

Dipartimento
di Giurisprudenza

Cattedra di European Business Law

La centralità della remunerazione degli amministratori nei sistemi di corporate governance delle società quotate

Prof. Nicola De Luca

RELATORE

Prof. Giorgio Meo

CORRELATORE

Alfonso Troisi

CANDIDATO

Anno Accademico 2021/2022

LA CENTRALITA' DELLA REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI NEI SISTEMI DI *CORPORATE GOVERNANCE* DELLE SOCIETA' QUOTATE

INDICE

CAPITOLO 1: LA CRUCIALITA' DEL RUOLO DEGLI AMMINISTRATORI E DELLA LORO REMUNERAZIONE	8
1. Fattori che determinano il compenso	8
1.1 Modalità di determinazione e contesto societario	8
1.2 Remunerazione degli amministratori e parametri leva.....	10
2. La Agency Theory	12
3. Le prassi remunerative maggiormente diffuse.....	15
3.1 Piani di <i>stock options</i>	15
3.2 Partecipazioni agli utili.....	19
3.3 <i>Carried interest</i>	20
4. Gli amministratori come <i>intangible assets</i>	24
4.1 Valore impresa e gestione del capitale umano.....	24
4.2 Capitale intellettuale e capitale umano.....	26
4.3 Modelli di valutazione e <i>reporting</i> del capitale intellettuale	29
CAPITOLO 2: IL SAY ON PAY: EVIDENZE INTERNAZIONALI E L'EVOLUZIONE DEL MODELLO COMUNITARIO FINO ALLA DIRETTIVA (UE) 2017/828	33
1. Short-term approach contro long-term approach	33
2. Interventi comunitari in tema di remunerazione degli amministratori	35
2.2 Raccomandazione 2005/162/CE.....	37
2.3 Raccomandazione 2009/385/CE.....	39
2.4 La Direttiva 2017/828 (<i>Shareholder Rights II</i>).....	41
3. <i>Say on pay</i> e remunerazione dei managers	45
3.1. L'esperienza britannica del 2002	45

3.2 L'esperienza statunitense del <i>Dodd-Frank Act</i>	50
4. Il <i>say on pay</i> della Direttiva 2017/828	54
4.1 Voto sulla ‘politica di remunerazione’	56
4.2 Voto sulla relazione sulla remunerazione.....	60
CAPITOLO 3: LA DISCIPLINA ITALIANA DELLA RUMERAZIONE DEGLI	
AMMINISTRATORI NELLE SOCIETA' PER AZIONI QUOTATE E NON.....63	
1. La disciplina italiana nelle societa' quotate.....	63
1.1 L'articolo 123-ter del Testo Unico della Finanza	63
1.2 Il Codice di autodisciplina.....	67
1.3 Regolamento Emittenti.....	70
2. La disciplina dell'art. 2389 del Codice civile	71
2.1 Il primo comma dell'articolo 2389 del Codice civile.....	73
2.3 Il secondo comma dell'articolo 2389 del Codice civile	78
2.4 Il terzo comma dell'articolo 2389 del Codice civile	84
3. Casi giurisprudenziali sulla remunerazione degli amministratori.....	88
3.1 Il caso Software Development Srl.....	88
3.2 Il caso Ferrovie dello Stato italiane SpA.....	91

INTRODUZIONE

Il presente elaborato si pone l'obiettivo di analizzare i meccanismi di determinazione del compenso degli amministratori delle società quotate, al fine di comprendere ed evidenziare in che modo questi siano in grado di influenzare in maniera decisiva sia le *performance* economico-finanziarie delle società sia il contesto macroeconomico all'interno del quale le suddette società operano.

Analizzando l'evoluzione che la disciplina della remunerazione degli amministratori ha avuto nel corso degli anni è evidente quale sia stata la crescente attenzione che i legislatori mondiali hanno rivolto sul tema. In sintesi, l'elaborato intende sottolineare come un meccanismo di determinazione del compenso degli amministratori adeguatamente

disciplinato possa generare effetti positivi non solo per le società stesse, ma anche per l'intero contesto socioeconomico nel quale queste operano.

Dal punto di vista interno delle società, per comprendere al meglio la centralità del tema in analisi, bisogna partire dalla fisiologica divergenza di prospettive tra gli amministratori e soci di una società quotata. Infatti, i soci-azionisti sono maggiormente interessati ad una prospettiva economica di lungo periodo, legata alla possibilità di ottenere in seguito al loro investimento dei risultati economici positivi, sia attraverso *performance* finanziarie costanti e redditizie, sia attraverso la possibilità di vendere le proprie azioni il cui valore è determinato (anche) dal valore economico che la società potrebbe generare in futuro. Diversamente, gli amministratori possiedono tendenzialmente una prospettiva economica maggiormente incentrata sui risultati ottenuti dalla società nel breve (se non brevissimo) periodo, in quanto il loro compenso è determinato su quello che sono le *performance* correnti della società. La netta divergenza di prospettive tra soci ed amministratori porta a conseguenze potenzialmente molto pericolose per le società: di fatto, c'è il rischio che i soci e gli amministratori abbiano interessi totalmente divergenti tra di loro, necessitando quindi di un meccanismo che permetta di riallineare questi interessi al fine di creare una collaborazione tra soci ed amministratori che possa essere proficua dal punto di vista economico e finanziario per la società.

L'elaborato vuole quindi analizzare come per ogni società sia importante riuscire a comprendere al meglio come strutturare il proprio sistema di remunerazione degli amministratori. In un contesto come quello attuale, il *focus* che le società devono avere in tema di compensi non deve essere il "quanto" gli amministratori vengono pagati, quanto piuttosto il "come" la loro remunerazione è erogata. Nel primo paragrafo del Capitolo I, viene evidenziato come le composizioni delle remunerazioni, formata sempre da una parte fissa ed una parte variabile, siano profondamente influenzate dalle strutture societarie stesse. Mentre in società con azioni molto diffuse (come, ad esempio, le *public companies* anglosassoni) viene data maggior importanza alla parte variabile di remunerazione, ancorando la quantificazione della stessa a specifici parametri legati alle *performance* societarie, nelle società con pochi azionisti titolari di un blocco maggioritario di partecipazioni (tipiche del contesto europeo) viene dato maggior risalto alla parte fissa della remunerazione. In ogni caso, nel primo e nel secondo paragrafo del Capitolo I viene analizzato come le società possono studiare il contesto economico nel quale sono calate, al

fine di adattare al meglio i propri punti di forza ed obiettivi alle remunerazioni che vengono erogate agli amministratori

Il problema del conflitto tra soci ed amministratori, come approfondito nel secondo paragrafo del Capitolo I è stato analizzato negli Stati Uniti sulla fine degli anni '70, creando la dottrina economica della *agency theory*. La dottrina, ideata negli Stati Uniti, pone il rapporto tra soci ed amministratori su una nuova prospettiva. Poiché nelle società di maggiori dimensioni, caratterizzate da un azionariato altamente diffuso e volatile, vi è una nettissima distanza tra la sfera degli *shareholders* e quella del *management* è necessario che il rapporto sia opportunamente regolato, al fine di evitare che vi possano essere degli abusi. La teoria, quindi, ipotizza che il rapporto socio-amministratore possa essere regolato come un vero e proprio rapporto contrattuale, in particolare un rapporto di agenzia dove di fatto i soci (detti *principals*) delegano la gestione della società agli amministratori (detti *agents*), in modo tale da stabilire in anticipo quale sono le condizioni con le quali gli *agents* amministreranno la società a favore dei *principals*. Come verrà analizzato, i dettami della *agency theory* saranno il fondamento teorico della maggior parte degli interventi legislativi (soprattutto da parte del legislatore europeo), in tema di remunerazione degli amministratori. Ciò in quanto, alla luce dei precetti dell'*agency theory* e di quanto appena detto, i legislatori mondiali individueranno all'interno della disciplina della determinazione del compenso degli amministratori lo strumento perfetto al fine di ottenere il riallineamento di interessi tra *shareholders* e *managers* tanto predicato dalla *agency theory* stessa.

L'elaborato, nel terzo paragrafo del primo capitolo, analizza quali possono essere le diverse forme con le quali le società remunerano i propri amministratori. La remunerazione, come già evidenziato, solitamente è formata da una parte fissa ed una parte variabile. È proprio la parte variabile che spesso ha profili di maggiore criticità. Se da un lato possono portare ad abusi (come, ad esempio, nel caso di *stock options* emesse a condizioni eccessivamente vantaggiose), dall'altro giocano un ruolo fondamentale all'interno della corretta gestione societaria. L'elaborato, quindi, analizza come molte forme di remunerazione variabile, se applicate nelle corrette modalità, possono portare ad un corretto riallineamento di interessi tra soci ed amministratori (così come auspicato dall'*agency theory*) in modo tale che entrambi possano trarne beneficio.

Infine, nel quarto paragrafo del primo capitolo l'elaborato analizza, da un punto di vista economico-aziendalistico, perché la corretta gestione e remunerazione degli amministratori svolga un ruolo cruciale all'interno dell'odierno contesto economico. Infatti, seguendo delle tendenze nate nei paesi scandinavi, gli amministratori possono essere considerati come dei veri e propri *assets* della società, il cui valore è legato ad una serie di fattori. Considerano gli amministratori come *assets*, diventa quindi fondamentale per la società riuscire a ideare le discipline ed i meccanismi che consentono di gestire ed amministrare al meglio questi *assets*. Alla luce di queste considerazioni, nuovamente diviene fondamentale in che modo gli amministratori vengono gestiti e remunerati, e quali possono essere le migliori tecniche di gestione al fine di creare un modello che possa portare valore alle società.

Nel Capitolo II, viene analizzato qual è stato l'atteggiamento che i vari legislatori nazionali hanno avuto nei confronti del tema delle remunerazioni, e di come abbiano deciso di intervenire in via legislativa su questo tema particolarmente delicato per i sistemi di *corporate governance* mondiali.

L'elaborato vuole dimostrare come, una disciplina che regoli opportunamente gli amministratori serva a beneficiare non solo alla società stessa in termini di migliori *performance* economiche, ma anche all'intero contesto socioeconomico all'interno del quale la società stessa opera. Tale tema, è stato per fin troppo tempo ignorato dai legislatori, che hanno ampiamente sottovalutato l'influenza che le società di maggiori dimensioni possano avere sull'intero tessuto sociale. Solo nel 2011, la Commissione Europea introduce il tema della cd. *Corporate Social Responsibility*; la Commissione parte dall'assunto che le principali società del contesto europeo debbano avere un vero e proprio ruolo di centralità all'interno del tessuto sociale. Ciò premesso, la principale innovazione teorica che il legislatore europeo ha introdotto è stata quella di "collegare" la responsabilità sociale delle società ai loro sistemi interni di *corporate governance*: quello che auspica la Commissione è infatti il raggiungimento di nuovi obiettivi sociali, basati su una prospettiva di lungo periodo che vada a garantire stabilità economica alle società per un durevole lasso di tempo. Alla luce di tali precetti, sembra evidente ancora una volta come lo strumento maggiormente adatto a raggiungere tali obiettivi sia quello della remunerazione degli amministratori: attraverso dei meccanismi che coinvolgono maggiormente gli azionisti all'interno della determinazione del compenso, creando un vero e proprio rapporto dialettico con gli amministratori, si può ottenere quella che è la convergenza di interessi auspicata dalla

agency theory in modo tale che a beneficiarne possa essere la società stessa e il tessuto economico all'interno del quale opera.

Il tema della remunerazione dei *managers*, è diventato centrale all'interno del dibattito mondiale in seguito alla crisi finanziaria del 2008. Tra le cause del dissesto economico, vi sono anche tutte le pratiche finanziarie particolarmente "rischiose" adoperate dai *managers* delle principali società mondiali durante quel periodo. Ebbene una delle ragioni per le quali gli amministratori hanno perseguito queste pratiche rischiose che poi hanno portato al dissesto finanziario di tantissime società e creato un effetto domino incontrollabile con effetti disastrosi sull'intera economia mondiale, risiede proprio nell'aver adottato una prospettiva maggiormente incentrata sul profitto economico nel breve periodo e non nel lungo. Alla luce dell'opinione pubblica mondiale risultò a quel punto evidente come le società di tutto il mondo dovessero munirsi di un sistema di *corporate governance* adeguato, che coinvolgesse maggiormente gli azionisti all'interno delle principali decisioni societarie (tra cui, appunto, quelle concernenti il compenso degli amministratori) al fine di evitare che la loro tendenziale "apatia" porti ad un nuovo catastrofico dissesto economico con conseguenze gravissime su tutta l'economia mondiale.

Ciò premesso, l'elaborato vuole dimostrare il Capitolo II come il percorso evolutivo della legislazione europea sul tema delle remunerazioni sia stato (ed è tutt'ora) fortemente influenzato dalle premesse appena fatte, tanto di natura storica quanto di natura concettuale. La perfetta sintesi di tutte queste esigenze è rinvenibile all'interno della Direttiva 828/2017 e della nuova regolamentazione che ha introdotto in tema di remunerazione degli amministratori.

La Direttiva basa la propria disciplina in tema di remunerazioni sul meccanismo del *cd say on pay*. Il sistema fu ideato in Gran Bretagna agli inizi del nuovo millennio, ed è stato successivamente introdotto in numerosi sistemi di *corporate governance* mondiali prima di essere introdotto nell'Unione Europea. Il meccanismo si basa su un principio del tutto nuovo: i soci devono esprimere il proprio parere (vincolante o meno) sulle remunerazioni percepite dagli amministratori, in modo tale da ottenere un effetto duplice: quello di sottoporre i compensi erogati ad un effettivo controllo degli azionisti, e quello di incentivare gli azionisti ad una partecipazione fattiva all'interno delle principali decisioni societarie. Il modello del *say on pay*, come analizzato nel terzo paragrafo del Capitolo II, in

seguito agli effetti positivi che ha portato all'economia è britannica, è stato successivamente introdotto, con altrettanto successo, nel 2009 negli Stati Uniti con il *Dodd-Frank act*.

Sulla base di tale modello, rivelatosi poi efficace, è stato plasmato il modello di *say on pay* europeo. Il modello si basa su una duplice partecipazione degli azionisti: una *ex ante* e una *ex post*. Il voto *ex ante* è espresso, dall'assemblea degli azionisti, sulla "politica sulla remunerazione", un documento programmatico all'interno del quale gli amministratori illustrano quali saranno i criteri per la determinazione del loro compenso in maniera analitica. Il voto *ex post*, invece, è sulla "relazione sulla remunerazione", all'interno del quale l'assemblea esprime il proprio voto sulle remunerazioni che durante l'esercizio sono state effettivamente erogate agli amministratori. Emerge chiaramente quindi come il legislatore europeo abbia ideato un sistema improntato sui due principi che nell'elaborato si ritengono fondamentali nell'ambito della remunerazione degli amministratori: la trasparenza sulle remunerazioni erogate e il coinvolgimento degli azionisti all'interno della vita societaria.

Nel terzo ed ultimo capitolo invece, l'elaborato analizza in che modo, nello specifico, la disciplina italiana sia stata influenzata dalle tendenze legislative comunitarie (e mondiali) in tema di remunerazione. Bisogna infatti tener presente come, nell'ordinamento italiano, vi sia un concorso di numerosi fonti normative e regolamentari che disciplinano il tema della remunerazione degli amministratori.

Per quanto riguarda le società quotate, ha un ruolo di cruciale importanza il dettato normativo dell'articolo 123-ter del TUF, il quale recepisce (più o meno pedissequamente) la disciplina dettata dalla Direttiva Azionisti II. Già prima del recepimento in Italia della Direttiva Azionisti II, tuttavia, il legislatore italiano si era adattato alle innovazioni adottate dal legislatore comunitario in tema di remunerazioni: tali novità sono presenti all'interno del Codice di Autodisciplina e del Regolamento Emittenti.

Tuttavia, nonostante la presenza di numerosi fonti normative, gli ultimi due paragrafi del Capitolo III vogliono sottolineare come l'articolo 2389 cc assuma ancora, all'interno dell'ordinamento italiano, un ruolo di assoluta centralità e preminenza.

Esemplificativo è come, già nel 2003 con la riforma del diritto societario, il legislatore italiano abbia ritenuto necessario modificare il dettato normativo dell'articolo 2389 al fine di adattarlo al meglio alle tendenze che le società stavano seguendo in tema di remunerazioni

degli amministratori. In seguito alla riforma, il dettato dell'articolo è stato modificato per andare a disciplinare in maniera esplicita due forme di remunerazione variabile: la partecipazione agli utili e le *stock options*. L'obiettivo della riforma, quindi, fu quello di intervenire disciplinando nuove forme di remunerazione variabile, le quali già erano diffuse nella prassi ma ancora non avevano avuto una ricognizione "ufficiale" da parte del legislatore.

Il penultimo paragrafo dell'elaborato analizza, infine, i singoli commi dell'art.2389 cc, evidenziando come la disciplina codicistica costituisca le fondamenta per l'intera disciplina italiana della remunerazione degli amministratori, delineando il quadro normativo generale della disciplina

A tal proposito, sono stati analizzate due sentenze che vogliono ancora una volta evidenziare come la disciplina del Codice civile sia ancora il pilastro sul quale l'intera regolamentazione delle remunerazioni si poggia, dimostrando come una corretta interpretazione ed applicazione dell'art. 2389 possa essere il principale argine ad eventuali abusi da parte di amministratori e società.

CAPITOLO 1: LA CRUCIALITÀ DEL RUOLO DEGLI AMMINISTRATORI E DELLA LORO REMUNERAZIONE

1. Fattori che determinano il compenso

1.1 Modalità di determinazione e contesto societario

Nelle società quotate di tutto il mondo, per quanto riguarda le prassi remunerative degli amministratori il punto di maggior interesse piuttosto che il "quanto" gli amministratori vengono remunerati è il "come" questi percepiscono la loro remunerazione.

Soprattutto dopo la crisi finanziaria del 2008 il tema di "come" vengono remunerati gli amministratori è diventato un tema caldo a livello mondiale, che ha portato i legislatori di tutto il mondo ad intervenire sulla materia, al fine di riformare i sistemi di *corporate governance* delle principali società con azioni quotate sul mercato. Se dal punto di vista della *corporate governance* vi è stata una sostanziale uniformità a livello mondiale nel rendere il

sistema di determinazione dei compensi sempre più trasparente e sempre più incentrato sul controllo degli azionisti, permangono differenze sostanziali nelle modalità di determinazione ed erogazione dei compensi, inevitabilmente influenzate dal diverso contesto economico nel quale le società operano.

Un primo esempio utile è quello delle *public companies* di tradizione anglosassone. Queste società, tipiche delle realtà economiche inglesi e statunitensi, si caratterizzano per avere una proprietà (*ownership*) molto ampia e diffusa, composta da numerosissimi azionisti. In questo contesto, le principali modalità di remunerazione degli amministratori sono due. La prima si basa sulla fisiologica divergenza di interessi tra soci ed amministratori: tale situazione comporta che il sistema di remunerazione adottato per ovviare a questa divergenza debba essere un sistema basato sull'incentivo dell'amministratore; avendo gli azionisti solo una quota molto frammentata di partecipazione e quindi non potendo riuscire in concreto ad indirizzare al meglio l'operato degli amministratori, spesso questi vengono remunerati sulla base di incentivi legati a obiettivi di *performance* economici- finanziari della società.¹ Alternativa a tale sistema, è quella di delegare totalmente la decisione sulla determinazione dei compensi all'organo gestorio stesso. In questo modo, gli azionisti non saranno coinvolti² nel procedimento di determinazione del compenso e gli amministratori avranno maggiore spazio di manovra, evitando che gli azionisti interferiscano direttamente nelle decisioni concernenti la gestione societaria.

Situazione diversa vi è invece nei contesti economici dove sono prevalenti le imprese con proprietà concentrata. Esempio tipico sono le società europee, dove nella maggior parte delle società quotate vi sono azionisti che detengono un cosiddetto "blocco maggioritario"³ (*blockholders*) di partecipazioni. In tale contesto, vi è una situazione del tutto antitetica rispetto a quanto avviene nelle *public companies*, dove invece vi saranno una presenza ed un controllo maggiormente penetranti da parte degli azionisti sull'operato degli amministratori. In queste società, saranno prevalenti sistemi di remunerazioni basati maggiormente sulla parte di remunerazione fissa, non essendo strettamente necessario

¹ BOFFELLI, *Remunerare gli amministratori, compensi incentivi e governance*, 3.

² Nei contesti di società a proprietà diffusa, spesso sono gli azionisti stessi ad essere disinteressati a tali dinamiche societarie. Molto spesso, le azioni di tali società sono compravendute a puro scopo speculativo, motivo per cui molti azionisti sono del tutto disinteressati dall'esercitare i diritti collegati alla propria partecipazione azionaria.

³ Ad esempio, in Germania questo tipo di società sono più del 50% mentre in Inghilterra meno del 18%.

incentivare gli amministratori attraverso l'erogazione di compensi variabili legati a obiettivi di *performance*.⁴

Al di là delle differenze che possono intercorrere tra i diversi contesti economici, le modalità generali di corresponsione del compenso degli amministratori sono le medesime. Generalmente, si compone di due parti: una fissa e una variabile. La parte variabile è molto spesso lo strumento con il quale le società "incentivano" i propri amministratori, e può essere costituita sia da valori monetari sia da altre forme di compenso (come, ad esempio, *stock options* o partecipazioni agli utili).

