobre la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la Mejora del Gobierno Corporativo*, 2014.

MIGNOLI A., *Le assemblee speciali*, in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1960.

MIGNOLI A., *Le partecipazioni agli utili nelle società di capitali*, Milano, 1966.

MINEVRINI G., *Le funzioni del collegio sindacale. Questioni vecchie, questioni nuove*, in *Società*, 2000.

MINEVRINI G., *Gli amministratori delle società per azioni*, Napoli, 1956.

MONEM R., *Determinants of board structure: evidence from Australia*, in *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 2013.

MONTALENTI P., BALZOLA S., *La società per azioni quotata*, Bologna, 2010.

MONTALENTI P., *L'amministrazione sociale dal Testo Unico alla riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, 4.

MORGAN A., POULSEN A., WOLF J., *The evolution of shareholder voting for executive compensation schemes*, in *Journal of Corporate Finance*, 2006, 12.

MULA L., *La revisione della Direttiva sui Diritti degli Azionisti: un nuovo approccio dell'UE alla corporate governance delle società quotate*, in *Riv. di Diritto Bancario*, 2017.

MURPHY K.J., *The Politics of Pay: A Legislative History of Executive Compensation*, in *Research Handbook on Executive Pay*, R.S. THOMAS, J.G. HILL, E. ELGER (edito da), Cheltenham-Northampton, 2012.

NAZZICONE L., *Commento all'art. 2389*, in G. LO CASCIO (a cura di), *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, 5.

ODEWALE R.W., KAMARDIN H.H., *Directors' Remuneration Disclosure Transparency in Nigeria and the Influence of Block Share Ownership*, in *International journal of Business and social research*, 2015, 5.

OGBECHIE C., KOUFOPOULOS D.N., *Corporate Governance Practices in Nigeria*, in

Sabri Boubaker and DucKhong Nguyen (eds), *Corporate Governance in Emerging Markets: Theories, Practices and Cases*, 2014.

OKIKE E.N.M., *Corporate Governance in Nigeria: the status quo. Corporate Governance: An International Review*, 2007, 15.

OLIVENCIA M., *Report, Código de Buen Gobierno (Informe Olivencia), El gobierno de las sociedades cotizadas*, in CNMV, Madrid, 1998.

OLIVENCIA M., *La remuneración de los administradores y el código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*, in AA.VV., *La retribución de los administradores en las sociedades cotizadas. Estudio especial de las opciones sobre acciones y otros derechos referidos a las cotizaciones*, Madrid, 2003.

PAZ-ARES C., *Ad impossibilia nemo tenetur (o por qué recelar de la novísima jurisprudencia sobre retribución de administradores)*, in *Diario La Ley*, n. 7136, *Secc. Doctrina*, 17 marzo 2009.

PAZ-ARES C., *Anatomía del deber de lealtad* in F. RODRÍGUEZ ARTIGAS et al., *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, CIZUR MENOR [Thomson Reuters – Aranzadi], 2016, 1.

PAZ-ARES C., *El enigma de la retribución de los consejeros ejecutivos*, in *RMV*, 2008, 2.

PISANI MASSAMORMILE A., *Sub art. 2389 c.c., Delle Società. Dell'azienda. Della concorrenza.*, SANTOSUOSSO D.U. (a cura di), in *Commentario del codice civile*, GABRIELLI E., Milanofiori Assago (diretto da), 2015.

PISTOCCHI C., *Appunti sul Codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Giur. Comm.*, 2016, 2.

POLI S., *I meccanismi societari di attuazione dei piani di stock option e stock grant*, in REGALLI M. (a cura di), *Stock option e incentivazione del management*, in *Il Sole 24 Ore*, Milano, 2003.

POLLIO N., *La remunerazione degli amministratori di società quotate: aspetti societari e profili di trasparenza informativa nel nuovo 114-bis TUF*, in *Giur. Comm.*, 2009, 1.

POSITANO G., *Commento all'art. 2389*, in SANDULLI M., SANTORO V. (a cura di), *La Riforma delle società*, Torino, 2003, 1.

PRESTIPINO G., *Sub art. 114 bis TUF*, in P. VELLA (a cura di), *Commentario TUF*, Torino, 2012.

PULLANO L., *Nuove forme di corporate governance. Il ruolo del controllo nella responsabilità d'impresa*, Roma, 2009.

RAINELLI P., Osservazioni a Trib. Milano, 5 novembre 2001, in *Giur. it.*, 2002.

RIGOTTI M., *Commento sub art. 2403 c.c.*, in F. GHEZZI (a cura di), *Collegio sindacale. Controllo contabile*, in MARCHETTI P., BIANCHI L.A., GHEZZI F., NOTARI M. (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2005.