Nello specifico, è impossibile elaborare uno schema generale universalmente valido che riassume quali sono tutti gli specifici criteri a cui le società si attengono per la specifica determinazione del compenso, soprattutto per la parte monetaria. Solitamente le macro-aree nelle quali si dividono i fattori fondamentali che determinano il compenso degli amministratori sono tre: la competenza (che può essere intesa come competenza manageriale, di relazione o tecnica), la creatività (intesa come tendenza ad assumere l'iniziativa e qualità elaborativa dei problemi) e la responsabilità (da intendere come potere decisionale assunto e impatto sui risultati complessivi della società).⁵

1.2 Remunerazione degli amministratori e parametri leva

Alla luce delle considerazioni svolte, pare evidente come al di là delle forme di determinazione della parte fissa o parte variabile, uno dei temi più cruciali per le principali società è quello di riuscire a commisurare il compenso (erogato in qualsiasi forma) con gli obiettivi strategici e i relativi parametri. In un'economia nella quale la remunerazione *pay for performance* è sempre più cruciale per le imprese, è importante riuscire a determinare nello specifico quali debbano essere i parametri a cui le società stesse si devono attenere per la determinazione del compenso degli amministratori.

Anche in questo caso, chiaramente, non esistono dei parametri universali ai quali tutte le società si possono attenere: ogni società deve scegliere i propri criteri tenendo conto di una

⁴ BOFFELLI, *Remunerare gli amministratori, compensi incentivi e governance*, 5.

⁵ BOFFELLI, *Remunerare gli amministratori, compensi incentivi e governance*, 6.

serie di fattori endogeni, al fine di riuscire a adattarsi al meglio nel contesto economico nel quale sono calati. Allora, innanzitutto, il primo passo del procedimento al quale le società devono attenersi nella scelta dei parametri deve essere quello dell'analisi della società stessa, anche tenendo conto di dati patrimoniali ed economici. Dopo aver analizzato quali sono i punti di debolezza e i punti di forza della gestione societaria, è necessario (per i motivi già esposti) che si proceda con l'analisi ambientale economica nel quale la società opera, al fine di riuscire a cogliere quali sono le minacce e le opportunità che coinvolgono la società e quali sono gli specifici obiettivi di *performance* che questa deve raggiungere.⁶

Di conseguenza, i criteri a cui le società parametrano la remunerazione dei propri amministratori dipendono innanzitutto da quelli che sono gli obiettivi primari della società stessa. Ad esempio, uno dei principali obiettivi che le società potrebbero inseguire è quello dello sviluppo dimensionale dell'impresa all'interno del proprio mercato di riferimento. In questo ambito, il compenso degli amministratori può essere parametrato a diverse misure: nuovi clienti acquisiti, nuovi prodotti commercializzati, quote di mercato acquisite. Volendo adottare un approccio maggiormente analitico, si possono utilizzare anche parametri dimensionali che esprimano maggiormente dal punto di vista monetario quali sono gli obiettivi che grazie agli amministratori sono stati raggiunti: i ricavi derivanti dai nuovi prodotti, i ricavi dai nuovi clienti, i ricavi per mercato-segmento.⁷

Uno degli obiettivi maggiormente analitici alle quali le società possono mirare, e di conseguenza utilizzano per parametrare la remunerazione dei propri amministratori, è quello della solidità patrimoniale. Convenzionalmente, la solidarietà patrimoniale di una società si misura tenendo conto del livello di dipendenza da capitali di terzi e tenendo conto, nella composizione dell'attivo e del passivo, quanta parte di attivo è coperta da mezzi propri.⁸ Per entrambe queste situazioni, la prassi economica finanziaria ha elaborato due valori: la Posizione Finanziaria netta (intesa come rapporto tra debiti e crediti finanziari) e il Margine Operativo Lordo (derivabile dalla gestione operativa degli ammortamenti)⁹. Per entrambi i valori, l'influenza che l'organo gestorio esercita è determinante: basti pensare alla politica che l'organo gestorio determina in materia di mezzi propri (per quanto sia richiesto il voto dell'assemblea) oppure al ruolo che hanno gli amministratori nel riuscire a soddisfare i

⁶ IBID.

⁷ IBID.

⁸ ID.

⁹ FIORI E TISCINI, *Economia Aziendale*, 57.

fabbisogni finanziari dell'impresa. Allora, gli specifici parametri che possono essere adottati nella determinazione dei compensi sono diversi: il rapporto tra mezzi propri e immobilizzazioni o debiti finanziari, la presenza di nuovi investimenti, la quantità di prestiti rimborsati.¹⁰

Ulteriore parametro fondamentale utilizzato per la determinazione del compenso degli amministratori può essere quello del valore dell'azienda, inteso come valutazione su valore creato oppure distrutto dalla gestione societaria dei dirigenti. I valori economici che misurano il valore dell'azienda sono principalmente due: l'*Economic Value Added* (EVA) e il *Market Value Added* (MVA). Mentre l'EVA è un valore ex post, che si misura dopo la chiusura del bilancio e tenendo conto della differenza tra costi e ricavi, il MVA si basa su un'analisi ex ante di carattere provvisoria. In tale ambito, i parametri che possono essere adottati sono: per l'appunto il valore creato (calcolato con l'EVA o con il MVA), il rapporto tra costi operativi e ricavi, costi del personale o del marketing sostenuti, generazione di cassa.¹¹

2. La Agency Theory

Il problema della divergenza di interessi tra chi amministra una società e chi materialmente ne è proprietario, era già stato evidenziato da Adam Smith nel 1776 nella "La ricchezza delle nazioni": *"The directors of such companies ... , being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own."* Obiettivo di molti studiosi del diritto e dell'economia è stato quindi quello di riuscire a ideare una soluzione alla divergenza di interessi, in modo tale da minimizzare la perdita di valore causata da questo conflitto. In tale contesto assume fondamentale importanza la dottrina del *"nexus of contracts"*, per la quale una società non è nient'altro che una vera e propria "rete" di accordi tra le parti che in tal modo regolano i propri rapporti secondo forme contrattuali; in tale rete l'accordo che assume maggior importanza è quello tra gli amministratori e i soci il cui rapporto è quindi regolato dall'atto costitutivo e dallo statuto della società.¹²

¹⁰ BOFFELLI, *Remunerare gli amministratori, compensi incentivi e governance*, 10

¹¹ BOFFELLI, *Remunerare gli amministratori, compensi incentivi e governance*, 10

¹² FIORE E TISCINI, *Economia aziendale*, 60.

Nel contesto di una tale analisi economica del diritto, dove viene dato risalto ai rapporti contrattuali che regolano le vicende intra-societarie, gli economisti *Michael Jensen* e *William H. Meckling* hanno ideato nel 1976 la c.d *agency theory*, per la quale si può definire il rapporto amministratori-soci come : ‘ ‘ *un contratto in base al quale una o più persone (il principale o i principali) obbligano un'altra persona (l'agente) a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere all'agente*’’. In tale analisi quindi il rapporto tra i soci, anche detti *principal*, e gli amministratori, anche detti *agent*, è regolato similamente a quello che è un contratto di agenzia: deve essere quindi stabilito come e in che termini gli *agent* devono amministrare la società in favore dei *principal*. E' quindi cruciale per ogni società individuare la tipologia di contratto più adatta al fine di allineare le azioni dei manager agli interessi degli azionisti: a tal proposito si possono distinguere gli *outcome-based contracts*, basati su quelli che sono i risultati delle azioni degli agent, e i *behaviour-based contracts*, definiti in relazione ai comportamenti (come ad esempio decisioni e azioni) assunti dagli agent.¹³ Questa teoria ha riscosso particolare successo nel secolo scorso e continua ad essere ancora molto accreditata, ad esempio proprio grazie all'*agency theory* si può dimostrare dal punto di vista empirico come grandi società continuino a prosperare negli anni nonostante le evidenti divergenze di interessi tra azionisti e *manager*.

L'*agency theory* offre una soluzione ai problemi causati dai comportamenti opportunistici delle parti, che sono sempre portati a massimizzare quelli che sono i loro interessi. Tuttavia, tale tendenza può essere limitata, utilizzando una forma contrattuale idonea, ma non può essere fisiologicamente eliminata del tutto. Bisogna tener conto di come la presenza di asimmetrie informative tra *agent* e *principal* possa minare il rapporto di agenzia che si instaura tra le parti e di come l'*agent* possa opportunisticamente trarne beneficio. Si possono quindi identificare principalmente due tipologie di comportamenti opportunistici che l'*agent* può attuare: la *selezione avversa* (antecedente alla stipula del contratto) e l'*azzardo morale* (successivamente alla stipula).¹⁴

La *selezione avversa* è una situazione nella quale, prima della stipula di un contratto, la parte che stabilisce le condizioni ed i termini del contratto (il *principal*) ha meno informazioni dell'altra parte (l'*agent*), il quale di conseguenza sfrutta l'asimmetria per trarne vantaggio.

¹³ IBID.

¹⁴MACHO-STADLER, PÈREZ-CASTRILLO E WATT, *An Introduction to the Economics of Information: Incentives and Contracts*, 37

Spesso si tratta di informazioni personali concernenti l'agente, e in quanto tali difficili da scoprire per i *principals*, il quale sfrutta per ottenere la stipula del contratto. L'unico modo che i *principals* hanno per risolvere il problema è quello di valutare l'*agent* sulla base di quelle che sono le informazioni note e, di conseguenza scegliere e redigere il contratto che sembra più adatto per l'incarico che andrà a ricoprire. In questi casi, dunque, i *principals* non potranno intervenire successivamente alla stipula del contratto, ma potranno solo valutare *ex ante* l'idoneità dell'*agent*.¹⁵

Diversamente, il problema del c.d. *azzardo morale* si ha quando emerge un'asimmetria informativa a favore degli agenti successivamente alla stipula del contratto. Si deduce quindi che i comportamenti opportunistici dell'agente, assunti in forza del vantaggio informativo ottenuto, non siano del tutto eliminabili dai *principals* in quanto la variabile informativa che ha mutato il rapporto di agenzia era sconosciuta al momento della stipula del contratto. Ciò comporta che non è possibile, come nel caso della selezione avversa, modificare i termini del contratto in modo tale da rimediare al gap informativo. Tuttavia, vi possono essere delle soluzioni volte quantomeno ad orientare il comportamento degli *agents* nella direzione indicata dai *principals*, il che fa sorgere dei costi: costi di sorveglianza, ossia quelli impiegati per monitorare l'attività dell'*agent*, o anche costi di obbligazioni sostenuti dall'*agent* al fine di assicurare ed eventualmente indennizzare il *principal* per i propri comportamenti tenuti.

Nel contesto dell'analisi del rapporto di agenzia tra *principals* e *agents*, è fondamentale considerare anche la c.d. *parte residua*, intesa come la differenza di utilità tra il comportamento concretamente tenuto dall'*agent* e quello che avrebbe dovuto tenere per massimizzare l'interesse del *principal*.¹⁶

Un ulteriore limite dell'*agency theory* risiede nel contesto nella quale la teoria stessa è stata ideata. Jensen e Meckling hanno elaborato la dottrina focalizzando i propri studi sulle tendenze del rapporto *shareholders-managers* all'interno del capitalismo anglo-sassone, caratterizzato dalla presenza di grandi *corporations* dove l'azionariato molto diffuso accentua la separazione tra *principals* e *agents*. La dottrina incontra dei limiti evidenti qualora questa venga applicata a contesti diversi dal capitalismo anglo-sassone. Basti pensare ai modelli di *corporate governance* tipici del contesto europeo dove in molte società vi è identità tra gli azionisti di riferimento e gli amministratori della società. All'interno di

¹⁵ Ibid.

¹⁶ Ibid.

questi contesti, dove non vi è un alto grado di diffusione dell'azionariato ma all'opposto vi è una concentrazione in capo a grandi azionisti di maggioranza (c.d. *nocciolo duro*), il contratto di agenzia che disciplina il rapporto soci-amministratori può non risultare sufficiente ad allineare gli interessi di tutti gli azionisti con quelli del *management*; allora si potrebbe pensare di regolare anche il rapporto tra azionisti di maggioranza ed azionisti di minoranza con un modello contrattuale riconducibile ad un contratto di agenzia in modo tale da riallineare gli interessi tra gli azionisti.¹⁷

3. Le prassi remunerative maggiormente diffuse

3.1 Piani di *stock options*

Storicamente, i piani di *stock options* hanno rappresentato una delle prassi remunerative più diffuse nel panorama economico mondiale. Costituisce una delle principali modalità di erogazione del compenso per quanto riguarda la sua componente variabile. Originariamente, la prassi nasce sul finire degli '90 negli Stati Uniti, e si diffonde rapidamente anche in Europa. In Italia, vengono ufficialmente riconosciute¹⁸ come forma di remunerazione degli amministratori con la riforma del diritto societario del 2003. La nuova formulazione dell'articolo 2389 del Codice civile prevede esplicitamente per la prima volta di poter remunerare gli amministratori attraverso la: '*attribuzione del diritto di sottoscrivere a prezzo predeterminato azioni di futura emissione*'. A livello comunitario, soprattutto per quanto riguarda la disciplina con società quotate in pubblici mercati, i piani di *stock options* sono sempre stati al centro degli interventi in materia di *corporate governance*, alla luce delle possibili manipolazioni che il mercato potrebbe subire in seguito all'abuso, da parte degli amministratori stessi, di una tale forma di erogazione del compenso.

Le *stock options* possono essere definite come degli strumenti finanziari, non cedibili a terzi, le quali attribuiscono agli amministratori o ai dirigenti di una società di poter sottoscrivere azioni della società stessa a determinate condizioni prestabilite.¹⁹

Le condizioni predeterminate principali di un piano di *stock options* sono due: lo *strike price* e il *vesting period*. Lo *strike price* è il prezzo prefissato, di solito più vantaggioso rispetto al

¹⁷ FIORE E TISCINI, *Economia aziendale*, 61

¹⁸ Nella prassi, era una modalità di erogazione del compenso già ampiamente utilizzata.

¹⁹ CAPPIELLO, *Stock options e corporate governance* in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 135

prezzo di mercato, al quale l'amministratore a cui è stato concesso il diritto d'opzione può acquistare le azioni emesse dalla società. Il *vesting period*, invece, indica il lasso di tempo all'interno del quale gli amministratori possono acquisire le azioni²⁰. Molto spesso, il *vesting period* comincia a decorrere da qualche anno dopo l'attribuzione del diritto di opzione, e ciò per evitare che vi possano essere abusi nel brevissimo periodo da parte degli amministratori a cui questo compenso è stato riconosciuto. Chiaramente, il vantaggio economico che gli amministratori possono trarre da una simile forma di compensazione risiede nella differenza positiva tra lo *strike price* a cui questi sottoscrivono le azioni con il loro contestuale valore di mercato, al fine di poterle monetizzare.

Alla luce della versatilità dello strumento, le *stock options* hanno trovato declinazioni molto diverse nella prassi societaria internazionale. Ad esempio, le *index stock option* sono delle *stock options* il quale *strike price* è commisurato sulla base di un parametro prefissato. Spesso, queste sono parametrizzate ad indici specifici che sono rappresentativi o del mercato di riferimento nel quale l'impresa opera o delle imprese concorrenti; lo scopo di tale strumento pare chiaro: invogliare attraverso questa forma specifica di remunerazione gli amministratori a "fare meglio" rispetto ai propri concorrenti, al fine di percepire un compenso maggiore. In ogni caso, gli indici alle quali le società decidono di parametrare i propri piani di *stock options* possono essere dei più vari, e dovranno essere le singole società a dover decidere quali sono i criteri finanziari economici migliori che possono essere utilizzati al fine di incentivare maggiormente gli amministratori.²¹

Sempre nell'ottica dell'utilizzo delle *stock options* come mezzo di incentivazione degli amministratori, un'altra forma di remunerazione atipica sono le *performance-vested stock option*. Queste sono delle particolari *stock option* la cui acquisizione in capo agli amministratori può essere perfezionata solo nel momento in cui determinati obiettivi di *performance* vengono raggiunti. Ed evidente che per quanto riguarda queste *stock options*, la finalità di subordinare una maggiore remunerazione degli amministratori a dei migliori risultati della società è esplicita e diretta. Gli obiettivi che possono essere prefissati al fine per gli amministratori di ottenere il riconoscimento del diritto di opzioni possono essere molteplici: raggiungimenti di determinati obiettivi dimensionali, determinati incrementi di

²⁰ Ibid

²¹ N. JANAKIRAMAN, R.A. LAMBERT e D.F. LARCKER, *An Empirical Investigation of the Relative Performance Evaluation Hypothesis*, in 30 *Journal of Accounting Research*, 66, (1992)

fatturato oppure semplicemente la crescita della quotazione azionaria sino ad un certo livello.²²

Ulteriori diverse forme di *stock options* che nella prassi si sono diffuse sono molteplici e variegate. Le *purchased option*, ad esempio, consentono agli amministratori di acquisire le azioni rinunciando però a parte del proprio compenso fisso monetario, o ancora le *phantom stock*, le quali consentono al soggetto al quale sono state riconosciute la facoltà di percepire l'apprezzamento del titolo azionario della società tra il giorno dell'attribuzione del diritto di opzione e il giorno del loro esercizio, sia sotto forma di azioni sia sotto forma di denaro.²³

Aldilà della forma utilizzata di *stock options*, le finalità dello strumento permangono sempre le stesse. L'obiettivo è infatti quello di incentivare gli amministratori, tramite il riconoscimento di una remunerazione maggiore per quanto aleatoria, a perseguire nell'interesse proprio e della società migliori *performance* finanziarie ed economiche. Di fatto, la circostanza per la quale delle azioni della società vengono detenute dagli amministratori della stessa, equipara seppur solo in parte la posizione degli amministratori a quella dei soci, facendoli partecipare nel rischio d'impresa. È chiaro che, tenendo conto dei dettami della *agency theory*, non esiste nessun modo maggiormente efficiente di riallineare gli interessi dei soci con quelli degli amministratori di farli partecipare, seppur in parti diverse, al rischio d'impresa. Inoltre, non vanno sottovalutati gli effetti "secondari" che il riconoscimento di *stock options* può generare sugli amministratori qualora questi, creando un circolo virtuoso, riescano ad amministrare al meglio la società verso *performance* significative. Ad esempio, il crescente valore delle azioni nel tempo può generare una maggiore "fidelizzazione" degli amministratori nei confronti della società, che saranno incentivati ad una maggiore permanenza nella società stessa. Ancora, non va sottovalutata l'importanza del riconoscimento di *stock options* nel momento in cui la società ha scarse risorse liquide, soprattutto nella prima fase del progetto imprenditoriale.²⁴

Lo strumento delle *stock options*, diventato velocemente molto inflazionato nella prassi societaria mondiale, tuttavia, rischia di rilevarsi particolarmente pericoloso qualora non sia fatto un uso proprio o qualora venga usato in maniera abusiva. Infatti, già agli inizi degli anni 2000, i legislatori mondiali hanno deciso di intervenire sul tema al fine di

²² CAPPIELLO, *Stock options e corporate governance*, 137.

²³ DE POLIS, *Innovazione finanziaria*, 153

²⁴ CAPPIELLO, *Stock options e corporate governance*, 141

regolamentarlo.²⁵ Innanzitutto, un primo pericolo va ricercato dal punto di vista temporale. La concessione agli amministratori del diritto di opzione su azioni della società medesima, incentiva gli amministratori stessi ad adottare politiche maggiormente efficienti e sostenibili anche per il proprio tornaconto personale, però ciò può avvenire solo in un'ottica di gestione di lungo periodo. Infatti, gli amministratori ben potrebbero, al fine di massimizzare il proprio guadagno a discapito di quello della società, decidere di vendere immediatamente le azioni sottoscritte a condizioni convenienti, utilizzando le azioni ricevute come uno strumento totalmente speculativo piuttosto che partecipativo. Proprio per queste ragioni, i piani di *stock option* prevedono che ci sia il *vesting period*, ossia il periodo che intercorre tra il riconoscimento del diritto d'opzione e l'effettivo esercizio dello stesso: solo in questo modo può essere scongiurata la tendenza degli amministratori a voler massimizzare il proprio profitto individuale nel breve periodo (cd *shortermism*) piuttosto che quello collettivo della società nel lungo periodo.

Ancora, un altro potenziale pericolo risiede nel sostanziale ‘conflitto di interessi’ in cui gli amministratori in possesso di *stock options* sono coinvolti; di fatto questi assumono all'interno della medesima società un ruolo duplice: quello di *manager* e quello di *shareholder*. In talune situazioni quindi, gli amministratori potrebbero trovarsi ad assumere scelte amministrative che non mirano tanto ad un possibile vantaggio per la società quanto al proprio personale. Un esempio significativo è quello in cui gli amministratori hanno sottoscritto delle azioni ad uno *strike price* inferiore rispetto al loro valore di mercato²⁶: in tali situazioni gli amministratori potrebbero decidere di adottare decisioni rischiosamente ‘conservative’ al fine di non perdere il potenziale guadagno che possono ricavare dalla differenza del valore delle azioni del mercato e lo *strike price* con il quale le hanno sottoscritte.²⁷

Un'altra criticità risiede dal punto di vista informativo. È chiaro che gli amministratori che compravendono sui mercati quotati azioni della società che loro stesso amministrano abbiano un vantaggio informativo nettamente superiore rispetto a tutti gli altri operatori del mercato. Si potrebbero creare situazioni in cui gli amministratori occultino volontariamente delle informazioni agli investitori, al fine di massimizzare il valore delle azioni in proprio

²⁵ Basti pensare alle Raccomandazioni della Commissione Europea dei primi anni 2000.

²⁶ In questo caso, sono dette *stock options* ‘*in the money*’

²⁷ CAPPIELLO, *Stock options e corporate governance*, 145

possesso. In una tale circostanza, non è chiara la linea di confine tra il comportamento lecito dell'amministratore-azionista e una situazione di *insider trading*²⁸, che in molti ordinamenti (tra cui quello italiano) è una fattispecie considerata illecita.²⁹

Alla luce di quanto esposto, sono chiari sia gli evidenti vantaggi che le *stock options* possono portare sia gli insidiosi pericoli che possono nascondere. Quello che deve essere ben chiaro per le imprese, anche alla luce della sostanziale atipicità dello strumento, sono le condizioni con le quali le *stock option* stesse vengono riconosciute: attraverso uno studio analitico della società e del contesto in cui opera, possono essere creati piani che prevedono condizioni quali *strike price* e *vesting period* che minimizzano il rischio di eventuali speculazioni abusi. Dal punto di vista legislativo, sia a livello comunitario che mondiale, i principali interventi sono stati effettuati in tal senso: creando degli standard soprattutto di trasparenza al fine di evitare che le *stock options* diventino uno strumento nocivo e manipolativo del mercato.

3.2 Partecipazioni agli utili

Un'altra modalità peculiare di erogazione del compenso degli amministratori è quello di renderli direttamente partecipi agli utili economici realizzati dalla società durante il periodo amministrativo della stessa.

Dal punto di vista concettuale, questa forma di remunerazione per fini ed obiettivi è di fatto simile alle *stock options*: la posizione degli amministratori viene avvicinata a quella dei soci e anche gli amministratori avranno un proprio interesse personale a garantire delle migliori performance economiche della società.

Dal punto di vista pratico invece, l'obiettivo di tale strumento è quello di raggiungere i medesimi fini delle *stock options* tentando al contempo di minimizzare i rischi e le manipolazioni che ne possono derivare. Infatti, allo stesso tempo, gli amministratori sono in parte assimilati ai soci per quanto riguarda la possibilità di partecipare agli utili di esercizio³⁰ ma d'altro canto non c'è alcuna assegnazione di partecipazioni societarie, andando quindi ad escludere ogni possibile effetto speculativo o manipolativo legato all'assegnazione delle

²⁸ Da intendere come lo sfruttamento di informazioni non di dominio pubblico, la cui divulgazione avrà effetti nelle quotazioni di titoli, per effettuare operazioni in borsa traendo vantaggio dalla loro conoscenza anticipata.

²⁹ CAPPIELLO, *Stock options e corporate governance*, 152

³⁰ Utile per altro creato proprio grazie all'amministrazione degli amministratori stessi.

stesse. Esempio calzante è quello dell'ordinamento italiano, il quale prevede con l'articolo 2349 del Codice civile che la partecipazione agli utili (non solo degli amministratori ma anche dei dipendenti della società) consista sia nell'emissione di azioni gratuite, ma che prevedano particolari forme e modalità circa i diritti collegati e la circa le condizioni di trasferibilità delle stesse.

Sostanzialmente, quindi, la remunerazione consiste nell'assegnazione gratuita di azioni effettuata in forza alla realizzazione dell'utile di esercizio o di riserve costituite in precedenza. D'altro canto, non prevedendo la possibilità di alienare e quindi di compravendere queste azioni, non vi è possibilità che gli amministratori possano adottare comportamenti abusivi grazie alle azioni a loro concesse³¹.

Se però, da un lato viene eliminato l'elemento manipolativo legato alla compravendita di azioni sottoscritte in base a piani di *stock options*, permangono i medesimi rischi per quanto riguarda il potenziale conflitto di interessi generato dal dualismo amministratore-socio soprattutto dal punto di vista gestionale ed amministrativo.

3.3 *Carried interest*

Una peculiare forma di remunerazione, diffusa soprattutto nei sistemi di remunerazione dei managers di fondi di *private equity*, è quella del cd *carried interest*. I *carried interest* costituiscono piani azionari di incentivazione che prevedono degli strumenti finanziari partecipativi con diritti "rafforzati".

Gli amministratori dei fondi di investimento, quindi, sono qualificati come dei veri e propri co-investitori, i quali possono godere dei propri diritti patrimoniali rafforzati a determinate condizioni. Queste condizioni sono: la misura di co-investimento nel fondo, presupposti di maturazione del rendimento e un vincolo di *lock-up* (ossia un tempo minimo di investimento).

³¹ BOFFELLI, *Remunerare gli amministratori, compensi incentivi e governance*, 15

Sostanzialmente, quindi, la retribuzione consiste nel riconoscimento di risultati economici che eccedono una determinata soglia (*hurdle*), il cui eccesso è riconosciuto come premio agli amministratori sotto forma di remunerazione.³²

3.4 *Fringe benefits*

Concorrono a formare la remunerazione erogata agli amministratori anche i cd *fringe benefit*. I *fringe benefit* sono dei benefici non monetari concessi agli amministratori, collegati all'esercizio della loro attività. Costituiscono *fringe benefit* ad esempio: l'auto aziendale, le polizze assicurative, alloggi aziendali ma anche finanziamenti agevolati.

Di fatto, sono una categoria di benefit concessi agli amministratori di difficile definizione, potendo comprendere al proprio interno una serie innumerabile di elementi. In via generale, si può dire che qualsiasi bene o servizio erogato *ad personam* non monetario costituisce un *fringe benefit*.

Questi di solito sono previsti dal contratto che regola il rapporto dell'amministratore con la società. Il loro scopo è, chiaramente, quello di fornire un'incentivazione all'amministratore non attraverso uno strumento economico o monetario, bensì attraverso una serie di benefit accessorio che possano agevolare l'amministratore nello svolgimento del proprio ufficio. Sono una prassi che si sta diffondendo sempre di più, in quanto considerata fondamentale nei nuovi assetti di *welfare* aziendale dell'economia moderna.

Alla luce della sostanziale atipicità dello strumento, gli interventi legislativi sul tema non sono stati particolarmente incisivi. Nell'ordinamento italiano si è intervenuti soprattutto per regolare quello che è il trattamento fiscale dei benefit riconosciuti agli amministratori.

3.5 *Golden parachutes*

³² CAPPIELLO, *Stock options e corporate governance*, 155

Per *golden parachutes* (o anche trattamento di fine mandato) si può intendere qualunque trattamento economico concesso dalla società agli amministratori a termine del loro mandato. Tra tutte le modalità di erogazione del compenso, sicuramente questa è quella che è stata maggiormente al centro del dibattito sui sistemi di *corporate governance* e delle cronache finanziarie mondiali. Infatti, costituiscono probabilmente la parte di compenso maggiormente rilevante (almeno dal punto di vista monetario) dei principali *top managers* delle più grandi società mondiali.

Le criticità legate al riconoscimento di *golden parachutes* riguardano principalmente due aspetti: quello informativo, essendo ritenute dal mercato altamente *price sensitive*³³, e quello riguardo la natura stessa del trattamento di fine mandato e delle sue condizioni di operatività.

Quello che è fondamentale, è riuscire a cogliere quale sia la funzione del riconoscimento del trattamento di fine mandato. *Prima facie*, bisogna vedere la presenza di un trattamento di fine rapporto come una condizione che non va ad esclusivo vantaggio dell'amministratore che ne usufruisce, bensì come una statuizione che tutela in qualche modo anche la società. Di fatto, attraverso la previsione di *golden parachutes* in favore di amministratori revocati o dimissionari, la società stabilisce un "costo" e quindi si riserva la facoltà di "comprare" l'uscita dall'organo amministrativo di un amministratore per diversi motivi.³⁴

Lo strumento, quindi, viene ideato come uno strumento a tutela della società e, nel caso di società quotate, a tutela anche degli investitori. Tuttavia, alla luce anche della sostanziale discrezionalità nella determinazione della quantità del trattamento e delle modalità di riconoscimento dello stesso, il *golden parachutes* possono nascondere comportamenti nocivi e opportunistici da parte dei soggetti che ne beneficiano. Infatti, in numerosi ordinamenti la disciplina dei *golden parachutes* è soggetta a specifica regolamentazione per quanto riguarda l'erogazione del compenso e i presupposti dello stesso.

Una prima possibilità di criticità può riscontrarsi nella circostanza in cui il trattamento di fine mandato sia erogato in maniera del tutto incondizionata all'amministratore uscente. A tal proposito, calzante è l'esempio del Codice di autodisciplina italiano delle società quotate che

³³ Delle informazioni si dicono *price sensitive* quando riguardano dei fatti sociali che sono suscettibili di influenzare notevolmente gli strumenti finanziari emessi dalla società stessa.

³⁴ CHILOIRO, *I golden parachutes, tra ibridismo causale e confusione nelle competenze deliberative* in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2014, 145

prevede che non vi sia l'erogazione del paracadute in caso in cui la cessazione dell'incarico sia dovuto dalla circostanza per cui l'amministratore ha raggiunto "risultati obiettivamente inadeguati"³⁵. Ancora, già nel 2009 la *European Corporate Governance Forum* ha qualificato come una vera e propria situazione "patologica" per le società quotate europee la circostanza in cui gli amministratori percepiscono *golden parachutes* sulla base di risultati di *performance* per nulla soddisfacenti e fallimentari³⁶, creando di fatto una situazione paradossale di *pay for failure*. Allora, in una situazione del genere, il *golden parachute* perde completamente la propria giustificazione economica, passando da uno strumento di natura indennitaria o compensativa ad uno strumento che assume una funzione di *spoiling*, similmente a quanto avviene negli alti livelli della Pubblica Amministrazione. Il pericolo quindi risiede in utilizzo dello strumento del *golden parachute* che di fatti ne esaspera la natura: se è vero che il paracadute stesso è uno strumento di tutela anche per la società, permettendo di "liberarsi" di un amministratore sgradito riconoscendogli un indennizzo economico (che per sua natura ha come effetto, se pur indiretto, di scoraggiare l'amministratore uscente ad intraprendere qualsivoglia lite con la società), è anche vero che riconoscere allo strumento stesso una funzione di *spoiling* del tutto disancorata da i risultati economici e finanziari concretamente raggiunti e permettendo in ogni momento alla società di poter "comprare" l'uscita di un amministratore incondizionatamente, costituisce per certo una manipolazione dello strumento del "paracadute d'oro" e un suo abuso che può causare danni alla società stessa.³⁷

Un ulteriore problema nel concreto esercizio del *golden parachute* consiste nei possibili conflitti che può causare all'interno della compagine azionaria. Infatti, se è vero che di fatto il costo legato all'esercizio del *golden parachute* grava, chiaramente, sul bilancio dell'intera società, il vantaggio che ne deriva non è di tutta la compagine societaria. Infatti, è chiaro che in seguito all'uscita di un amministratore, la parte di azionisti che ha votato e deciso di sostituirlo troverà la possibilità di nominare un membro del consiglio di amministrazione che sia espressione di quella compagine azionaria, a danno chiaramente di tutti gli altri azionisti che hanno votato contro la liquidazione dell'amministratore. Questi ultimi, quindi,

³⁵ CHILOIRO, *I golden parachutes, tra ibridismo causale e confusione nelle competenze deliberative*, 146

³⁶ FRONTIS GOVERNANCE, *Studio sulle remunerazioni nelle società quotate in Italia*, 14

³⁷ CHILOIRO, *I golden parachutes, tra ibridismo causale e confusione nelle competenze deliberative*, 154

difficilmente potranno avere qualche forma di tutela e dovranno “sopportare” la scelta adottata da altri azionisti.³⁸

In conclusione, è opportuno sottolineare come proprio anche per mezzo delle criticità appena esposte, l'erogazione di paracaduti eccessivamente corposi siano state al centro di molteplici scandali finanziari. Basti pensare al caso dell'Ing. Cimoli, esposto nel terzo capitolo dell'elaborato o dell'ex presidente di Assicurazioni Generali, al quale è stato corrisposto un trattamento di fine mandato di 16,65 milioni di euro. A tal proposito, dal punto di vista statistico, è stato anche sottolineato come spesso l'erogazione di paracaduti eccessivamente sproporzionati, siano stati preludi di successivi fenomeni di insolvenza.³⁹

4. GLI AMMINISTRATORI COME *INTANGIBILE ASSETS*

4.1 Valore impresa e gestione del capitale umano

Alla luce delle analisi svolte, risulta chiaro come il tema della remunerazione degli amministratori, specie dalla crisi del 2008 in poi, abbia assunto un ruolo cruciale all'interno degli assetti di *corporate governance* mondiali. Grazie alle considerazioni svolte in tema di *agency theory* e di *performance* aziendali di lungo periodo, i legislatori di tutto il mondo hanno trovato nella disciplina dei compensi percepiti dagli amministratori un ottimo modo per riallineare gli interessi degli amministratori con quelli non solo dei “membri” delle società, ma anche nei confronti dei cd. *stakeholders*, ossia ogni possibile soggetto “interessato”, anche se non direttamente, alle *performance* economiche e finanziarie della società. In un tale contesto, le società (specie quelle quotate o comunque di maggiori dimensioni) assumono un ruolo di veri e propri “responsabili” all'interno del tessuto socioeconomico mondiale, avendo una forte capacità di poterlo manipolare ed influenzare. Tutto ciò premesso, serve a comprendere perché i legislatori di tutto il mondo abbiano deciso di attuare il raggiungimento degli obiettivi di *performance* e sostenibilità tanto predicati a livello comunitario e mondiale proprio attraverso, tra le altre cose, la regolamentazione dei compensi degli amministratori.

³⁸ CHILOIRO, *I golden parachutes, tra ibridismo causale e confusione nelle competenze deliberative*, 156

³⁹ EVANS, JOCELYN, THOMAS, THORNTON, *Regulatory distortion of management compensation: The case of golden parachutes for bank managers*, in 21 *Journal of Banking & Finance*, 825.

Nell'odierno contesto economico, all'interno del quale è fondamentale per le principali società la creazione di valore in modo sostenibile, ha assunto valore fondamentale lo sfruttamento economico non solo di tutti gli *assets* "tangibili" (tutte quelle risorse aventi rilevanza dal punto di vista economico-finanziario), ma soprattutto quelli "intangibili" (cd *intangible assets*), ossia quegli *assets* che non hanno una vera e propria valenza "fisica" economica".⁴⁰ Principale esplicazione degli *assets* "intangibili" che possono essere sfruttati dalle società per la creazione di valore economico è il cd. capitale intellettuale. Una componente fondamentale del capitale intellettuale⁴¹ è il cd. capitale umano, composto di fatto dalle competenze delle risorse umane della società. All'interno del capitale umano, fanno parte numerosi *assets* che possono portare valore alla società, come ad esempio: la competenza e la leadership dei *managers* della società, il grado di soddisfacimento dei dipendenti, i diritti di proprietà intellettuale e soprattutto il sistema di remunerazione ed incentivazione di tutti i dipendenti, e soprattutto, degli amministratori e dei vertici aziendali.

Contrapposti agli *intangible assets* vi sono le cd *intangible liabilities*, ossia tutti quei possibili rischi, altrettanto economicamente "intangibili" che possono minacciare le *performance* operative della società. Sempre per quanto riguarda il capitale umano, possono costituire delle *liabilities* la possibilità che i dipendenti lascino l'azienda, oppure che vadano a minare la reputazione che il mercato ha della società stessa.⁴²

Alla luce di queste considerazioni sembra chiaro il valore che il capitale intellettuale ed umano possono ricoprire a livello prettamente economico, il che implica un altro tema: le modalità di valutazione e di *reporting* di questi *assets* per le società. Una valutazione precisa del capitale intellettuale può consentire alle società sia di ottimizzare al meglio l'allocazione delle risorse nel breve periodo e favorire strategie di investimento di lungo termine.⁴³ Nel contesto della *new economy*, una prassi che si sta diffondendo tra le società e quella di una predisposizione di un bilancio vero e proprio degli *assets* intangibili. Tuttavia, per quanto al momento il fenomeno paia limitato, avendo trovato piede soprattutto nei paesi scandinavi, è lecito pensare che questa prassi possa sempre più diffondersi in ogni ambito dell'economia mondiale.

⁴⁰ GASPERINI, RASO, *Capitale umano: la paga dei manager tra rischi e performance aziendali*, 1

⁴¹ Convenzionalmente, il capitale intellettuale è composto da: il capitale umano, il capitale strutturale e il capitale relazionale.

⁴² GASPERINI, RASO, *Capitale umano: la paga dei manager tra rischi e performance aziendali*, 2

⁴³ *IBID.*

Paiono dunque fondamentali, per una migliore gestione d'impresa nell'odierno contesto economico, una gestione ottimale del capitale intellettuale ed umano. Si deve inoltre considerare come elemento fondamentale del capitale umano il valore che gli amministratori portano alla società e come la loro remunerazione ed incentivazione può portare a delle *performance* migliori.

4.2 Capitale intellettuale e capitale umano

L'esigenza della corretta definizione e valutazione del capitale umano è figlia del contesto economico della *new economy*. Secondo l'economista Jeremy Rifkin: *'nella new economy sono le idee, i concetti, le immagini -non le cose- i componenti fondanti del valore'*. Sono quindi una serie di fattori tipici dell'economia odierna a rendere sempre più necessaria per le società la valorizzazione del loro patrimonio intellettuale. Ad assumere importanza è, innanzitutto, la centralità delle competenze, intesa come vero e proprio fattore che le imprese possono sfruttare a proprio vantaggio in termini di competitività. Questo fattore va peraltro analizzato alla luce di un'economia sempre più globalizzata, dove non solo le conoscenze possono essere trasmesse molto più rapidamente, ma anche le imprese stesse sono in competizione costante le une con le altre in ogni parte del mondo.⁴⁴ In un siffatto sistema economico, all'interno del quale peraltro questi tipi di fenomeni sono in continua espansione, hanno reso e renderanno sempre più fondamentale per le società la corretta valutazione e gestione del loro "capitale intellettuale", valorizzato economicamente come un vero e proprio *assets* di natura intangibile.

Il tema della *knowledge management*, inteso come gestione della conoscenza e delle informazioni è un tema che ha storicamente origini profondissime. Intendendo quest'ultima come gestione e condivisione di conoscenza e informazioni, possiamo considerarlo come un tema rilevante già nell'antichità quando hanno assunto un ruolo fondamentale per le collettività le biblioteche e gli strumenti di comunicazione.⁴⁵ Il tema è arrivato sino ai giorni nostri, dove la gestione delle competenze e delle informazioni è diventato sempre più cruciale per via della rivoluzione digitale e della globalizzazione. Per quanto riguarda le

⁴⁴ HINNA., *La misurazione del capitale intellettuale*, 3

⁴⁵ IBID

imprese, il *knowledge management* è fondamentale ad un livello propriamente strutturale, in quanto non è intesa come banalmente la somma delle conoscenze dei singoli individui che compongono la società⁴⁶, bensì su come una vera e propria organizzazione interna. Le imprese devono riuscire a gestire al meglio le conoscenze e le abilità dei propri membri, in modo tale da ottenere delle migliori *performance* economiche. Convenzionalmente, il tema della gestione delle conoscenze e delle risorse umane e del loro sfruttamento economico fanno parte del cd capitale intellettuale. Il capitale intellettuale, a sua volta, è formato dal capitale umano, il capitale strutturale e il capitale relazionale. Per quel riguardo lo scopo di questo elaborato, quello che preme sottolineare è l'importanza del capitale umano intesa come l'insieme delle conoscenze e delle abilità che i dipendenti e soprattutto i *managers* portano all'interno della società e dei sistemi di gestione valutazione ed incentivazione delle risorse umane che le società devono adottare di conseguenza.

A tal proposito, *La Human Capital Theory* è una teoria economica di derivazione neoclassica dei primi anni '60, sviluppata da economisti Theodore W. Schultz e Gary Becker. Lo scopo della teoria è stato proprio quello di evidenziare il ruolo centrale delle attività di formazione e qualificazione dei membri della società, sia per i dipendenti sia per i vertici aziendali, e su come le conoscenze acquisite in seguito a questi processi possano diventare un vero e proprio "capitale" tale da essere sfruttato economicamente a vantaggio della società.⁴⁷ A tal proposito, gli esempi del capitale intellettuale e del capitale umano ci permettono di svolgere una considerazione molto importante: considerando un capitale d'impresa come "insieme finalizzato di condizioni positive o negative di produzione" (Airoldi, 1994), è totalmente irrilevante la consistenza fisica o meno degli *assets* che compongono il capitale, purché questi costituiscano "ricchezze o beni economici pertinenti ad un'azienda" (Zappa, 1957).

Tra gli *assets* immateriali del capitale intellettuale ricorrono un ruolo cruciale le cd. *immobilizzazioni immateriali endogene*⁴⁸. Secondo un approccio contabile del capitale intellettuale, queste immobilizzazioni sono riconducibili non alle singole conoscenze e *assets* che l'impresa utilizza, bensì all'intera organizzazione aziendale intesa come "sistema". Fanno parte di questa categoria: le metodologie operative (intese come le routine aziendali organizzazione del lavoro e remunerazione dei dipendenti), le conoscenze, le

⁴⁶ Somma che, per quanto non sufficiente a definire il *knowledge management*, è di per sé un tema attuale nelle società odierne.

⁴⁷ ALVINO, *Il capitale umano in economia aziendale: valutazione, controllo e comunicazione*, 52

⁴⁸ AIROLDI, BRUNETTI, CODA, *Corso di economia aziendale*, 72

relazioni esterne e le relazioni interne dell'azienda.⁴⁹ La definizione di tali *assets* come vere e proprie immobilizzazioni non solo rappresenta il sempre più diffuso approccio "contabile" delle società nei confronti del capitale intellettuale, serve a sottolineare come questo ultimi costituiscano delle risorse "a lungo periodo" con cui le imprese possono fondare il proprio differenziale competitivo.⁵⁰ In questa prospettiva, gli elementi immateriali facente parte del capitale intellettuale delle imprese sono riconducibili a tre tipi essenziali: la conoscenza (operativa, organizzativa, tecnologica), dedizione e coesione del personale e credibilità dell'azienda.⁵¹

L'obiettivo finale delle teorie quali la *Human Capital Theory* è quello di elaborare i sistemi e le metodologie migliori con le quali le aziende possono generare vantaggi competitivi attraverso la gestione strategica delle proprie risorse umane.⁵² A tal proposito, nel 2002 l'economista Watson Wyatt condusse uno studio, il quale provò come le ottime pratiche di gestione delle risorse umane sono correlate con *performance* finanziarie migliori. Sulla scorta dei risultati ottenuti da Wyatt, un altro studio significativo sull'argomento è quello svolto da B.N Pfau e I.T Kay i quali per la prima volta evidenziarono un dato fondamentale: nelle società in cui la metodologia di gestione e remunerazione dei dipendenti è improntata sulla "cultura" delle *performance* vi è un maggiore impatto in termini di valore di mercato. È stato analizzato un incremento del *market value* in relazione alle azioni che sono detenute dai dipendenti e dagli amministratori, nonché dal legame della remunerazione con la strategia aziendale.⁵³ L'obiettivo di una tale forma di remunerazione è chiaro: rendere partecipi i dipendenti e i vertici aziendali al rischio d'impresa, in modo tale che il loro compenso sia (anche solo in parte) legato ai risultati economici sotto forma di utili. Come detto in precedenza, queste forme di gestione del proprio capitale umano e intellettuale si sono diffuse nella prassi a macchia d'olio nel contesto nella *new economy*, soprattutto per gli amministratori. Per gli amministratori, infatti, la partecipazione al rischio d'impresa in una situazione in parte analoga a quella di tutti gli altri azionisti, serve a riallineare gli interessi dei primi con gli ultimi. Secondo i dettami dell'*agency theory*, gli amministratori e gli *shareholders* hanno per loro natura degli interessi non convergenti tra di loro: grazie ad una remunerazione basata su un sistema *pay for performance* gli amministratori

⁴⁹ IBID.