ROACH L., *The Directors' Remuneration Report Regulations 2002 and the Disclosure of Executive Remuneration, 2002*, SI 2002/1986.

ROBIN M., *Beware the Clawbacks: Govt to Legislate on Executive Pay, Crikey Inq*, 2012.

RORDORF R., "Stock options" ed informazione del mercato, in *Soc.*, 2001, 2.

SÁNCHEZ ÁLVAREZ M.M., *¿Debe modularse la doctrina del TS y de la DGRN sobre la retribución de los administradores a la luz del art. 35.D) del CUBG?*, in *RdS*, 2007, 28.

SANTORO V., *Articolo 16*, in NIGRO A., SANTORO V. (a cura di), *La tutela del risparmio: commentario della legge 28 dicembre 2005, n. 262 e del d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303*, Torino, 2007.

SANTOSUOSSO D.U., *Conflitti di interessi nella remunerazione degli amministratori*, in SARCINA A., GARCÍA CRUCES J.A. (a cura di), *L'attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario italiano e spagnolo a confronto*, Bari, 2010.

SALY P.J., *Repricing Executive Stock Options in a Down Market*, in *Journal of Accounting and Economics*, 1994.

SIMONE C., *Commento sub art. 2403 c.c.*, in G. GRIPPO (a cura di), *Le leggi commentate. Commentario delle società*, Torino, 2009, 1.

SMITH A., *On the Wealth of Nations*, Glasgow, Canaan, 1976.

SQUAROTTI V., *Le funzioni del collegio sindacale*, in *Giur. It.*, 2013.

SULEIK M.B., *Governance and agency theory*, in *Banking & Finance*, 2018.

THOMAS R.S., 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 law review*, 2012, 97.

THOMAS R.S., VAN DER ELST C., *Say on Pay around the World*, in *Washington University Law Review*, 2015, 93.

THOMAS R.S., VAN DER ELST C., *The International Scope of Say on Pay*, in *Washington Law Review*, 2015, 92.

VELASCO SANPEDRO L.A., *Retribuciones de consejeros y altos directivos*, in *RdS*, 2006, 27.

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.*, 2014.

VITALI M.L., *La remunerazione degli amministratori all'esito di un processo di consultazione nel Regno Unito*, in *Riv. soc.*, 2015.

VIVANTE C., *Trattato di diritto commerciale*, Milano, 1929.

WAGNER A. F., WENK C., *Agency versus hold-up. On the impact of binding say on pay on shareholder value*, in *Swiss Finance Institute Research Paper*, 2017.

ZONA F., *Teorie e metodologie di analisi delle remunerazioni dei manager con responsabilità strategica*, Milano, 2015.

#### GIURISPRUDENZA ITALIANA

App. Milano, 27 agosto 1969, in *Giur. It.*, 1970, I, 2, 546.

Cass., 12 aprile 1976, n. 1289, 502.

Cass., 17 aprile 1990, n. 3181, in *Foro it.*, 1991, I, 1533;

Cass., 22 maggio 2001, n. 6928.

Cass., 7 aprile 2006, n. 8230, in *Foro.it*, 2007, I, 204.

Trib. Roma, 21 dicembre 1953, in *Dir. Fall.*, 1954, II, 272.

Trib. Venezia, 4 marzo 1989, in *Società*, 1989, 960.

Trib. Verona, 11 dicembre 1992, in *Società*, 1993,950.

#### GIURISPRUDENZA STRANIERA

H.R. 1257, 110th Congress, 2007-2008.

H.R. 3817, 111th Congress, 2009.

S. 1181, 110th Congress, 2007-2008.

#### LEGISLAZIONE ITALIANA, ATTI PREPARATORI E CORRELATI

Atto del Governo n. 71, Schema di decreto legislativo recante attuazione della direttiva (UE) 2017/828 che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, Audizione del Vice direttore Generale della CONSOB, G. D'AGOSTINO, 6 marzo 2019, consultabile on line sul sito <https://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/BGT/01104900.pdf>

*Codice di autodisciplina* della Borsa Italiana, disponibile sul sito [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

COMMISSIONE EUROPEA, *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea - Un piano per progredire*, COM (2003) 284 definitivo, Bruxelles, 21 maggio 2003.

COMMISSIONE EUROPEA, *Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva*, COM (2010) 2020 definitivo, Bruxelles, 3 marzo 2003.

COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Verde. Il governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione*. COM (2010) 284 definitivo, Bruxelles, 2 giugno 2010.

COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Verde, Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, COM (2011) 164 definitivo, Bruxelles, 5 aprile 2011.

COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, COM (2012) 740 final, Strasburgo, 12 dicembre 2012.

CONSOB, 14<sup>a</sup> Commissione permanente (Politiche dell'Unione Europea), Disegno di legge n. 944, Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea, Legge di delegazione europea 2018 – Audizione del Vice Direttore Generale della CONSOB, G. D'AGOSTINO, 5 febbraio 2019, consultabile on line sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it)

CONSOB, Comunicazione del 15 febbraio 2000, n. 1508, consultabile on line sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

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, on line sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

CONSOB, Comunicazione del 15 febbraio 2000, n. 1508, consultabile on line sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

CONSOB, *Regolamento Emittenti*, Recepimento della direttiva 36/2007/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, Documento di consultazione, 5 agosto 2010, on line sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

CONSOB, Regolamento del 12 marzo 2011, n. 17221, consultabile on line sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 18 gennaio 2015, consultabile on line sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

D. Lgs. 1 settembre 1993, n. 385, “*Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*”.

D.M. 30 marzo 2000 n. 162, Regolamento recante norme per la fissazione dei requisiti di professionalità e onorabilità dei membri del collegio sindacale delle società quotate da emanare in base all'articolo 148 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

Direttiva del Consiglio Europeo del 25 luglio 1978 (78/660/CEE).

Direttiva 2005/56/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio Europeo.

Direttiva 2006/68/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio Europeo.

Direttiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio Europeo.

Direttiva 2007/63/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio Europeo.

Direttiva 2009/109/CE Parlamento Europeo e del Consiglio Europeo.

Direttiva (UE) 2017/828.

MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, Decreto legislativo recante attuazione della direttiva (UE) 2017/828 del parlamento europeo e del consiglio del 17 maggio 2017 che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, consultabile on line sul sito:  
<http://www.governo.it/sites/governo.it/files/AIR%20Impegno%20azionisti%20a%20lungo%20termine.pdf>

PARLAMENTO EUROPEO, Emendamenti alla proposta di modifica della direttiva 2007/36/CE.

Proposta di modifica della Direttiva 2007/36/CE.

Raccomandazione della Commissione Europea 2004/913/CE.

Raccomandazione della Commissione Europea 2005/162/CE.

Raccomandazione 2009/385/CE.

Relazione della Commissione SEC (2007) 1022 e (2010) 285.



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

Regolamento sulla remunerazione degli amministratori 2002 SI 2002/1986.

Regolamento delle grandi e medie imprese e dei gruppi 2008 SI 2008/373.

Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge delega 3 ottobre 2001, n. 366, pubblicato in *Gazzetta Ufficiale* n. 17 del 22 gennaio 2003, supplemento ordinario n. 8.

#### LEGISLAZIONE STRANIERA, ATTI PREPARATORI E CORRELATI

ASX Corporate Governance Principles and Recommendations 2014, Recommendation 8.2.

ASX Corporate Governance Council consults on proposed third edition of the Principles and Recommendations, *Company Law and Governance Update - Ashurst*, Australia, 2013.

CADBURY A., *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London, *Gee Publishing*, 1992.

*CEO vs Employee salaries at South Africa's 25 biggest companies*, 2017.

*Codigo de Buen Gobierno*, disponibile sul sito <https://www.cnmv.es/>

*Codigo de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas*, disponibile sul sito <https://www.cnmv.es/>

*Companies Act 1985*

*Companies Act 2006*

*Companies and allied matters act 2004*

*Corporations Act 2001*.

*Corporations Amendment (Improving Accountability on Director and Executive*

*Remuneration) Act*, consultabile on line sul sito <https://www.comlaw.gov.au/Details/C2011A00042>.

DODD-FRANK ACT.

Ley n. 44/2002.

*LONGE V. FIRST BANK OF NIGERIA PLC* (2006) 3 NWLR (Pt 967) 228. See *Nigerian Companies and Allied Matters Act* (CAMA) 2004, section 267(4).

NIGERIAN COMPANIES AND ALLIED MATTERS ACT (CAMA), 2004.

PRODUCTIVITY COMMISSION, *Executive Remuneration in Australia*, 2009.

*Report on the Observance of Standards and Codes: Corporate governance country assessment Nigeria* (ROSC), 2008.

*Report on the Observance of Standards and Codes Nigeria: Accounting and Auditing* (ROSC), 2011.

SECURITIES EXCHANGE ACT

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

*The Securities and Exchange Commission (SEC) Code of Corporate Governance for Public Companies*, 2011.

*The Sydney Morning Herald*, 2011, 8.