⁵⁰ ALVINO, *Il capitale umano in economia aziendale : valutazione, controllo e comunicazione*, 55

⁵¹ ALVINO, *Il capitale umano in economia aziendale: valutazione, controllo e comunicazione*, 55

⁵² GASPERINI, RASO, *Capitale umano: la paga dei manager tra rischi e performance aziendali*, 3

⁵³ Un aumento percentuale del *market value* del 1,3% per i dipendenti e dello 1,2% per i *managers*.

convergeranno verso gli interessi degli azionisti, portando la società a raggiungere migliori risultati economici e finanziari.

Allora pare evidente come quello della remunerazione *pay for performance* e delle altre forme di incentivazione del *management* siano innanzitutto temi centrali nei sistemi di *corporate governance* di tutto il mondo sul piano legislativo, ma riguardino anche come le singole società decidano di gestire i proprio dipendenti; in sostanza, non tanto il ‘quanto’ ma il ‘come’ i dipendenti e soprattutto gli amministratori vengono remunerati fanno parte del dibattito inerente al capitale umano ed al capitale intellettuale.

4.3 Modelli di valutazione e *reporting* del capitale intellettuale

Assodata la centralità nel contesto economico odierno del capitale umano e del capitale intellettuale in tutte le loro sfaccettature, assume un ruolo cruciale per le società riuscire ad elaborare non solo le migliori metodologie operative per sfruttare al meglio questi *assets*, ma anche le migliori tecniche di valutazione e vera e propria ‘contabilizzazione’ dei propri *assets* intangibili.

A tal proposito, in Europa più di 150 aziende (soprattutto banche o società finanziarie), hanno predisposto un vero e proprio bilancio dei propri *assets* intangibili. Già nel 2008, il tema fu molto dibattito tra i principali analisti finanziari europei e mondiali, che attraverso la *Commission on Intellectual Capital* e la *World Intellectual Capital Initiative* provarono ad elaborare degli *standard* unitari sia a livello mondiale che europeo al fine di uniformare i modelli di valutazione e *reporting* delle società sul capitale intellettuale.⁵⁴

Nel corso degli anni, si sono affermati diversi tipi di modelli di valutazione del capitale umano, basati su diversi criteri e parametri economici. Nella dottrina economica, a partire dagli anni 60 e fino ai tempi d’oggi, hanno trovato sempre maggior credito tutti quei modelli di valutazione e rendicontazione del capitale umano basati su veri e propri criteri monetari. Il modello monetario di valutazione del capitale umano si basa sulla divisione dello stesso in quattro categorie fondamentali per una corretta valutazione: salari e stipendi, differenziale del costo del lavoro, allocazione dei redditi e valore del lavoro prodotto.⁵⁵ Tra i modelli di

⁵⁴ GASPERINI, RASO, *Capitale umano: la paga dei manager tra rischi e performance aziendali*, 4

⁵⁵ ALVINO, *Il capitale umano in economia aziendale: valutazione, controllo e comunicazione*, 60

valutazione principali, uno dei principali è quello di Hermanson, secondo il quale il valore del capitale umano è pari al valore attuale degli stipendi da corrispondere ai dirigenti ed ai dipendenti, moltiplicati per un coefficiente chiamato *adjusted performance efficiency factor*. Il coefficiente, che esprime il rapporto tra la redditività operativa aziendale e quella del settore calcolata per cinque anni, rappresenta un espediente attraverso il quale si può ottenere una quantificazione numerico-monetaria del contributo dei dipendenti alla redditività dell'impresa. L'assunto sul quale si basa tale modello è che il valore delle risorse umane si misura in base alla loro remunerazione percepita e attesa in un periodo di cinque anni, corretta con il valore dell'efficienza rispetto alle altre risorse umane simili impiegate in imprese simili.⁵⁶

Un altro modello che ha trovato notevole credito nella dottrina economica è quello di Friedman e Lev. Il modello parte dall'assunto concettuale di quello di Hermanson, ossia quello di valorizzare le remunerazioni erogate a favore dei dipendenti e di confrontarle con quelle percepite dai dipendenti delle imprese del medesimo settore. Il modello definisce il valore del capitale umano attraverso la stima delle differenze di remunerazione tra imprese dello stesso settore.⁵⁷ Secondo Friedman e Lev, la differenza tra il valore attuale delle remunerazioni corrisposte ai dipendenti e il valore attuale delle retribuzioni medie dello stesso settore sono giustificabili alla luce di due elementi: o vi sono forme di 'retribuzione indiretta', intese come una retribuzione non quantificabile in termini monetari, oppure vi sono stati degli investimenti della società nella formazione dei dipendenti (*employee training*). Il modello, per quanto non perfetto non esente da critiche,⁵⁸ permette comunque di svolgere delle considerazioni fondamentali. Una valutazione del capitale umano basata esclusivamente su criteri economici e monetari, per quanto offra spunti concettuali interessanti, non offre in nessun modo una visione corretta della gestione che le società fanno dei propri *intangibile assets*. Affidandosi a parametri esclusivamente numerici, come emerge dal modello di Friedman e Lev, non vengono considerati elementi fondamentali nell'ambito della gestione del personale, come appunto quello della formazione e quelli degli incentivi di carattere non monetario, aspetti sempre più centrali nelle prassi societarie mondiali.

⁵⁶ IBID

⁵⁷ ID.

⁵⁸ Soprattutto, dal punto di vista economico non vi è nessuna evidenza certa che legghi un minor costo del lavoro ad un maggior investimento nella formazione del capitale umano.

Alla luce quindi dell'evidente lacunosità dei modelli di misurazione del capitale umano basati su parametri monetari, si sono diffuse sia nella dottrina che nella prassi metodi di quantificazione e valutazione basati su parametri non monetari. Il principale modello in tale ambito è quello di Likert. Likert sottolinea come, nella sua concezione, il capitale umano sia formato dalla capacità organizzativa (*productive capacity of a firm's human organization*) e relazionale (*customer goodwill*) delle persone.

La centralità del capitale umano all'interno delle società è sottolineata dall'assunto secondo il quale l'intera misura dell'avviamento aziendale è riconducibile per intero al capitale umano. Alla luce di ciò, come stesso Likert definisce, il modo con cui il *management* decide di gestire i propri *assets* del capitale umano diventa cruciale. Il modello di Likert sostiene che, a parità di condizioni esterne, il valore del capitale umano dell'azienda determina un valore economico cruciale per la società, il quale però non dipende esclusivamente da valori "immanenti" legati alle risorse umane (come nell'esempio dei modelli monetari, il valore attuale delle retribuzioni corrisposte), ma anche delle capacità manageriali degli amministratori nel saper gestire ed organizzare al meglio tali risorse.⁵⁹

È sulla scorta delle considerazioni svolte in merito a questi modelli che viene sottolineato uno degli elementi fondamentali nell'ambito della quantificazione e gestione del capitale umano: la responsabilità del *management* di creare (o distruggere) valore attraverso l'organizzazione aziendale delle risorse umane. Convenzionalmente, l'attuazione delle strategie delle risorse umane dipende da una serie di variabili, riassumibili in tre categorie. Ci possono essere le cd variabili casuali, ossia di per sé indipendenti, che i *managers* dovranno gestire e riuscire a sfruttare a proprio vantaggio, senza poterle concretamente influenzare. Esempi di variabili casuali sono ad esempio il clima, la *leadership* e altri fattori che riguardano i comportamenti intersechi degli uomini sul lavoro. Altre variabili sono quelle intercorrenti, ossia quelle che servono per misurare lo "stato di salute" dell'organizzazione, quali: la lealtà dei dipendenti alla *leadership* o la fiducia che questi hanno gli uni negli altri. Infine, vi sono le variabili risultanti, che esprimono (anche in termini economici-numeric) i risultati raggiunti dalla gestione del capitale umano, come ad esempio fatturato, rendimenti di mercato, produttività, qualità dei prodotti offerti.⁶⁰

⁵⁹ IBID.

⁶⁰ ZANDA, LACCHINI, MORICCHIO, *La valutazione del capitale umano dell'impresa. Modelli qualitativi e quantitativi di logica economico-aziendale*, 26

In sostanza, esistono diversi modi di rilevare il proprio capitale umano e ogni società riterrà di applicare quello che ritiene maggiormente conforme alle proprie caratteristiche. Al di là del sistema usato, i vantaggi del *reporting* del capitale umano ed intellettuale sono evidenti. Dal punto di vista contabile, l'analisi dei punti di forza e di debolezza delle risorse umane riesce a fornire anche parametri economici-finanziari rilevanti, tali da poter integrare le informazioni contenute nel bilancio d'esercizio. Dal punto di vista organizzativo, offre molteplici vantaggi in termini di monitoraggio: l'analisi e la valutazione dei propri *assets* intangibili forniscono all'organo amministrativo importanti informazioni su come riuscire a migliorare l'organizzazione aziendale, al fine di raggiungere gli obiettivi strategici prefissati, anche sotto forma di *performance* finanziarie. Infine, fondamentale è anche il suo valore di comunicazione esterna: soprattutto per quanto riguarda le società quotate in pubblici mercati, la possibilità per tutti i possibili *stakeholders* di poter valutare autonomamente (e di conseguenza assumere le decisioni opportune) in che modo la società valorizza e gestisce il proprio capitale umano.⁶¹

⁶¹ HINNA, *La misurazione del capitale intellettuale*, 12

CAPITOLO 2: IL SAY ON PAY: EVIDENZE INTERNAZIONALI E L'EVOLUZIONE DEL MODELLO COMUNITARIO FINO ALLA DIRETTIVA (UE) 2017/828

1. Short-term approach contro long-term approach

Sin dal maggio del 2003, con la Comunicazione della Commissione europea al Consiglio: *“Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell’Unione europea. Un piano per progredire”*, era stata sottolineata dal legislatore europeo la necessità di elaborare una nuova concezione di governo societario, finalizzata ad attuare una vera e propria rivoluzione copernicana per quanto riguarda il ruolo delle società nel tessuto sociale. Fondamento teorico di questa nuova visione è la teoria della c.d *Corporate Social Responsibility*. Negli anni successivi, specie dopo la crisi finanziaria mondiale del 2008-2009, la suddetta teoria è stata sempre più presente all’interno dell’agenda del legislatore europeo. Con una nuova Comunicazione del 2011, la Commissione europea definisce la *Corporate Social Responsibility* come la “responsabilità delle imprese per il loro impatto sulla società” le quali devono mirare a “integrare le questioni sociali, ambientali, etiche, i diritti umani e le sollecitazioni dei consumatori nelle loro operazioni commerciali [...]”. La Comunicazione del 2011 sottolinea un importante aspetto che di fatto lega il tema della *Corporate Social Responsibility* a quello del governo societario¹. Il modello di *corporate governance* che quindi la Commissione suggerisce di adottare è quello in cui: “per aumentare al massimo la creazione di un valore condiviso, le imprese sono incoraggiate a adottare un approccio strategico a lungo termine nei confronti della responsabilità sociale delle imprese [...]”. Le intenzioni alla base della Commissione paiono chiare: creare un nuovo modello di società che sia un vero e proprio punto di riferimento nel tessuto sociale europeo, incentivando e promuovendo politiche societarie che si articolano non nell’immediato bensì nel lungo periodo. Pare chiaro dunque, alla luce di queste premesse, come gli interventi della Commissione Europea che si sono succeduti nel corso degli anni,

¹ Intesa come il meccanismo di regole, giuridiche e tecniche, finalizzate alla conduzione del governo dell’impresa.

siano rivolti principalmente alle società con azioni quotate, in quanto per loro stessa natura maggiormente idonee ad influenzare il tessuto economico sociale nel quale operano.

Questo obiettivo, tuttavia, si rileva di difficile attuazione in contesti dove non vi è una netta convergenza di intenti tra quella che è la effettiva proprietà della società (azionisti o anche *shareholders*) e l'organo amministrativo della società stessa. Gli interessi degli *shareholder* e degli amministratori, infatti, si trovano ad essere opposti innanzitutto da un punto di vista temporale: gli azionisti hanno una visione di lungo periodo (c.d. *long-term period*) in quanto il loro profitto economico è legato alla possibilità di vendere sul mercato i propri titoli azionari il cui valore è a sua volta determinato dalle prospettive di risultato che l'azienda potrà generare in futuro.² Diversamente gli amministratori hanno una visione di breve periodo (c.d. *short-term period*) in quanto il loro livello di remunerazione è legato alle *performance* aziendali correnti.

Di fatto, la netta separazione tra quella che è la sfera del *management* della società e quella che è la sfera degli azionisti produce, soprattutto nelle società con azionariato particolarmente diffuso, un vero e proprio disinteresse da parte degli *shareholders* a quelle che sono le vicende e le dinamiche interne alla società stessa. Questo totale disallineamento impedisce ed ostacola il raggiungimento degli obiettivi di lungo periodo così come prospettato dalla Commissione. Già nello scorso decennio, vi sono stati ulteriori interventi legislativi a livello comunitario volti ad intervenire sui sistemi di corporate governance affinché si riuscisse ad ottenere un vero e proprio riallineamento di interessi tra managers e *shareholders*, al fine di realizzare a pieno quelli che sono gli obiettivi di sostenibilità predicati dalla Commissione già nel 2003.

Tra i temi di *corporate governance* che sono stati maggiormente trattati dal legislatore comunitario sicuramente ricopre un'importanza fondamentale quello della remunerazione degli amministratori, soprattutto per quanto riguarda il coinvolgimento degli *shareholders* nella concreta determinazione del compenso riconosciuto agli amministratori. Questo in quanto il legislatore ha individuato nel tema della remunerazione degli amministratori un tema particolarmente sensibile e suscettibile di creare frizioni tra soci ed amministratori, tale da intervenire al fine di arginare i possibili conflitti e creare un modello di governo societario che incentivi la collaborazione tra amministratori e soci.

² FIORI E TISCINI, *Economia Aziendale*, 56

2. Interventi comunitari in tema di remunerazione degli amministratori

Il legislatore europeo ha di fatto posto *l'agency theory*, intesa come strumento di possibile risoluzione di quelli che sono i conflitti inter-organici all'interno delle società ³, come fondamento delle sue decisioni in tema di *corporate governance* sin dai primi anni del 2000 fino ad oggi. È importante rilevare inoltre come tra i temi di governo societario sui quali il legislatore è intervenuto più spesso, assuma cruciale importanza quello della remunerazione amministratori. La Commissione Europea è intervenuta tentando di ideare dei meccanismi adatti a far convergere, in qualche modo, gli interessi degli azionisti con quelli degli amministratori al fine di ridurre i costi di agenzia.⁴ Il tema della remunerazione è quindi da considerare centrale per quanto riguarda gli obiettivi della *corporate social responsibility* e delle politiche di lungo periodo; la Commissione è intervenuta infatti anche per andare a contrastare delle pericolose tendenze che si stavano diffondendo all'interno dell'Unione, come l'eccessivo utilizzo di sistemi di remunerazione volti a premiare i risultati a breve termine dei *managers* a discapito chiaramente dell'adozione di politiche di lungo periodo. Va segnalato inoltre come il tema sia divenuto di pubblico dibattito dopo la crisi finanziaria del 2008-2009 dove è stata ritenuta quella dell'eccessiva premialità di sistemi di remunerazione di grandi manager (e della relativa poca trasparenza) una delle concause della crisi stessa.⁵

La Commissione è intervenuta sul tema in una serie di raccomandazioni (nel 2004, nel 2005 e nel 2009) le quali hanno formato un ideale percorso, culminato con l'emanazione della Direttiva (UE) 2017/828 sui diritti degli azionisti (*Shareholder Rights Directive II*).

³ Problemi di agenzia di tipo 1 tra soci ed amministratori e di tipo 2 tra azionisti di controllo ed azionisti di minoranza.

⁴ Come detto in precedenza i costi sostenuti dal *principal* al fine di monitorare ed eventualmente incentivare l'*agent* al fine di evitare che quest'ultimo assuma comportamenti opportunistici.

⁵ Il tema è stato analizzato nel rapporto finale della *Financial Crisis Inquiry Commission*.

2.1 Raccomandazione 2004/913/CE

La raccomandazione 2004/913/CE è il primo intervento da parte della Commissione europea in tema di remunerazione degli amministratori nelle società quotate. È importante sottolineare come la Commissione sia intervenuta non al fine di impedire che gli amministratori percepissero remunerazioni eccessivamente elevate⁶, bensì per regolare il sistema retributivo degli stessi al fine di ottenere un miglior allineamento tra gli interessi degli azionisti e quelli degli amministratori.⁷ Per la prima volta il legislatore comunitario evidenzia come la politica dei compensi non debba essere estranea dai meccanismi di controllo e gestione societaria, ma anzi sia un elemento integrante dell'organizzazione aziendale.

La Raccomandazione promuove per la prima volta due novità cruciali per la *corporate governance* delle società quotate: da un lato maggiore trasparenza sulla politica di remunerazione degli amministratori e sui compensi individualmente riconosciuti, dall'altro un maggior coinvolgimento degli azionisti nella determinazione dei compensi attraverso il voto dell'assemblea sulle modalità di esplicazione della remunerazione stessa. La principale novità è rappresentata da quest'ultima previsione: per la prima volta a livello comunitario compare (seppur in forma embrionale) il meccanismo del *say on pay*.⁸ Gli amministratori, in forza di tale previsione, hanno l'obbligo di redigere e pubblicare, periodicamente, una relazione sulle politiche di remunerazione spiegando in che modo queste vengono concretamente esplicate, in modo tale che possa essere sottoposta al voto degli azionisti. L'art. 3.3 elenca nello specifico quali debbano essere i contenuti di detta relazione, come ad esempio: una spiegazione delle componenti variabili ed invariabili riconosciute agli amministratori, informazioni concernenti la correlazione remunerazione e prestazioni, informazioni concernenti la valutazione di prestazioni in forza delle quali sono riconosciuti diritti d'opzioni delle azioni, azioni, o altre componenti variabili. Al contempo, è escluso che

⁶ Gli elementi che compongono la retribuzione “dovrebbero facilitare l'assunzione e la permanenza di amministratori che abbiano le qualità richieste per dirigere una società”.

⁷ In questo senso, CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana* in *Rivista delle società*, 2014,702-728

⁸ La Commissione ha preso spunto dal Regno Unito, all'interno del quale il *say-on-pay* era stato da poco introdotto.

gli amministratori siano tenuti a diffondere, per mezzo della relazione, informazioni commerciabili sensibili.⁹

La relazione contenente la politica sulle remunerazioni è redatta al fine di essere sottoposta alla votazione degli azionisti, in sede dell'assemblea generale annuale. La Raccomandazione non prevede nessuna imposizione alle società circa gli effetti del voto, prevedendo all'art. 4.2 che questo possa essere vincolante oppure consultivo. A prescindere dalla vincolatività o meno del voto, è evidente come il preventivo vaglio degli azionisti sul modo in cui gli amministratori intendano concretamente esplicitare la propria remunerazione promuova da un lato la trasparenza¹⁰ degli amministratori nei confronti degli azionisti, dall'altro la partecipazione di quest'ultimi all'interno delle vicende societarie.¹¹

Da segnalare come sia prevista un'approvazione preventiva e vincolante dei soci circa i piani di compensi basati su azioni (cd. *stock options*), evidenziando come già nel 2004 il legislatore europeo intendesse prestare maggiore attenzione a questa forma di erogazione del compenso.

2.2 Raccomandazione 2005/162/CE

Nel corso del percorso normativo iniziato con la raccomandazione 2004/913/CE, è evidente quella che è stata l'evoluzione dell'atteggiamento della Commissione nei confronti del tema della remunerazione degli amministratori nelle società quotate: inizialmente sono state adottate risoluzioni che miravano ad innalzare gli standard di trasparenza e controllo sulle remunerazioni, senza tuttavia mai entrare nel merito della determinazione degli stessi. Dopo aver introdotto per la prima volta il meccanismo del cd. *say on pay*, la raccomandazione 2005/162/CE interviene disciplinando il ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi, manifestando l'intento di voler disciplinare aspetti che concernono il governo societario in maniera maggiormente penetrante.

La Raccomandazione sottolinea il fondamentale ruolo che questi hanno negli organi di amministrazione delle società quotate, il quale si sostanzia in un'attività di vigilanza nei

⁹ La relazione sulla politica dovrà infatti essere pubblicata anche sul sito *web* della società.

¹⁰ In questo senso MICOSI, Circolare Assonime n.8 del 26 marzo 2012 'La disciplina sulla remunerazione per le società quotate', 4-6

¹¹ Sempre alla luce del Piano d'azione del 2003, richiamato in apertura della Raccomandazione.

confronti degli altri amministratori con incarichi esecutivi o con poteri di gestione. Di conseguenza, la Commissione suggerisce una maggior presenza di amministratori senza incarichi esecutivi all'interno dei consigli di amministrazione, ed un loro maggior coinvolgimento. Infatti, il loro ruolo di veri e propri "controllori" trova la sua massima esplicazione in quelle aree dell'amministrazione societaria dove è più probabile che possano sorgere dei conflitti di interesse, ossia: la nomina e la revoca degli amministratori, la determinazione del loro compenso e la revisione dei conti.¹² In queste tre aree, la Raccomandazione consiglia alle società di adottare dei comitati, composti da amministratori senza incarichi esecutivi, i quali dovrebbero affiancare l'organo gestorio (adottando ad esempio raccomandazioni o pareri), senza mai tuttavia sostituirsi allo stesso.¹³

Per quanto riguarda strettamente il comitato per la remunerazione, la Raccomandazione all'art.3 dell'Allegato I illustra quali sono i compiti del comitato stesso. Quest'ultimo dovrebbe infatti instaurare un vero e proprio rapporto dialettico con l'organo amministrativo della società. Il comitato, infatti, ha la facoltà di inoltrare proposte all'organo gestorio circa, ad esempio, la politica di remunerazione, circa la determinazione della parte fissa delle remunerazioni e circa i sistemi di remunerazione legata ai risultati.¹⁴ L'art 3.2 prevede inoltre un esplicito compito, in capo al comitato, circa la sorveglianza sul livello e sulla struttura delle remunerazioni dei dirigenti di livello più elevato.

Infine, bisogna tener conto che la Raccomandazione non impone delle regole di *corporate governance* vincolanti nei confronti delle società quotate europee. Come esplicitamente previsto in apertura della Raccomandazione, l'intento della Commissione è quello di ricalcare il modello applicativo di molti codici sulla *corporate governance* già adottati negli Stati membri, basati sul principio del "comply or explain". Questa scelta del legislatore permette alle società di poter adattare al meglio i propri meccanismi societari a quelle che sono le legislazioni nazionali vigenti, nonché alle specificità e ad i requisiti nei settori di mercato nelle quali operano.¹⁵

¹² Temi considerati delicati dalla Commissione anche perché, spesso, gli azionisti non vi possono intervenire direttamente.

¹³ MICOSSI, Circolare Assonime n.8 del 26 marzo 2012 "La disciplina sulla remunerazione per le società quotate"

¹⁴ All'art 3.3 la Raccomandazione prevede dei poteri di controllo specifici in capo al Comitato per quanto riguarda le *stock options* ed altri incentivi basati sulle azioni, ribadendo ancora una volta la loro centralità così come già fatto dalla raccomandazione 2004/913/CE.

¹⁵ CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana* in *Rivista delle società*, 2014,705

2.3 Raccomandazione 2009/385/CE

Per comprendere al meglio le motivazioni che hanno portato la Commissione a adottare la Raccomandazione 2009/385/CE, bisogna tener presente il contesto nel quale trova luogo l'intervento del legislatore europeo. La crisi finanziaria del 2008 ha fatto emergere una evidente sfiducia nei confronti del sistema retributivo dei CEO delle grandi società mondiali, accusati di percepire compensi sproporzionalmente alti e in molti casi slegati dal raggiungimento di obiettivi di lungo periodo.¹⁶ Era necessario che i meccanismi di *corporate governance* intervenissero non solo, come nelle precedenti Raccomandazioni, sui livelli di trasparenza e controllo da parte dei soci e degli altri amministratori, ma anche introducendo vere e proprie misure che potessero concorrere ed intervenire direttamente sulla determinazione del compenso¹⁷. Oltretutto, tra i temi di maggior interesse trattati nella Raccomandazione, compare per la prima volta il tema degli investitori istituzionali, sempre più diffusi nelle società quotate a livello europeo.¹⁸

La Raccomandazione, come espressamente specificato nel primo considerando, si pone in diretta continuazione con le sue precedenti del 2004 e del 2005, con lo scopo di integrarle alla luce del cambiamento del contesto nel quale operavano. Un tema trattato, ed anche ampiamente disciplinato dalle Raccomandazioni precedenti, è quello della determinazione della parte variabile del compenso degli amministratori. L'intero articolo 3 della Raccomandazione è dedicato al tema. Viene fatto esplicito riferimento a quelli che sono i limiti quantitativi di componenti variabili che possono essere riconosciute agli amministratori, i quali devono essere predeterminati e soprattutto legati al raggiungimento di obiettivi di *performance*. Tali obiettivi di *performance*, viene ancora una volta ribadito, devono tendere al raggiungimento della sostenibilità di lungo periodo per la società.

¹⁶ Accusati quindi di perseguire i propri personali piuttosto che quelli collettivi della società di cui fanno parte.

¹⁷ CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana* in *Rivista delle società*, 2014, 706

¹⁸ Il tema della trasparenza sul ruolo degli investitori istituzionali all'interno delle società quotate è diventato di primaria importanza in seguito alla crisi finanziaria del 2008.

Per la prima volta viene disciplinato il tema del “*trattamento di fine rapporto*” degli amministratori (cd. *golden parachute*), il quale importo non deve essere superiore ad un ammontare predeterminato (la Raccomandazione suggerisce come parametro “due anni della componente non variabile della retribuzione o del suo equivalente”).¹⁹

L'intenzione della Commissione di voler intervenire in maniera concreta e diretta sulle remunerazioni percepite dagli amministratori emerge chiaramente dal dettato dell'art 3.4, nel quale viene raccomandata di inserire, all'interno dei contratti degli amministratori esecutivi, delle cd. clausole di *claw-back*. Attraverso queste clausole, le società hanno il potere di poter richiedere agli amministratori la restituzione di componenti variabili delle loro remunerazioni, anche se sono state già versate. Tale potere, dovrebbe essere esercitato quando le componenti variabili sono state versate sulla base di obiettivi di *performance*, i quali si sono rivelati non esser stati realmente raggiunti. Inoltre, si deve intendere che con l'ampia espressione “intese contrattuali”²⁰ il legislatore comunitario intenda comprendere all'interno della fattispecie delle clausole di *claw-back* non solo quelle “*stricto sensu*” che quindi intervengono *ex post* per chiedere la restituzione di parte del compenso già versato, ma anche le cd. *malus clauses* le quali attribuiscono alla società il potere di adeguare il compenso variabile maturato ma non ancora erogato, creando anche un meccanismo di correzione *ex ante*. Dal punto di vista teorico, è evidente come la previsione di un meccanismo di correzione della remunerazione sia *ex ante* che *ex post* richiami quelli che sono i dettami della dottrina della *agency theory*.

Significativa è anche la disciplina delle *stock options* e degli altri piani di remunerazione basati sulle azioni. Anche in questo caso, la Raccomandazione prevede che il conferimento di azioni ed il diritto di esercitare le opzioni sulle azioni stesse dovrebbe essere subordinato a criteri predeterminati e, analogamente per quanto già detto per la parte variabile della remunerazione, misurabile rispetto agli obiettivi di performance che la società deve raggiungere. Fondamentali sono le novità introdotte dal punto di vista temporale: le azioni non dovrebbero essere acquisite dagli amministratori non prima di tre anni dalla data della loro concessione. Sempre al fine di evitare che ci possa essere qualche forma di speculazione od abuso da parte degli amministratori a cui sono riconosciuti azioni come parte variabile

¹⁹ Altro tema fortemente dibattuto in seguito alla crisi del 2008

²⁰ L'articolo 3.4 della Raccomandazione, per altro, è stato integralmente riportato del codice di autodisciplina delle società quotate italiane (versione 2014)

del loro compenso, le società dovrebbero stabilire anticipatamente un numero di azioni che gli amministratori dovrebbero conservare fino alla fine del loro mandato, in modo tale da poter coprire eventuali costi collegati all'acquisizione delle azioni stesse (*cd. share retention*).

Per quanto riguarda la relazione sulla politica degli amministratori, la Raccomandazione richiama espressamente quanto previsto all'articolo 3.1 della Raccomandazione 2004/913/CE al fine di integrarla. Le nuove informazioni che devono essere presenti all'interno della relazione sono legate alle novità introdotte dalla Raccomandazione, le quali riguardano: spiegazione circa i criteri adottati per la determinazione dei compensi variabili e di come questi concorrano al raggiungimento di obiettivi di lungo periodo, informazioni circa la politica in materia di trattamento di fine rapporto, informazioni circa la politica della remunerazione basata su azioni.

Infine, per quanto riguarda il comitato per le remunerazioni, la Raccomandazione prevede che questo controlli che la remunerazione percepita dai singoli amministratori esecutivi sia proporzionata a quella percepita da altri amministratori esecutivi e di altri membri del personale della società.

È evidente, in quasi ogni passaggio della Raccomandazione, il cambio d'approccio della Commissione europea in materia di remunerazione degli amministratori all'interno delle società quotate. Fino al 2009, la disciplina in materia mirava a rafforzare soprattutto la trasparenza ed il controllo. Con la Raccomandazione 2009/385/CE, invece, la Commissione si è spinta fino a ideare ad un modello di *corporate governance* che permette di poter intervenire in maniera diretta sulle concrete remunerazioni percepite dagli amministratori.

2.4 La Direttiva 2017/828 (*Shareholder Rights II*)

Passaggio essenziale nell'evoluzione normativa della *corporate governance* a livello comunitario è la Comunicazione europea del 12 dicembre 2012 dal titolo '*Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario. Una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*'. Attraverso questo documento, la Commissione intende presentare al Parlamento europeo ed al Consiglio le linee d'azione che intende intraprendere in tema di *corporate governance* negli anni a venire. Obiettivo

dichiarato del Piano d'azione è quello di contrastare la tendenza del cd. *short-termism* da parte degli azionisti, coinvolgendoli maggiormente nelle "vita" delle emittenti, al fine di indirizzare le società al raggiungimento di obiettivi di medio-lungo periodo. A tale scopo, la Commissione, all'interno del Piano, prevede di: incoraggiare la partecipazione attraverso uno stretto controllo da parte degli azionisti su temi che possono generare conflitti di interessi per gli amministratori (operazioni con parti correlate e politica retributiva) e di regolamentare l'attività dei consulenti di voto (cd. *proxy advisors*).²¹

Ulteriore obiettivo che si la Commissione si prefigge nel Piano d'azione, è quello di rafforzare ulteriormente la trasparenza all'interno delle emittenti, prevedendo di introdurre nuovi obblighi di informazioni concernenti la relazione sul governo societario e di predisporre meccanismi tale da facilitare la conoscenza dell'identità del proprio azionariato.²²

Infine, la Commissione prevede già nel Documento stesso quali siano le fonti normative che intende modificare al fine di dare attuazione alle linee guida prefissate nel Piano d'Azione. Tra queste vi è la Direttiva "Shareholders' right" (la Direttiva sui diritti degli azionisti 2007/36/CE, o anche "Direttiva Azionisti I"). Obiettivo dichiarato della Commissione è quindi quello di "integrare" la precedente Direttiva, al fine di implementare nuovi standard per quanto riguarda: trasparenza sul ruolo degli investitori istituzionali, trasparenza riguardo le politiche retributive e sulle remunerazioni concretamente riconosciute agli amministratori nonché riguardo le operazioni con parti correlate. È in questo lungo iter normativo, che inizia sin dalla Comunicazione del 2003, che trova origine la Direttiva 2017/828 (Direttiva Azionisti II).

La Direttiva Azionisti 2 è, al momento, il punto di arrivo della Commissione europea in tema di *corporate governance*. Finalmente, molti dei principi e degli obiettivi che erano già stati predicati dalla Commissione nelle Raccomandazioni dei primi anni del 2000 trovano una loro concreta applicazione attraverso uno strumento normativo che impone espliciti obblighi giuridici in capo agli Stati membri.²³ La scelta del legislatore comunitario di incidere così profondamente sugli assetti di *corporate governance* delle società quotate andando a

²¹ ALVARO E LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, 59-74

²² Ibid.

²³ La Direttiva è un atto giuridicamente vincolante per gli Stati membri, mentre la Raccomandazione non lo è.

modificare, nello specifico, la Direttiva Azionisti I del 2007 fa ben comprendere quale sia il differente approccio con il quale la Commissione ha deciso di porsi sul tema. Il focus della normativa deve concentrarsi maggiormente sugli azionisti e sul loro ruolo all'interno della società, poiché è solo attraverso una normativa che garantisce trasparenza e concreta partecipazione degli azionisti all'interno della società si può arrivare a conseguire gli obiettivi di lungo termine tanto predicati dalla Commissione sin dalla Comunicazione del 2003. La Direttiva azionisti I, andando semplicemente a potenziare i diritti di *voice* degli azionisti, non era riuscita a dare un'effettiva soluzione alla tendenza dello *short-termism*. La Direttiva azionisti II invece si pone l'esplicito obiettivo di andare a contrastare la *'apatia razionale'* dei soci, tipica di grande società quotate, andando a creare un modello di *corporate governance* che impone in capo agli azionisti non solo dei "diritti" ma anche dei veri e propri "doveri"²⁴. Il legislatore europeo ha attuato, di fatto, una vera e propria rivoluzione copernicana sul tema del governo societario: gli azionisti non hanno più un ruolo marginale all'interno della società, poiché nel momento nel quale esercitano i diritti tipici collegati alla loro partecipazione azionaria, dovranno considerarsi "responsabili" nei confronti di ogni possibile soggetto interessato ai risultati della società (*cd. stakeholders*). Per la prima volta a livello comunitario, si è tentato di dare un nuovo ruolo alle grandi società all'interno del tessuto sociale europeo, coerentemente con i precetti della *Corporate Social Responsibility*.

Non sono da ignorare affatto le ragioni storiche che giustificano un intervento di tale portata da parte del legislatore europeo. Nonostante la dottrina della responsabilità sociale era stata trattata per la prima volta nel 2003, ha trovato la sua massima applicazione all'interno della Direttiva del 2017. Per spiegare questo ampio lasso di tempo di 14 anni, bisogna tener presente il cambiamento culturale che è intercorso in quegli anni. La *Corporate Social Responsibility*, come detto, già nel 2011 è stata definita come responsabilità delle società ad integrare nei propri processi questioni come quelle ambientali ed etiche. Tuttavia, solo nella seconda metà dello scorso decennio c'è stata una concreta volontà da parte dell'Unione europea di trattare e tutelare determinate tematiche, in seguito ad una sempre più crescente sensibilità da parte dei cittadini europei stessi nei confronti di questi argomenti. Soprattutto, è di primaria importanza l'attuazione della *Corporate social Responsibility* intesa come una

²⁴ RAFFAELE E RUGGIERO, *Il recepimento in Italia della shareholder rights 2. : commentario al Decreto Legislativo 10 maggio 2019, n. 49*, 12

vera e propria responsabilizzazione delle grandi società nei confronti delle tematiche di sostenibilità ambientale.²⁵

La Direttiva di fatto riassume molti concetti già emersi in più di dieci anni di evoluzione normativa in tema di *corporate governance*. In particolare, è sempre di più evidenziato come al fine di ottenere una partecipazione attiva dei soci all'interno della società, debbano essere implementati meccanismi di governo societario che garantiscano elevati standard di trasparenza circa attività particolarmente sensibili da parte degli amministratori e non solo.²⁶ Di conseguenza le principali aree di intervento della nuova Direttiva sono: la regolamentazione delle Operazioni con parti correlate, l'identificazione degli azionisti ed un'analitica disciplina della trasparenza circa la remunerazione percepita dagli amministratori e della loro concreta composizione.

Ancora una volta è evidente come il legislatore comunitario abbia deciso di dare un ruolo di primaria importanza alla disciplina della remunerazione degli amministratori. È di fatto già noto dal 2003 come il tema sia del tutto cruciale nel contesto della *corporate governance*: è chiaro come quello della determinazione del compenso degli amministratori sia, soprattutto nelle grandi società quotate, il campo nel quale si creano più spesso conflitti tra gli azionisti e gli amministratori. Alla luce dell'obiettivo centrale della Direttiva, ossia quello di incoraggiare la partecipazione dei soci all'interno della vita sociale, è chiaro come il tema della determinazione del compenso del *management* sia fondamentale per il raggiungimento degli obiettivi prefissati in tema di governo societario.

L'intento del legislatore a tal riguardo è espressamente dichiarato all'interno dei considerando della Direttiva stessa, ad esempio il Considerando 28 dice chiaramente che: *"...Poiché la remunerazione è uno degli strumenti principali a disposizione delle società per allineare i loro interessi e quelli dei loro amministratori e in considerazione del ruolo fondamentale degli amministratori nelle società, è importante che la politica di remunerazione delle società sia determinata in modo appropriato dagli organismi competenti in seno alla società e che gli azionisti abbiano la facoltà di esprimere i loro pareri circa la politica di remunerazione della società."* Oppure ancora, il Considerando 29 sottolinea ancora il legame che deve intercorrere tra la remunerazione degli amministratori

²⁵ Seguendo anche i precetti della cd *Green Economy*.

²⁶ È ancora una volta evidente come il legislatore comunitario provi a delineare un modello virtuoso di *corporate governance* basandosi sugli assunti della *agency theory*.

e i risultati aziendali: “... *La politica di remunerazione dovrebbe contribuire alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e non dipendere in tutto o in parte da obiettivi a breve termine. I risultati degli amministratori dovrebbero essere valutati utilizzando criteri sia finanziari sia non finanziari, inclusi, ove del caso, fattori ambientali, sociali e di governo...*”

3. *Say on pay* e remunerazione dei managers

3.1. L’esperienza britannica del 2002

Il principio cardine sul quale si basa la disciplina della remunerazione degli amministratori delle società quotate della nuova Direttiva 828/2017/CE è quello del *cd “say on pay”*, il quale prevede un diretto ed attivo coinvolgimento degli azionisti all’interno delle decisioni che concernono la determinazione del compenso degli amministratori ed in che modo questo viene erogato.

La vera prima applicazione in larga scala del *say on pay* si è avuta già nel 2002 nel Regno Unito, dove il governo introdusse per la prima volta l’obbligo per le società quotate di prevedere un voto annuale da parte dei soci, seppur non vincolante, su una relazione concernente le modalità e le quantità di remunerazione degli amministratori. Il tema era stato già approfondito nello *Greenbury Report* nel 1995²⁷, nel quale erano stati identificati tre elementi fondamentali la disciplina della remunerazione degli amministratori nelle società quotate: responsabilità, trasparenza e collegamento con le performance aziendali (*‘accountabilty, transparency and performance linkage’*). Il *report* delinea quindi per la prima volta nell’ordinamento britannico delle nuove *best practices* per le determinazioni del compenso dei *managers*, raccomandando per la prima volta la creazione di un comitato per le remunerazioni e suggerendo nuovi obblighi di *disclosure* riguardo la politica seguita per la determinazione del compenso degli amministratori, nonché circa il compenso percepito individualmente da ogni amministratore. Nonostante ciò, il governo britannico ritenne che le linee guida suggerite dal report non fossero sufficienti al fine di ottemperare correttamente

²⁷ La *Confederation of Birtish Industry (CBI)* nel 1995 formò un comitato di studioso al fine di determinare delle *best practice* da seguire per la corretta determinazione del compenso degli amministratori. Lo studio si concluse con la pubblicazione del *“Greenbury Report”*.

i tre principi cardine di cui sopra, e decise quindi di intervenire per via legislativa.²⁸ Nel 2002 quindi è introdotta la nuova disciplina, contenuta nel ‘*Directors Remuneration Report Regulations*’ e nel ‘*Companies Amendment Regulations*’. La nuova regolamentazione prevedeva la redazione del ‘*Directors remuneration report*’, redatto dagli amministratori stessi e contenente una serie di informazioni riguardanti il loro compenso. La relazione doveva essere poi sottoposta al voto degli azionisti durante l’assemblea annuale. Importante sottolineare come, nella disciplina ideata dal legislatore britannico, il voto dell’assemblea sulla relazione non era vincolante bensì solo di carattere consultivo: il legislatore britannico ha voluto evitare che un eventuale voto negativo sulla relazione avrebbe potuto avere effetti legali sui rapporti contrattuali, già in essere, tra gli amministratori e la società.²⁹ Secondo l’intento del legislatore, tuttavia, gli amministratori avrebbero comunque tenuto in considerazione un eventuale parere negativo dell’assemblea sulla relazione, portandoli di conseguenza a modificarne il contenuto.³⁰

La relazione doveva contenere le informazioni previste dalle ‘*UK Listing Rules*’, quali: informazioni riguardanti ogni compenso od emolumento percepito da ogni singolo amministratore, eventuali compensi riconosciuti in seguito alla cessazione dell’ufficio di amministratore (*cd. golden parachutes*), natura e quantità di ogni altro benefit di carattere non-monetario, informazioni dettagliate riguardanti eventuali piani di *stock option*, informazioni su programmi di incentivi di lungo termine. La disciplina del *say on pay* britannico, per quanto fondamentale per il suo valore ‘storico’, presentava tuttavia delle chiare lacune. Ad esempio, in un’ottica di maggior dialogo tra soci ed amministratori, non era prevista la redazione di un documento che illustrasse in modo chiaro quale fosse la politica programmatica dietro alla concreta quantificazione della remunerazione riconosciuta agli amministratori. In più, i maggiori investitori istituzionali inglesi non avevano accolto positivamente la riforma, ritenendo che sarebbe stato di più proficuo modificare il sistema di *corporate governance* delle società quotate britanniche attraverso

²⁸ In questo senso, BAIRD ‘*Executive Compensation disclosure requirements: the German, UK and US approaches*’, 10

²⁹ Di fatto, il legislatore non aveva disciplinato un’eventuale fattispecie in cui il voto negativo avesse prodotto effetti sulle remunerazioni già percepite dagli amministratori. Bisogna inoltre tener conto della scelta di compromesso del governo, alla luce della netta opposizione dai principali investitori istituzionali contro una tale riforma del sistema di corporate governance britannico.

³⁰ BAIRD, *Executive Compensation disclosure requirements: the German, UK and US approaches*’, 13

una revisione delle regole di *best practice*, in quanto più flessibili ed adattabili alle singole realtà societarie, piuttosto che attraverso una legislazione “rigida”.³¹

Tuttavia, adottando un approccio più analitico della questione, si possono analizzare a posteriori quali sono stati gli effetti concreti che l’introduzione del *say on pay* ha portato all’interno delle realtà societarie britanniche, utilizzando come parametro di riferimento le oscillazioni del mercato azionario britannico. Secondo lo studio svolto dai professori Fabrizio Ferri e David A. Maber³², sono stati ravvisate oscillazione significative sul mercato sin dal giorno in cui la proposta di legge contenente il *say on pay* è stata inoltrata al Parlamento britannico, ossia in data 25 giugno 2022. Analizzando solamente la variazione del prezzo delle azioni di alcune società in quella data, è possibile trarre alcune importanti considerazioni. Si sono notati infatti dei rendimenti anomali³³ positivi dei titoli di alcune società. Secondo lo studio, infatti, vi è una forte correlazione tra le società i cui titoli hanno avuto un anomalo incremento positivo in quel giorno ed il loro sistema di remunerazione degli amministratori: ad aver ottenuto una variazione positiva di prezzo sono stati i titoli di quelle società le quali prevedevano da un compenso “eccessivo” per i propri vertici aziendali senza prevedere alcuna forma di “penalizzazione” sulla remunerazione nel caso di mancato raggiungimento di determinati obiettivi di *performance*. In sostanza, la sola notizia di una proposta di legge concernente un maggiore controllo da parte degli azionisti sulle remunerazioni degli amministratori (prima ancora che tale proposta fosse stata effettivamente convertita in legge) ha generato una risposta positiva nel mercato azionario britannico, nel quale i titoli di società aventi sistemi di remunerazione ritenuti maggiormente “controversi” hanno ottenuto un incremento significativo in termine di prezzo di listino. Era chiaro che, dal punto di vista degli azionisti, l’introduzione del sistema del *say on pay* avrebbe creato maggior valore nelle società coinvolte dalla riforma.

Lo studio ha poi evidenziato come anche il voto degli azionisti, nonostante non producesse alcun effetto vincolante nei confronti degli amministratori, abbia avuto un’efficacia significativa. Infatti, analizzando i comportamenti delle società britanniche coinvolte dalla riforma negli anni 2003 e 2004 si possono subito trarre importanti considerazioni. Il primo dato che è possibile analizzare riguarda, nei primi due anni di vigenza del *say on pay*, i casi

³¹ Ibid.

³² FERRI E MABER, *Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from UK*, 9-17

³³ Un titolo o un portafogli ha un “rendimento anomalo” quando ha un rendimento diverso da quello atteso o previsto secondo il tasso di rendimento (RoR).

in cui vi fu un ampio dissenso degli azionisti verso la relazione presentata dagli amministratori. Infatti, i casi in cui le relazioni presentate alle assemblee dei soci della società quotate furono rari.³⁴ Proseguendo con l'analisi, è possibile notare che, dall'anno 2003 al 2004, diminuirono drasticamente anche i casi in cui le assemblee delle società si erano espresse in maniera ampiamente negativa al riguardo della relazione sulla remunerazione nell'anno precedente³⁵. Da segnalare è il caso della società "GlaxoSmithKline's" la cui notizia di un ampio dissenso da parte degli azionisti sulla relazione proposta dagli amministratori ebbe una notevole copertura da parte dei principali media britannici. La risonanza mediatica portò l'organo amministrativo della società ad avviare un lungo dialogo con gli azionisti al fine di concordare delle modalità di remunerazioni maggiormente adeguate.

Tuttavia, probabilmente l'impatto più significativo che l'introduzione del *say on pay* ha causato sulle realtà societarie britanniche, è quello che è stato riscontrato sulle modalità di remunerazione degli amministratori stessi. Dallo studio condotto dai professori Ferri e Maber è evidente che, soprattutto nelle società che dopo la prima votazione sulla remunerazione degli amministratori hanno riscontrato un elevato dissenso da parte degli azionisti³⁶, le novità introdotte dalla riforma portarono alla modifica dei rapporti contrattuali che regolavano l'erogazione del compenso degli amministratori. Analizzando i comportamenti delle società osservate successivamente alla prima votazione sulla relazione, si può notare innanzitutto una tendente diminuzione del periodo di preavviso che gli amministratori erano tenuti a dare prima di lasciare il loro ufficio, riducendolo a 12 mesi.

Le modifiche più significative, tuttavia, soprattutto alla luce di quelle che erano le intenzioni del governo britannico, furono quelle che riguardarono le modalità in cui l'erogazione e la determinazione del compenso venivano commisurate al raggiungimento di obiettivi di *performance* della società. Riferendoci ancora alle società che nel 2003 alla prima votazione sulla relazione avevano riscontrato un ampio dissenso da parte degli azionisti, fu notato che

³⁴ In particolare, nel periodo analizzato, le società in cui le assemblee hanno approvato la relazione sulla remunerazione con un dissenso maggiore del 20% dei soci sono state solo il 15,5 % delle società quotate nell'indice FTSE 350.

³⁵ Nel 2003, le società le cui assemblee si erano espresse sulla relazione sulla remunerazione con un dissenso superiore al 50% erano 6. Nell'anno successivo, in nessuna di queste società l'assemblea si espresse con un dissenso superiore al 50%. In queste società, il dissenso medio diminuì del 43,7 % passando dal 63,1% al 19,4%.

³⁶ Nuovamente, è stato utilizzato come parametro di riferimento quello del 20% dei voti contrari dell'assemblea alla relazione presentata dagli amministratori.

negli anni successivi alla prima votazione aumentarono gli incentivi monetari riconosciuti agli amministratori sulla base degli obiettivi di performance raggiunti.³⁷

Ulteriore novità da segnalare, è quella riguardante i piani di *stock options* ed altre forme di partecipazione azionaria riconosciuta agli amministratori. Infatti, negli anni successivi all'introduzione del *say on pay*, furono introdotte numerose clausole affinché gli amministratori fossero incentivati al cd. *executive ownership*, ossia una struttura di azionariato societario in cui gli amministratori stessi detengono una quota considerevole di partecipazioni della società. Lo scopo fu quello di evitare che gli amministratori cedessero velocemente le azioni ricevute tramite piani di *stock options*, ma che fossero incentivati a mantenerle, in modo tale da amministrare la società al fine di ottenere migliori performance, non solo a beneficio degli azionisti ma anche degli amministratori stessi. Quindi, molte società obbligarono gli amministratori a non alienare le partecipazioni ricevute come compenso per un periodo di tempo minimo predeterminato.

Alla luce di queste considerazioni, ben tenendo presente i limiti della disciplina, bisogna sottolineare l'importanza dell'esperienza britannica. Già dalla sua prima applicazione infatti, come sottolineato, l'impatto della disciplina del *say on pay* fu più che positivo. In *primis* furono gli azionisti delle società coinvolte dalla riforma ad accogliere con entusiasmo le novità introdotte: era chiaro agli occhi di questi ultimi come il *say on pay* fosse uno strumento adatto ad apportare valore alle società, favorendo maggior trasparenza e dialogo tra soci ed amministratori. La bassa percentuale di voti contrari alle relazioni sulla remunerazione presentate alle assemblee dei soci testimoniò come lo strumento fosse idoneo al fine di raggiungere uno degli obiettivi teorizzati dall'*agency theory*: quello di far riallineare gli interessi dei soci e quelli degli amministratori. Questo è stato uno degli scopi dichiarati del governo britannico: ottenere una concreta convergenza degli interessi dei soci con quelli degli amministratori al fine di stimolare le grandi società quotate a perseguire interessi di lungo di periodo.

³⁷ In particolare, delle 75 società analizzate, 11 implementarono sistemi di remunerazione basati su obiettivi di performance più "stringenti" rispetto a quelli adottati in precedenza.

3.2 L'esperienza statunitense del *Dodd-Frank Act*

Il meccanismo del *say on pay* britannico, per quanto non privo di difetti, oltre ad aver sortito un effetto positivo nei primi anni successivi alla sua introduzione, rappresentò una tappa fondamentale nell'evoluzione dei sistemi di *corporate governance* a livello europeo e non solo. Lo stesso legislatore europeo, sulla scia di quello britannico, nelle Raccomandazione del 2004 e del 2005 di fatto suggerisce alle società quotate europee di dotarsi di un sistema che permetta ai propri azionisti di esprimersi sulle remunerazioni percepite dagli amministratori.

Nella seconda metà del decennio scorso, l'opportunità di implementare un maggiore controllo da parte dell'azionariato sui compensi percepiti dagli amministratori divenne un tema sempre più caldo non solo nelle realtà societarie europee, ma anche in quelle mondiali³⁸ e, soprattutto, statunitensi. Il punto di svolta definitivo si ebbe con la crisi finanziaria del 2008. La crisi portò alla luce dell'opinione pubblica le controverse pratiche di remunerazione degli amministratori di molte banche ed istituti finanziari: in molti casi, questi ultimi intrapresero scelte rischiose al solo fine di aumentare il proprio compenso. Queste scelte causarono, nel breve termine, il dissesto finanziario delle società di cui facevano parte portando ad una tragica reazione a catena che coinvolse l'economia mondiale.³⁹ Fu chiaro che occorreva giungere ad un modello virtuoso di *corporate governance*, dove i soci avessero un controllo attivo sulle pratiche di remunerazione degli amministratori. Il fine ultimo doveva essere quello di evitare che questi ultimi adottassero sistemi di compensazione atti al raggiungimento di politiche di breve periodo, in quanto rischiose dal punto di vista finanziario.⁴⁰

Il Congresso degli Stati Uniti nel 2010, in seguito alla crisi della Grande Recessione ed ai conseguenti scandali mediatici, adottò il '*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*', una massiccia riforma di *Wall Street*, volta ad attuare nuovi sistemi di regolamentazione finanziaria al fine di tutelare maggiormente i consumatori. Nella sezione 951, rubricata come '*Shareholder vote on executive compensation disclosures*', fu

³⁸ Il sistema del *say on pay* fu introdotto anche in Olanda, Australia e Danimarca.

³⁹ A tal proposito la Federal Reserve: "...*compensation practices at some banking organizations have led to misaligned incentives and excessive risk-taking, contributing to bank losses and financial instability...*"
Press release, Federal Reserve, 'Federal Reserve issues proposed guidance on incentive compensation'

⁴⁰ BEBCHUK E FRIED, *Paying for long term performance*, 8-11

introdotto per la prima volta, per le società quotate statunitensi di maggiori dimensioni, un meccanismo di voto degli azionisti sulle remunerazioni percepite dai *managers*. La riforma attribuiva espressamente agli azionisti il diritto di esprimersi su tre tipi di voto diversi: il diritto di votare sulle remunerazioni degli amministratori almeno una volta ogni tre anni (*say on pay*), il diritto di votare su ogni quanto si sarebbe dovuto esprimere il voto sulla remunerazione⁴¹ (*say on frequency*) ed il diritto di votare sui compensi riconosciuti agli amministratori al termine del loro ufficio (*say on golden parachute*). La riforma, modellata sulla riforma introdotta nel Regno Unito nel 2002, non prevedeva che il voto avesse natura vincolante, bensì solo consultiva.⁴²

Per quanto riguarda il contenuto della risoluzione che deve essere sottoposta al voto degli azionisti, il testo legislativo non fornisce un'indicazione precisa di quali elementi specifici sottoporre a votazione: l'intenzione del legislatore statunitense era probabilmente quello di rendere la risoluzione adattabile il più possibile alle esigenze delle società. Un esempio è il caso della società *Risk-Metrics Group* la quale, addirittura prima dell'emanazione del *Dodd-Frank act*, nel 2008 sottopose al voto dei suoi azionisti tre differenti risoluzioni nelle quali erano articolate in maniera dettagliata le singole remunerazioni percepite dagli amministratori, nonché le politiche e le procedure di erogazioni dei compensi. L'esempio della *Risk-Metrics Group* è utile per comprendere come le società statunitensi possano avere interesse a modulare al meglio i contenuti delle proprie risoluzioni sul *say on pay*, in modo tale da ottenere dei *feedback* specifici dagli investitori o da ogni possibile *stakeholder* su determinati aspetti sottoposti alla loro attenzione.⁴³

Alla luce delle premesse storiche che hanno portato il legislatore statunitense a adottare il proprio sistema di *say on pay* è senz'altro fondamentale analizzare quali sono stati gli effetti del *Dodd-Frank act* sulle società statunitensi negli anni a seguire. Secondo i dati riportati dal *Wall Street Journal*, in un campione composto da 2532 società, la votazione sulla remunerazione degli amministratori ha ottenuto esito positivo nel 98% dei casi. Per quanto riguarda il voto del *say on frequency*, nel quasi 100% dei casi gli azionisti hanno optato per una votazione di tipo annuale.⁴⁴

⁴¹ In base annuale, biennale o triennale.

⁴² In questo senso, BARRALL E CHUNG, *Say on pay in 2011 Proxy Season: Lessons Learned and Coming Attractions for U.S Public Companies*, 25

⁴³ A tal proposito LEE E O'NEILL, *Executive compensation*, 4

⁴⁴ In questo senso, ILIEVA E VITANOVA, *The Effect of the Say-on-Pay Vote in the U.S.*, 1 ivi 10

Importanti considerazioni possono essere tratte analizzando la reazione del mercato azionario americano nel giorno in cui è stata ufficialmente annunciata l'adozione della regola del *say on pay*, ossia in data 21 gennaio 2013. I titoli appartenenti alle società coinvolte dalla riforma, similmente a quanto successo dieci anni prima nel Regno Unito, hanno ottenuto un aumento del loro prezzo di listino. Tuttavia, è interessante soffermarsi non solo sull'andamento dei titoli emessi dalle società coinvolte nella riforma del *Dodd-Frank act*, ma anche su quello dei titoli della società che, per motivi dimensionali, non sono state obbligate a modificare i propri meccanismi di *corporate governance* e ad implementare le regole del *say on pay*. Se volessimo creare, come campione, un paniere di titoli formato acquistando titoli di società che non sono state obbligate all'adozione del *say on pay* e vendendo i titoli delle società invece obbligate ad adottare il voto, si può notare che nell'arco dei tre giorni successivi al 21 gennaio 2013, il paniere avrà un ritorno anomalo negativo del 1.76%.⁴⁵ Da questi dati è possibile trarre un'importante conclusione: gli azionisti considerano lo strumento *del say on pay* un elemento cruciale all'interno dei meccanismi di *corporate governance*, tale da indurre scetticismo nei confronti delle società che, per diversi motivi, non ne fanno uso.

L'analisi delle oscillazioni di mercato evidenzia come l'obiettivo a monte dell'adozione del *Dodd-Frank act* fosse ben più ampio di quel che si immaginasse. Inizialmente, l'opinione pubblica credette che lo scopo della riforma fosse quello di evitare che i *managers* delle principali società quotate statunitensi percepissero stipendi eccessivamente elevati; questo poiché, come già sottolineato, la riforma fu emanata successivamente alla crisi del 2008 e del 2009 ed ai susseguenti scandali concernenti le modalità di remunerazione dei vertici aziendali di molti istituti finanziari, poi andati in bancarotta. Tuttavia, dati alla mano, il livello di compenso medio degli amministratori negli anni successivi alla riforma di *Wall Street*, aumentò. Nei 4 anni successivi all'emanazione della riforma, la mediana degli stipendi percepiti dagli amministratori delle società quotate nell'indice S&P500 aumentò del 27% rispetto ai 3 anni precedenti la riforma stessa.⁴⁶ L'impatto che la riforma ha portato nelle società quotate americane, non va ricercato quindi nella "quantità" del compenso riconosciuto, bensì nelle modalità in cui questo viene concretamente erogato; soprattutto, in che modo il compenso è legato al raggiungimento di obiettivi di *performance* da parte della

⁴⁵ Ibidem.

⁴⁶ KAY, *Did Say-on pay Reduce or "Compress" Ceo pay?*, 12

società. Analizzando le tendenze riscontrate negli anni successivi all'adozione del *say on pay* negli USA, si nota come l'esito del voto degli azionisti sulla remunerazione degli amministratori sia "sensibile" ad una serie di elementi, come: un compenso eccessivo degli amministratori, eventuali politiche rischiose della società o le performance finanziarie raggiunte.⁴⁷

In tal senso è stata svolta un'indagine statistica da parte dei professori *J.E.Fisch, D.Palia e S.D.Solomon* i quali, tramite un campione statistico di società americane quotate tra il 2010 e il 2015, hanno analizzato una serie di dati, tra i quali: i voti dell'assemblea degli azionisti sul *say on pay*, le remunerazioni riconosciute agli amministratori ed altri parametri strutturali. Lo scopo dell'indagine era quella di analizzare in che modo il *Dodd-Frank act* avesse impattato concretamente all'interno delle realtà aziendali statunitensi. Un dato molto importante che si può trarre dallo studio è quello che riguarda lo studio della correlazione tra le *performance* economiche e finanziarie delle società campionate, con l'esito dei voti dell'assemblea degli azionisti in merito ai compensi erogati agli amministratori. Nello studio è emerso che: ad un aumento percentuale del rendimento delle azioni e degli altri strumenti finanziari, all'interno del periodo analizzato, è sempre corrisposta una diminuzione dei voti contrari degli azionisti espressi sulla remunerazione degli amministratori.⁴⁸ Questa correlazione, per altro, è indipendente dal livello del compenso effettivamente erogato dalle società. Considerando il rendimento delle azioni e degli strumenti finanziari come parametri che misurano le *performance* della società, emerge chiaramente che l'interesse primario degli azionisti non riguardi la quantità del compenso percepito dai vertici societari, ma piuttosto come questi indirizzino la compagnia verso il raggiungimento di obiettivi di *performance* maggiormente redditizi e sostenibili.⁴⁹

In conclusione, si può affermare che il *Dodd-Frank Act* abbia non solo avuto un impatto positivo, ma che abbia anche pienamente raggiunto il suo scopo. L'esperienza statunitense ha dimostrato che il *say on pay* è uno strumento virtuoso che, come testimoniato dalle reazioni dei mercati, agli occhi degli investitori porta valore all'interno delle società nelle quali è adottato. Alla luce delle analisi svolte, inoltre, risulta evidente la rivoluzione

⁴⁷ KIMBRO E XU 'Shareholder have a say in executive compensation: evidence from Say-on-pay in the United States'. 1-29

⁴⁸ All'aumentare delle deviazioni standard del rendimento delle azioni e del rendimento degli altri assets finanziari è corrisposta, nelle società analizzate, una diminuzione dei voti negativi sul piano di remunerazione del 14,99%.

⁴⁹ FISCH, PALIA E SOLOMON, *Is Say on pay all about pay? The impact of firm performance*, 21

apportata al sistema di *corporate governance* statunitense: per la prima volta è stato aperto un importantissimo canale di comunicazione diretto tra gli azionisti (che come spesso accade nelle grandi *public corporations* di tradizione anglosassone sono numerosi) e gli amministratori. Così facendo, da un lato gli amministratori hanno ottenuto un responso diretto del loro operato tramite il voto sulla loro remunerazione, dall'altro gli azionisti sono stati incentivati a partecipare all'interno della vita aziendale al fine di far emergere concretamente le proprie istanze ed evitare possibili abusi da parte degli amministratori stessi.

4. L SAY ON PAY NELLA DIRETTIVA 2017/828

Nella legislazione dell'Unione Europea, i meccanismi di *say on pay* e di coinvolgimento degli azionisti nelle decisioni concernenti il compenso degli amministratori erano già stati trattati prima della Direttiva 2017/828. Infatti, già nel 2004, la Raccomandazione 2004/913/CE aveva previsto la possibilità per le società quotate europee di predisporre un documento contenente le politiche di remunerazione degli amministratori al fine di sottoporlo al vaglio dell'assemblea degli azionisti. La disciplina, tuttavia, trattata anche in successive Raccomandazioni, necessitava non solo di un *enforcement* più deciso sul piano legislativo, ma anche di un'armonizzazione che chiarisse in maniera definitiva le modalità di applicazione del *say on pay* all'interno del contesto comunitario. La Direttiva Azionisti II dunque chiarisce quale debba essere il perimetro di applicazione della disciplina del *say on pay* all'interno delle società quotate europee, imponendo agli Stati Membri di modificare la propria legislazione interna al fine di integrare i precetti contenuti nella Direttiva.⁵⁰

Il modello di *say on pay* a livello comunitario è ispirato, nuovamente, al modello applicato nel Regno Unito. Il Regno Unito fu il primo, nel 2003, a munirsi di un sistema che permettesse agli azionisti delle grandi società di esprimersi sui compensi percepiti dai *managers*, esprimendo un voto di carattere consultivo. Il modello, accolto positivamente dagli investitori, fu però modificato quasi dieci anni dopo con il cd. '*Enterprise Reform and Regulatory Act*'. La riforma ha previsto due tipi di voto degli azionisti in materia di remunerazione dell'organo amministrativo: uno vincolante sulla politica di remunerazione

⁵⁰ In Italia, ad esempio, i criteri per la redazione della politica delle remunerazioni erano contenuti all'interno dell'art.7 del Codice di *Corporate Governance*, ai quali le società quotate potevano comunque decidere di non aderire in virtù del principio del '*comply or explain*'.

che gli amministratori intendono seguire, ed uno consultivo sul *report* dei compensi corrisposti agli stessi nell'esercizio di riferimento. Per la prima volta compare, nel panorama della *corporate governance* mondiale, la facoltà per gli azionisti di esprimere un voto che abbia natura vincolante nei confronti degli amministratori, che in caso di esito negativo della votazione, dovranno presentare all'assemblea una nuova politica di remunerazione.

Per comprendere a pieno le intenzioni del legislatore comunitario, sicuramente ricopre importanza preminente il testo del ventottesimo considerando della legge, il quale recita: *“Gli amministratori contribuiscono al successo a lungo termine della società. La forma e la struttura della remunerazione degli amministratori sono questioni che rientrano essenzialmente nella competenza della società, dei suoi consigli, degli azionisti e, ove del caso, dei rappresentanti dei dipendenti. [...] Poiché la remunerazione è uno degli strumenti principali a disposizione delle società per allineare i loro interessi e quelli dei loro amministratori e in considerazione del ruolo fondamentale degli amministratori nelle società, è importante che la politica di remunerazione delle società sia determinata in modo appropriato dagli organismi competenti in seno alla società e che gli azionisti abbiano la facoltà di esprimere i loro pareri circa la politica di remunerazione della società.”*⁵¹ Il considerando permette anche di fare il punto sull'evoluzione delle normative, dal punto di vista storico. Il legislatore vuole per l'appunto sottolineare come la centralità della disciplina della remunerazione degli amministratori sia fondamentale alla luce della dottrina dell'*agency theory*, già posta alla base delle Raccomandazione dei primi anni nuovo millennio, al fine di ottenere il corretto allineamento di interessi tra soci ed amministratori, così come già predicato ed auspicato a livello europeo con la Comunicazione del 2003 sul tema della *Corporate Social Responsibility*.

Analogamente, il modello di *say on pay* ideato dal legislatore europeo, disciplinato dagli articoli 9-bis e 9-ter della Direttiva Azionisti II, si sostanzia in due momenti fondamentali: un voto *ex ante* degli azionisti, vincolante oppure consultivo, sulla politica di remunerazione degli amministratori, ed un voto *ex post* sulla relazione che descrive, nell'esercizio di riferimento, in che modo i compensi sono stati erogati in conformità alla politica approvata.

Quello che risulta subito evidente, è la scelta del legislatore del legislatore europeo di prevedere un sistema di *say on pay* che prevede il coinvolgimento degli azionisti in due

⁵¹ Direttiva 2017/828/UE

momenti temporali differenti. In questa decisione, è evidente come i dettami della *agency theory* abbiano influenzato in maniera determinante il modello europeo del *say on pay*; infatti, secondo la dottrina i comportamenti opportunistici che gli amministratori (gli *agents*) possono assumere nei confronti degli azionisti (i *principals*) possono avvenire sia antecedentemente alla regolazione del loro rapporto (*selezione avversa*), sia successivamente (*azzardo morale*). Quindi, non solo attraverso il controllo *ex ante* gli azionisti potranno effettuare un primo controllo sul piano di remunerazione prospettato dagli amministratori, ma saranno chiamati nuovamente ad esprimersi sulla relazione sulla remunerazione al fine di valutare concretamente *ex post* l'operato degli amministratori in tema di remunerazioni ed a valutare se vi sono stati dei possibili abusi.

In sostanza, la disciplina delineata dalla Direttiva racchiude tutti gli elementi che hanno caratterizzato la legislazione europea in tema di remunerazione dal 2004 ad oggi: elevati standard di trasparenza, coinvolgimento degli azionisti e maggior controllo degli stessi sulle remunerazioni erogate e percepite dagli amministratori.

4.1 Voto sulla ‘politica di remunerazione’

Uno degli elementi cardine sui quali si basa il nuovo modello di *corporate governance* europea in tema di remunerazione degli amministratori, è quello della ‘politica di remunerazione’. La politica di remunerazione è un documento programmatico, redatto dagli amministratori della società, all'interno del quale viene indicato in che modo e in che quantità verranno erogati i compensi agli amministratori stessi all'interno del periodo di riferimento indicato. La Direttiva indica al comma 6 dell'art. 9 bis quali sono gli elementi che devono essere trattati all'interno del documento. Significativo come il legislatore abbia deciso di sottolineare che all'interno della politica di remunerazione debba essere chiarito come questa contribuisca ‘agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società ...’. Ancora una volta, emerge come l'intento del legislatore europeo sia quello di creare un modello di *corporate governance* all'interno del quale azionisti ed amministratori riescano ad allineare i propri interessi, al fine creare una collaborazione proficua che porti la società al raggiungimento di obiettivi sostenibili nel lungo periodo. La politica deve illustrare qual è stato il processo decisionale che ha portato all'adozione del documento stesso, nonché in che modo sono stati coinvolti altri organi della società (soprattutto il comitato sulla remunerazione od altri comitati interessati). Per quanto riguarda le informazioni specifiche

concernenti le componenti delle remunerazioni, ancora una volta il legislatore europeo prevede obblighi di *disclosure* più stringenti per quanto riguarda i criteri finanziari, e non, utilizzati per determinare le componenti di compenso variabili riconosciute dalla società. In particolare, l'art 9-bis prevede che debbano essere descritti i criteri "*chiari, esaustivi e differenziati*" che saranno utilizzati per determinare la parte variabile della retribuzione. Nuovamente, è sottolineato come i criteri debbano essere adottati tenendo conto dei risultati finanziari della società, nonché del ruolo che deve ricoprire la società nel tessuto sociale secondo la dottrina della "*responsabilità sociale d'impresa*". Obblighi di *disclosure* simili sono inoltre previsti per quanto riguarda le remunerazioni basate su azioni, per le quali devono essere resi espliciti i periodi di maturazione delle stesse e, eventualmente, il periodo minimo di mantenimento delle azioni successivamente alla loro attribuzione. Infine, la politica deve trattare anche gli aspetti prettamente laburistici legati al rapporto di lavoro degli amministratori, quali: tempo di preavviso, regime di pensionamento anticipato nonché le condizioni legate alla cessazione del rapporto e le modalità di liquidazione di un eventuale compenso riconosciuto al termine dell'incarico svolto (*cd. golden parachute*).

Al di là di quelle che sono le informazioni che devono essere necessariamente contenute all'interno della politica di remunerazione, cruciali sono il ruolo e l'efficacia che il legislatore europeo ha deciso di attribuire alla politica all'interno della gestione societaria. La politica, innanzitutto, deve essere sottoposta all'approvazione dell'assemblea generale con cadenza almeno quadriennale. Per quanto riguarda l'efficacia del voto espresso dagli azionisti, la Direttiva prevede che l'assemblea si debba esprimere sulla politica con voto "*preferibilmente vincolante*", escludendo la possibilità per cui gli amministratori possano essere compensati in maniera difforme a quanto previsto nella politica stessa, lasciando salva tuttavia la possibilità di adottare un voto meramente consultivo. In ogni caso, la Direttiva prevede espressamente quale siano le conseguenze di un eventuale voto negativo da parte dell'assemblea, sia in caso di voto vincolante sia in caso di voto consultivo. In caso di voto vincolante, un eventuale parere negativo da parte dell'assemblea obbligherebbe innanzitutto la società a sottoporre la politica a revisione alla successiva assemblea. Dunque, in mancanza di una politica approvata dall'assemblea, gli amministratori dovranno essere remunerati, nell'anno successivo, conformemente alla politica precedentemente approvata o, in

mancanza di questa, ‘in conformità alle prassi vigenti’.⁵² Invece, nel caso in cui sia stato previsto dalla società un voto di natura consultiva sulla politica di remunerazione, in caso di parere negativo dell’assemblea la stessa politica dovrà essere sottoposta a revisione nell’assemblea successiva.

Al comma 4 dell’art. 9 bis, la Direttiva prevede una speciale deroga nell’applicazione della politica di remunerazione. Il principio fondamentale che regola l’ambito applicativo della politica di remunerazione è quello per cui ‘Le società remunerano i propri amministratori solo in conformità della politica di remunerazione approvata dall’assemblea generale’ (Art 9-bis comma 2). La Direttiva prevede una speciale deroga in presenza di ‘circostanze eccezionali’, in forza delle quali la società può derogare temporaneamente alla politica, permettendo quindi di adottare, in astratto, provvedimenti difformi dal contenuto della politica approvata dei soci. Lo stesso comma 2 inoltre specifica la natura delle ‘circostanze eccezionali’, dovendosi trattare di situazioni in cui la società necessita di derogare alla politica di remunerazione al fine di preservarne la sostenibilità, gli interessi a lungo termine e la capacità di stare sul mercato. Tuttavia, non sembra del tutto chiaro dal tenore letterale della disposizione l’ambito applicativo della deroga. L’interpretazione più ragionevole sarebbe quella di far ricadere nell’efficacia della deroga solo le ipotesi in cui la società ha previsto un voto di natura vincolante per la politica di remunerazione. Infatti, sarebbe tacitamente consentita la possibilità per le società di adottare provvedimenti non conformi alla politica approvata nel caso in cui quest’ultima sia stata approvata con voto meramente consultivo da parte dell’assemblea dei soci, purché siano adeguatamente motivate le ragioni per cui è stato deciso di discostarsi dal contenuto della politica approvata.⁵³

Infine, il comma 7 dell’art.9-bis prevede che la politica di remunerazione approvata e i dati relativi alla votazione debbano essere prontamente pubblicati sul sito internet della società, e che questa debba essere sempre accessibile gratuitamente per almeno tutto il periodo della sua applicabilità.

Alla luce delle considerazioni svolte, sembra evidente come nel quadro disegnato dal legislatore comunitario vi sia una sostanziale differenza tra il regime applicativo previsto nel caso di voto vincolante da parte dell’assemblea e tra quello previsto nel caso di voto

⁵² RAFFAELE E RUGGIERO, *Il recepimento in Italia della shareholder rights 2. : commentario al Decreto legislativo 10 maggio 2019*, n. 49, 68

⁵³ In questo senso, DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, 57

meramente consultivo. Verosimilmente, il legislatore europeo non ha deciso di prevedere un voto esclusivamente vincolante per evitare di creare possibili incongruenze con le legislazioni e le regolamentazioni nazionali e permettere, in generale, una migliore armonizzazione all'interno degli Stati Membri. Anche parte della dottrina nazionale ed internazionale pare non essere concorde sul punto: se da un lato alcuni sostengono che un voto vincolante porti benefici maggiori a tutti i soggetti interessati alle prestazioni economiche della società, soprattutto in termini di maggior valore delle azioni, altri ne sostengono i limiti⁵⁴ anche alla luce della tendenziale apatia degli azionisti e della loro scarsa propensione a intervenire in assemblea manifestando dissenso verso remunerazioni eccessivamente elevate.⁵⁵ Tuttavia, secondo altra interpretazione, alla luce dell'evoluzione che la disciplina ha avuto negli ultimi decenni e alla luce delle considerazioni già svolte circa la *ratio legis* della Direttiva Azionisti II, sembrerebbe incoerente con lo spirito della Direttiva stessa la previsione di un voto esclusivamente consultivo. I rischi sarebbero quelli di non solo di ostacolare il processo di uniformizzazione della disciplina del *say on pay* intrapreso a livello comunitario già con le Raccomandazioni dei primi anni del 2000, ma anche quello di compromettere ulteriormente il ruolo degli azionisti all'interno della società, i quali ricoprirebbero ancora una volta un ruolo "subalterno" rispetto all'organo amministrativo⁵⁶. Infatti, l'esplicito intento del legislatore europeo, con la Direttive Azionisti I e II, è stato quello di incoraggiare ad una maggiore partecipazione gli azionisti delle società quotate potenziando il loro ruolo all'interno del contesto societario. L'adozione di un modello di *say on pay* che prevede un voto vincolante da parte degli azionisti, rispecchia la più ampia concezione per la quale gli azionisti sono considerati i *residual claimants*⁵⁷ della società. In quanto tali, proprio gli azionisti sarebbero i soggetti maggiormente indicati ad effettuare una tale attività di monitoraggio sulla società, esprimendo il proprio parere vincolante anche su materie che tipicamente rientrano nella sfera di competenza dell'organo

⁵⁴ Concordemente, CODAZZI *Il voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli amministratori: la disciplina italiana e il modello comunitario*, 14

⁵⁵ In questo senso, NDZI, *Directors' excessive pay and shareholder derivative action*, 144, sostiene che nella maggior parte delle grandi società quotate del panorama europeo, la maggioranza degli azionisti detiene portafogli azionari molto variegati e frammentati, e quindi sarebbe impensabile riuscire a effettuare attività di monitoraggio su ogni singola società di cui detengono partecipazioni.

⁵⁶ RIGANTI, *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti: alcune riflessioni introduttive*.

⁵⁷ Enciclopedia Treccani: " la loro posizione è subordinata rispetto a quella degli altri soggetti che entrano in rapporto con la società, ma è ad essi riconosciuto il potere di indirizzare e controllare la gestione, nominando e revocando gli amministratori." /

amministrativo, come per l'appunto quelle concernenti l'esplicamento delle remunerazioni
58.

4.2 Voto sulla relazione sulla remunerazione

Nel quadro normativo delineato dal legislatore europeo, il coinvolgimento degli azionisti circa le decisioni concernenti i compensi dell'organo amministrativo si articola non solo attraverso un coinvolgimento *ex ante*, attraverso il quale il documento programmatico della politica sulla remunerazione trova validazione grazie al vaglio dell'assemblea generale (sia in caso di voto vincolante che consultivo), ma anche con un coinvolgimento *ex post*, attraverso il quale l'assemblea si esprime nuovamente (questa volta esclusivamente in via consultiva) sulla relazione sulla remunerazione, la quale illustra tutte le informazioni concernenti i compensi effettivamente erogati nell'esercizio di competenza appena concluso.

L'art. 9-ter della Direttiva 2017/828/UE descrive la disciplina che regola la relazione sulla remunerazione. Il primo comma usa una formula molto ampia, stabilendo che è sottoposto all'obbligo di *disclosure* qualsiasi elemento della remunerazione *'riconosciuta o dovuta'* nel corso dell'ultimo esercizio. Devono essere comprese anche le informazioni concernenti le remunerazioni riconosciute ad amministratori recentemente assunti e gli ex amministratori, purché siano state erogate nell'esercizio a cui fa riferimento la relazione.

Il primo comma dell'art 9-ter indica quali informazioni debbano essere contenute all'interno della relazione. Oltre alle informazioni concernenti le singole componenti degli emolumenti e la proporzione di remunerazione fissa e variabile, devono essere indicate in che modo queste siano coerenti con la politica sulla remunerazione adottata e sulle modalità di attuazione della politica stessa. Infatti, ogni possibile deviazione dall'applicazione della politica, deve essere contenuta nella relazione. Di fatto, le deroghe alla politica sulla remunerazione previste al comma 4 dell'art. 9 bis devono essere motivate adeguatamente all'interno della relazione sulla remunerazione, compresa la giustificazione delle *'circostanze eccezionali'* che hanno portato a derogare la politica precedentemente adottata dalla società. Ulteriore giustificazione che deve essere fornita, che va a rimarcare ulteriormente quello che è l'intento a monte della Direttiva, è quella concernente i risultati a

⁵⁸ CODAZZI, *Il voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli amministratori: la disciplina italiana e il modello comunitario*, 16

lungo termine della società. La relazione deve illustrare, infatti, in che modo la retribuzione erogata contribuisce ai risultati di lungo periodo e quali sono stati i criteri utilizzati per valutarli.

Particolarmente significativa è la previsione contenuta al primo comma lettera b dell'art 9-ter. La Direttiva prevede che debba essere illustrata nella relazione la variazione annuale della remunerazione degli amministratori, dei risultati della società e delle remunerazioni media su base equivalente a tempo pieno dei dipendenti della società diversi dagli amministratori in almeno gli ultimi cinque esercizi, presentate congiuntamente in modo tale da poter permetterne il confronto. Tale previsione prende spunto dalla cd *“Pay ratio Rule”*⁵⁹, introdotta negli Stati Uniti dalla SEC nel 2015, la quale obbligò le società quotate statunitensi a rendere noto il rapporto tra la remunerazione totale annua dei CEO e la retribuzione totale annua a livello mediano dei dipendenti.⁶⁰

La relazione sulla remunerazione, nel sistema di *say on pay* ideato dal legislatore comunitario, ha una funzione diversa rispetto a quella della politica, essendo comunque complementare a quest'ultima. Infatti, il comma 4 dell'art. 9-ter prevede che la relazione sia sottoposto al voto dell'assemblea, ma esclusivamente con funzione consultiva. La relazione è lo strumento con il quale viene concretamente ottenuto l'obiettivo di trasparenza e pubblicità circa le remunerazioni percepite da ogni singolo membro dell'organo amministrativo. Dopo il voto, la relazione dovrà essere pubblicata sul sito internet della società, sul quale dovrà essere sempre accessibile gratuitamente per un periodo di dieci anni, potendo tuttavia decidere di prolungare tale periodo di tempo. È evidente come viene in risalto la funzione di pubblicità della relazione, rivolta non tanto ai soggetti "interni" alla società, quanto piuttosto a ogni soggetto "esterno" alla stessa. Ogni possibile *stakeholder* (investitore o ogni altro portatore di interesse) potrà quindi valutare autonomamente in che modo la politica sulla remunerazione è stata concretamente attuata, e in che modo i compensi sono stati erogati in rapporto ai risultati raggiunti dalla società. A tal proposito, si riesce a

⁵⁹ RAFFAELE E RUGGIERO, *Il recepimento in Italia della shareholder rights 2. : commentario al Decreto legislativo 10 maggio 2019, n. 49*, 71

⁶⁰ In seguito all'applicazione negli USA, oltretutto, è stato individuato nel 2018 un valore mediano di tale rapporto pari a 254:1

cogliere a pieno perché le informazioni siano divulgate in forma non anonima ⁶¹, come invece era stato proposto durante i lavori di preparazione della Direttiva Azionisti II ⁶².

⁶¹ In ogni caso, i dati dovranno essere comunque trattati alla luce del Regolamento (UE) 2016/679 (cd. GDPR)

⁶² RAFFAELE E RUGGIERO, *Il recepimento in Italia della shareholder rights 2. : commentario al Decreto legislativo 10 maggio 2019, n. 49*, 75

CAPITOLO 3: LA DISCIPLINA ITALIANA DELLA RUMERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI NELLE SOCIETA' PER AZIONI QUOTATE E NON

1. LA DISCIPLINA ITALIANA NELLE SOCIETA' QUOTATE

1.1 L'articolo 123-ter del Testo Unico della Finanza

L'articolo 123-ter del TUF rubricato come *'Relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti'* è, di fatto, il risultato finale all'interno del nostro ordinamento di un percorso iniziato a livello comunitario nel 2003 nell'ambito della remunerazione degli amministratori nelle società quotate. L'articolo risente di tutte quelle che sono le tendenze di *corporate governance* comunitarie, le quali quindi permeano anche la disciplina italiana. I tre principali pilastri sui quali si basa la disciplina della remunerazione europea sono: pubblicità, trasparenza ed equilibrio.¹

Come è stato già ampiamente trattato, il principale intervento in ambito comunitario sugli assetti di *corporate governance* delle società quotate è stata la direttiva 828/2017 (Direttiva Azionisti II), la quale è stata recepita in Italia con il decreto legislativo 49/2019. La disciplina italiana, quindi, viene anch'essa orientata verso quelli che sono gli obiettivi della Direttiva: aumentare la trasparenza tra società quotate ed investitore al fine di incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti. Il decreto legislativo è andato in parte a modificare la disciplina della remunerazione presente all'articolo 123-ter TUF. Per altro c'è da sottolineare come in Italia il quadro normativo riguardante le società quotate, formato da fonti regolamentari di diversi tipo (fonti di natura primaria, secondaria e di autodisciplina) fornisce già da prima del recepimento della Direttiva elevati standard di trasparenza circa le informazioni da rendere noti al pubblico.²

¹ CALANDRA, sub art. 123-ter TUF, in *Disciplina di società con azioni quotate. Commentario* a cura di Ciane e Trabucchi, Wolters Kluwer, Milano, 2020. 45 ss.

² ASSONIME, *Circolare n.21 del 4 novembre 2019 Il recepimento della direttiva shareholder right II nell'ordinamento italiano*

La disciplina dell'art 123-ter del TUF si basa sulla "relazione sulla politica di remunerazione", la quale è redatta ed approvata dal consiglio di amministrazione ed è sottoposta alla votazione della assemblea degli azionisti. Dal punto di vista terminologico, è importante evidenziare come la lettera a del terzo comma estenda la disposizione in questione anche ai "direttori generali" e "dirigenti con responsabilità strategiche", risultato di un'interpretazione formalistica della nozione di "amministratore" contenuta nella Direttiva.³ L'intento di una tale interpretazione è quello di estendere a quanti più membri dei vertici aziendali possibili le regole di trasparenza e *disclosure* previste dalla Direttiva. Ancora, è significativo notare che anche nell'articolo 123-ter TUF si fa esplicito riferimento a come " *La politica di remunerazione contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e illustra il modo in cui fornisce tale contributo* ", esplicitando in maniera chiara direttamente nel dettato normativo quale deve essere l'obiettivo finale della relazione e quindi dell'articolo stesso.

La relazione si divide in due sezioni: la prima è quella che tratta della politica di remunerazione adottata e di quelle che sono state le procedure concretamente utilizzate per ottemperare tale politica, la seconda invece ha carattere maggiormente analitico e contiene le informazioni concernenti le singole voci di compenso percepite dagli amministratori della società. È previsto, analogamente a quanto stabilito nella Direttiva, che la società possa remunerare gli amministratori sono in conformità alla politica approvata, e prevede che questa possa essere derogata solo in circostanza eccezionali, le quali secondo il legislatore sono quelle che rendono necessarie le deroghe al fine di perseguire gli interessi a lungo termine della società e la sua capacità di stare sul mercato.⁴

L'articolo così definito, quindi, detta di fatto una disciplina generale della relazione sulla politica, senza indicare nello specifico le voci da riportare. A tal proposito, i commi 7 e 8 dell'articolo prevedono che sarà la Consob con proprio regolamento, sentite anche la Banca d'Italia e l'Ivass per quanto riguarda i soggetti rispettivamente vigilati, a stabilire le singole voci ed informazioni che devono essere incluse all'interno della prima e della seconda sezione della relazione. Il legislatore italiano ha preferito "delegare" alla Consob ed agli altri organi di vigilanza la previsione delle singole voci che devono essere previste nella

³ IBID

⁴ IBID.

relazione per favorire maggiore speditezza e flessibilità⁵, che devono connotare la disciplina. Sia il legislatore italiano che quello europeo, ben tenendo presente le peculiarità delle molteplici realtà societarie presenti nel tessuto socioeconomico comunitario, hanno quindi preferito non prevedere dei criteri ‘‘rigidi’’ all’interno di fonti normative primarie, ma piuttosto hanno preferito demandare agli organi di vigilanza ed altri soggetti specializzati ad invidiare quali debbono essere le singoli voci di compenso e le altre informazioni assoggettate al regime di *disclosure*. Infatti, a norma del comma 8, la Conosb può anche prevedere di differenziare il livello di dettaglio delle informazioni in funzione della dimensione della società.

Bisogna tener sempre conto come, nonostante la presenza nell’ordinamento italiano di numerose fonti normative in ambito di remunerazione degli amministratori, l’intero impianto disciplinare sia comunque basato sull’articolo 2389 del Codice civile che di fatto detta la disciplina generale in tema di remunerazioni. Il comma 8-bis dell’art. 123-ter TUF svolge un ruolo di non poco conto nell’ambito dell’integrazione della disciplina del TUF con quella dettata dall’articolo 2389 del Codice civile. Infatti, il TUF prevede che il soggetto incaricato di effettuare la revisione legale del bilancio verifichi la predisposizione da parte degli amministratori della seconda sezione della relazione. L’intento del legislatore italiano sembrerebbe essere quello di, seppur in maniera timida, sottoporre a maggior controllo le remunerazioni percepite dagli amministratori. Infatti, l’articolo 2389 comma terzo prevede che solo nelle ipotesi di amministratori con ‘‘particolari cariche’’ ci sia un controllo effettivo da parte del collegio sindacale sulle remunerazioni percepite, mentre nelle altre ipotesi queste si ritengono ‘‘controllate’’ dal voto dell’assemblea. In tale prospettiva, si spiega come il legislatore abbia voluto implementare per la disciplina delle società quotate un ulteriore forma di controllo oltre a quelle previste per le società per azioni non quotate.

Per quanto riguarda la prima sezione della relazione, quelle contenute le informazioni relative alla politica sulle remunerazioni, la Direttiva prevede che gli Stati Membri adottino un voto dell’assemblea ‘‘preferibilmente vincolante’’, senza imporre alcunché per ragioni di maggiore flessibilità con le legislazioni dei singoli stati. Il legislatore italiano, con una decisione abbastanza sorprendente, ha deciso di implementare un voto di tipo vincolante sulla prima sezione della relazione, quindi sulla politica. Ciò comporta che in caso di voto negativo da parte dell’assemblea degli azionisti, gli amministratori dovranno redigere una

⁵ CALANDRA, sub art. 123-ter, 46

nuova politica da sottoporre a votazione nella assemblea immediatamente successiva, e che nel frattempo la società continuerà a remunerare gli amministratori in conformità alla politica precedentemente approvata o conformemente alle prassi vigenti. Un' ulteriore conseguenza del voto negativo sulla politica di remunerazione, è quella che riguarda gli effetti dei provvedimenti attuativi delle remunerazioni. Chiaramente, nessun organo della società potrà attuare provvedimento che non siano conformi alla politica approvata, ciò implicando un maggiore rafforzamento della "competenza concorrente" dell'assemblea sul tema delle remunerazioni.⁶ La scelta del legislatore italiano di inserire tale previsione nell'articolo 123-ter riformato del TUF in quanto, in sede di consultazione del MEF, non era stata prospettata la possibilità di introdurre un voto di tipo vincolante.⁷ Tale cambiamento di prospettiva è giustificato, secondo quanto riportato dalla relazione al decreto, dalla volontà del legislatore italiano di allineare la disciplina prevista per le società quotate a quella delle banche e assicurazioni, per le quali è previsto un voto di tipo vincolante. Per altro, ciò genera un cambiamento radicale della disciplina, in quanto nella formulazione dell'articolo precedente al Decreto Legislativo 49/2019 il voto dell'assemblea sulla politica di remunerazione era di carattere consultivo. I dubbi sulla operatività di una tale previsione rimangono molteplici. Un'interpretazione che troverebbe una solida giustificazione alla scelta del legislatore italiano è quella che si ritrova in altri ordinamenti ove è adottato un voto di *say on pay* di tipo vincolante, all'interno dei quali la politica sulla remunerazione approvata deve contenere le condizioni per la sua concreta attuazione, inclusa la definizione dei limiti massimi delle singole voci di compenso.⁸ L'esempio maggiormente famoso è quello del sistema britannico, dove la politica approvata con voto vincolante deve contenere la cd. *future policy table*, contenente il limite massimo che può essere erogato agli amministratori per ogni singola componente del compenso. Una tale ricostruzione sembrerebbe maggiormente auspicabile, nel quale la politica approvata costituisce una "cornice" normativa prevedendo limiti e condizioni dell'erogazione dei compensi, all'interno della quale le società possono muoversi con maggiore flessibilità e discrezionalità. In ogni caso, la decisione di adottare un voto di tipo vincolante ha trovato non poche opposizioni da parte degli emittenti. Il pericolo è quello che, concedendo un

⁶ RAFFAELE E RUGGERIO, *Il recepimento in Italia della shareholder rights 2. : commentario al Decreto legislativo 10 maggio 2019*, n. 49, 62

⁷ ASSONIME, *Circolare n.21 del 4 novembre 2019 Il recepimento della direttiva shareholder right II nell'ordinamento italiano*

⁸ RAFFAELE E RUGGERIO, *Il recepimento in Italia della shareholder rights 2. : commentario al Decreto legislativo 10 maggio 2019*, n. 49, 63

maggiore potere di monitoraggio in capo agli azionisti sull'operato degli amministratori, quasi come paradosso il voto vincolante potrebbe indurre gli azionisti ad adottare un atteggiamento maggiormente prudentiale, limitando le espressioni di un eventuale dissenso.⁹ Di fatto, il legislatore italiano da questo punto di vista non risolve il problema di competenza "tecnica" presente nella formulazione dell'articolo 2389 cc. La nuova formulazione dell'articolo 123-ter TUF (per quanto, beninteso, del tutto coerente con le tendenze comunitarie di maggiore responsabilizzazione e coinvolgimento degli azionisti nella vita delle emittenti) sposta il *focus* dalla competenza tecnica che deve competere all'organo gestorio, a quella che si presume (cosa nella prassi, peraltro, per niente verificata) debba avere l'assemblea per decidere nel merito su questioni particolarmente tecniche dal punto di vista economico-finanziario. Questa impostazione non è per altro coerente, dal punto di vista concettuale, con il vigente Codice di Autodisciplina, il quale prevede all'articolo 6 che l'organo amministrativo, nella determinazione dei compensi, possa essere assistito da un comitato per la remunerazione in cui almeno un componente deve possedere esperienza e competenze in ambito finanziario o nell'ambito delle politiche retributive. Neanche per mezzo dell'integrazione nel nostro ordinamento delle nuove discipline comunitarie, quindi, si riesce a risolvere il problema dell'effettivo controllo tecnico-economico a cui le remunerazioni degli amministratori dovrebbero essere, auspicabilmente, sottoposte.

1.2 Il Codice di autodisciplina

La normativa italiana della remunerazione degli amministratori, che già da prima del recepimento della Direttiva Azionisti II aveva dimostrato di essere stata efficiente e coerente con le normative europee in tema di *corporate governance*. Il Codice di Autodisciplina italiano è stato fortemente influenzato e modificato dalle Raccomandazioni europee che si sono succedute per un ventennio. Il pregio dell'autodisciplina è stato, e continua ad essere, quello di anticipare le istanze legislative e di rendere maggiormente efficace e flessibile

⁹ CONSOB, *Say on Pay in a context of concentrated ownership*

l'applicazione di una nuova normativa prima che il legislatore nazionale intervenga direttamente sul tema.¹⁰

Il Codice di autodisciplina italiano ha subito negli anni diversi cambiamenti, che rappresentano a pieno una sintesi dell'evoluzione normativa europea sul tema della remunerazione degli amministratori. La prima riforma del Codice del 2010 ha recepito le Raccomandazioni del 2004, del 2005 e del 2009, introducendo per la prima volta nel panorama legislativo italiano il principio cardine per cui la remunerazione degli amministratori è definita in modo da allineare nel miglior modo gli interessi degli amministratori e quelli degli azionisti, al fine di perseguire politiche sostenibili nel lungo periodo.¹¹ Di conseguenza, il Codice riformato nel 2010 ha indicato una serie di parametri a cui le società dovrebbero attenersi nella fissazione della remunerazione, tra cui i limiti massimi delle componenti variabili e gli obiettivi di *performance* che la società si prefigge di raggiungere.

Una delle novità di maggior portata introdotte nel 2010, riguarda la possibilità che l'organo gestorio sia coadiuvato dal comitato per la remunerazione, nel quale può essere presente anche un soggetto indipendente dotato di particolare esperienza e conoscenza nell'ambito delle materie economiche e delle politiche di remunerazione.

Ulteriore novità, riguarda gli amministratori rivestiti di particolari cariche secondo quanto definito dal co.3 dell'articolo 2389 cc. Per la prima volta, nell'ordinamento italiano, si prospetta che per questi amministratori, ritenuti particolarmente cruciali nel ruolo della società, redigano e sottopongano a votazione una relazione che descriva le politiche di remunerazione seguite per la determinazione dei loro compensi. L'intento del legislatore italiano è stato quello di, prima che intervenissero numerosi interventi legislativi in tal senso, sottolineare ancora l'importanza data dal Codice civile a questa categoria di amministratori, prevedendo per loro ulteriori obblighi di trasparenza e *disclosure* rispetto a tutti gli altri dirigenti.

Il Codice di Autodisciplina ha subito nuove modifiche nel 2014, in ottemperanza alla Raccomandazione UE 208/2014. La modifica nuovamente riguarda un intervento di *soft law*, introducendo nei "Principi guida e regime transitorio" del Codice nuove raccomandazioni

¹⁰ ASSONIME, *Circolare n.8 del 26 Marzo 2012 La disciplina sulle remunerazioni per le società quotate*

¹¹ IBID.

sulla corretta applicazione del principio “*comply and explain*”. Il nuovo Principio Guida III introduce per la prima volta il criterio delle “informazioni esaustive”, prevedendo che le informazioni contenute nella relazione sul governo siano accurate, comprendendo quali delle singole raccomandazioni del Codice sono state concretamente applicate nella determinazione dei compensi.¹² Il Principio Guida IV invece introduce per la prima volta la possibilità per le società di discostarsi dalla relazione, descrivendo analiticamente le circostanze che hanno portato a tale decisione. Anche qui, è evidente come il Codice del 2014 abbia anticipato nettamente la formulazione dell’articolo 123-tuf (del 2020), il quale recependo la Direttiva Azionisti II prevede la stessa facoltà.¹³ Da sottolineare come il Rapporto del Comitato per la *Corporate Governance* del 9 dicembre 2013 auspicasse che le società applicassero questo principio, piuttosto che applicare la relazione solo formalmente, causando delle manipolazioni del mercato azionario.

L’articolo 6 del Codice del 2014 disciplinava esplicitamente le remunerazioni degli amministratori. In particolare, gli articoli 6.P.5 e 6.C.8 si occupavano di disciplinare le indennità percepite dagli amministratori al termine del loro ufficio (*cd. golden parachutes*). L’emittente dovrà fornire informazioni precise al mercato circa l’indennità riconosciuta ed tutti gli altri benefici, nonché fornire informazioni circa i processi interni che hanno portato alla determinazione e al riconoscimento di queste indennità e benefici.¹⁴

Significativo è anche il criterio applicativo 6.C.1 lettera f, il quale raccomandava alle emittenti di includere all’interno delle loro relazioni sulle remunerazioni delle cd. clausole di *claw back*. Le clausole sono state raccomandate per la prima volta dall’UE con la raccomandazione 385/2009. La lettera f) del suddetto articolo, raccomanda alle emittenti di adottare nella loro politica sulla remunerazione intese contrattuali che consentano alla società di chiedere la restituzione delle componenti variabili erogate in presenza di determinati dati in seguito rivelatesi manifestamente errati.¹⁵

Il Codice di Autodisciplina del 2020, aggiornato in seguito al recepimento in Italia della Direttiva 828/2017 rispecchia a pieno le novità introdotte sia a livello comunitario che a livello italiano. Innanzitutto, anche il principio XV del Codice include espressamente

¹² ASSONIME, *Le novità del Codice di Autodisciplina (edizione luglio 2014)*

¹³ Quello che però non era presente nel Principio IV del Codice del 2014 era il riferimento alla possibilità di derogare alla relazione al fine di perseguire politiche politiche sostenibili di lungo periodo.

¹⁴ IBID

¹⁵ IBID

l'obiettivo del perseguimento del successo sostenibile delle emittenti nel tempo. L'articolo 27 stabilisce quale devono essere dei contenuti necessari della politica di remunerazione del "top management", quali: bilanciamento tra componente fissa e variabile, fissazione di obiettivi di *performance*, clausole di *claw back* e regole chiare circa l'erogazione dei cd. *golden parachutes*. E' evidente come il Codice di Autodisciplina del 2020 non sia nient'altro che il risultato di evoluzione normativa durata decenni, contenendo i principi cardine di ogni altra versione previgente del Codice.

1.3 Regolamento Emittenti

La disciplina del TUF e del Codice di Autodisciplina, tuttavia, non completano il quadro normativo italiano in tema di remunerazione degli amministratori nelle società quotate. Infatti, compongono elementi essenziali del quadro in questione le novità introdotte nel Regolamento Emittenti in seguito alla delibera n.2163 della CONSOB, che ha modificato l'articolo 87-quater e lo Schema n.7-bis dell'Allegato 3A.

L'articolo 87-quater, secondo la formulazione attuale, disciplina i regimi di pubblicità del *remuneration report*, ossia la seconda sezione della relazione sulla remunerazione dell'art.123-ter del TUF. In particolare, recepisce le indicazioni della Direttiva Azionisti II in tema di pubblicità della relazione. L'art 87-quater stabilisce che la relazione dovrà essere presente sul sito internet della società per almeno dieci anni e prevede le medesime restrizione in tema di GDPR e pubblicazione di dati personali contenuti nella Direttiva originale.¹⁶

La novità di maggior portata, tuttavia, è il nuovo contenuto dello Schema 7-bis, il quale si occupa di indicare analiticamente le singole informazioni richieste dalla relazione di cui all'art.123-ter tuf. Lo schema è stato integrato in modo tale contenere tutte le novità introdotte dalla Direttiva Azionisti II. Come detta il disposto dell'articolo 123-ter, lo Schema del Regolamento Emittenti si occupa di regolare sia le informazioni richieste sia nella prima sezione della relazione, che nella seconda. Per quanto riguarda la prima sezione, lo Schema richiede che vengano analizzate le informazioni sulla politica di remunerazione di tutti "gli organi di controllo", avendo al Direttiva Azionisti II ampliato il numero di soggetti a cui la

¹⁶ CAVALLARO, sub art. 123- ter, in *Disciplina di società con azioni quotate. Commentario* a cura di Cavallaro, 53

disciplina del *say on pay* deve essere applicata. In più, è necessario che la prima sezione comprenda maggiori informazioni concernenti i criteri di *performance* sulla base dei quali le componenti variabili saranno riconosciute agli amministratori e la politica delle indennità di fine rapporto e la politica sui benefici non monetari.¹⁷ Anche la seconda sezione si occupa di recepire integralmente le disposizioni della Direttiva Azionisti II, integrando all'interno dello Schema l'indicazione dei compensi già corrisposti sulla base di quali obiettivi di *performance*, al fine di dare una chiara indicazione dei compensi percepiti ed assicurare al mercato la piena *accountability* circa l'applicazione della remunerazione approvata.

È evidente come il contenuto dello Schema 7-bis dell'allegato 3A del Regolamento Emittenti non sia altro che un'applicazione pedissequa delle informazioni richieste dagli articoli 9-bis e 9-ter della Direttiva 828/2017. La circostanza per cui l'indicazione analitica delle singole voci di compenso sia contenuta solo in sede regolamentare, all'interno del Regolamento Emittenti delle società quotate è evidente: il legislatore italiano ha preferito creare un quadro normativo ampio, formato da diversi fonti normative (il Codice Civile, il Testo Unico della Finanza, il Codice di Autodisciplina e il Regolamento Emittenti) al fine di permettere alle società italiane di adottare al meglio le indicazioni comunitarie in termini di *corporate governance*. Mentre nel codice civile troviamo la disciplina generica per le società per azioni, la disciplina scende maggiormente nel dettaglio per quelle quotate, esponendo all'interno dell'art.123-ter del TUF la disciplina generale richiesta per quest'ultime, e demandando al Codice di Autodisciplina e soprattutto il Regolamento Emittenti le indicazioni analitiche delle informazioni soggette a *disclosure*, al fine di creare una normativa a maglie quanto più ampie possibili e non costringere le società all'interno di schemi rigidi e poco flessibili.

2. LA DISCIPLINA DELL'ART. 2389 DEL CODICE CIVILE

L'ordinamento legislativo italiano è stato, nel corso degli anni, pesantemente influenzato dal dibattito europeo e mondiale circa la remunerazione degli amministratori nelle società per azioni. La disciplina ha subito diverse modifiche nel corso degli anni, sia per quanto riguarda le società per azioni non quotate e, soprattutto, per quanto riguarda le società quotate in

¹⁷ CAVALLARO, sub art. 123-ter, 55

pubblici mercati. La disciplina italiana del tema è composta da un quadro complesso, del quale fanno parte fonti di diversi livelli normativi. Nonostante questa stratificazione normativa, la centralità dell'articolo 2389 cc nel nostro ordinamento è ancora evidente: di fatto detta la disciplina ed i principi cardine su cui l'intero apparato normativo italiano in tema di remunerazioni si fonda.

Prima ancora delle Raccomandazioni e delle Direttive dell'Unione Europea dei primi anni del 2000, il legislatore italiano già intervenne in materia di remunerazione degli amministratori con la riforma del diritto societario del 2003, andando a modificare il disposto dell'art. 2389 Cc. Le novità principali sono due. La prima riguarda la previsione di nuove modalità di remunerazione degli amministratori attraverso la partecipazione agli utili e attraverso piani di cd. *stock option*, in forza dei quali vengono attribuiti agli amministratori diritti di sottoscrivere azioni di futura emissione della società ad un prezzo predeterminato. La seconda riguarda la possibilità per l'assemblea di stabilire un *plafond* massimo per la retribuzione di tutti gli amministratori.

Nonostante gli interventi del legislatore in materia, è evidente come il disposto dell'articolo continui ad avere delle lacune. Nonostante la massiccia riforma del 2003, con la previsione di nuove modalità di remunerazione, la norma non disciplina tutti i possibili "pagamenti" che gli amministratori possono ricevere durante il loro mandato. Inoltre, non fa riferimento ad alcun criterio di parametrizzazione che può essere utilizzato per l'effettiva quantificazione di un compenso "equo".¹⁸ In realtà, il silenzio del legislatore riguardo molti aspetti concernenti la remunerazione degli amministratori non va inteso come sintomo di "superficialità" su un tema spesso molto dibattuto a livello nazionale e mondiale, ma come una scelta intenzionale atta a dare maggiore spazio all'autonomia privata delle singole parti coinvolte. Alla luce di ciò, l'art. 2389 del Codice civile non va inteso come la norma che regola ogni aspetto legato alla remunerazione degli amministratori *tout court*¹⁹, bensì come la norma "base" che regola gli aspetti generali e procedurali dell'erogazione dei compensi, lasciando spazio all'autonomia negoziale per la previsione delle concrete modalità di remunerazione. Il legislatore, quindi, riconosce la validità delle diverse modalità

¹⁸ PISANI E MASSAMORMILE, sub art. 2389, in *Le società per azioni. Commentario* a cura di Gabrielli e Santuosso, UTET giuridica, Roma, 2015, 260 ss,

¹⁹ Soprattutto alla luce delle numerose fonti normative previste per le società quotate.

di erogazione del compenso anche se non contemplate esplicitamente dall'articolo 2389, ma ne subordina la liceità alle condizioni generali e procedurali previste dall'articolo stesso.²⁰

2.1 Il primo comma dell'articolo 2389 del Codice civile

Il primo comma dell'articolo 2389 del Codice civile stabilisce che: ‘ ‘*I compensi spettanti ai membri del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo sono stabiliti all'atto della nomina o dall'assemblea...*’ ’

Dal dettato normativo del Codice civile, quindi, emerge che il diritto al compenso degli amministratori è un diritto soggettivo perfetto²¹. Ciò in quanto non solo è espressamente riconosciuto come tale dal primo comma dell'art. 2389, ma anche alla luce del contenuto normativo del terzo comma dell'articolo 2383. L'articolo, infatti, prevede il diritto dell'amministratore a richiedere il risarcimento danni in caso di revoca senza giusta causa, ciò alla luce di un evidente perdita di guadagno²². La configurazione del diritto al compenso dell'amministratore come diritto soggettivo implica che in nessun modo l'atto costitutivo o l'assemblea possano escludere a priori il riconoscimento del compenso, oppure riconoscerlo ma in misura irrisoria. Di talché ne deriva che l'amministratore a cui non venga riconosciuto il compenso, totalmente oppure in maniera inadeguata, possa rivolgersi al giudice per ottenere una pronuncia che determini la misura del compenso stesso. Il giudice svolge, ex art. 1374 cc, una funzione di integrazione giudiziale. Bisogna tuttavia tener presente che il giudice integra la volontà non di entrambi le parti (amministratore e società) bensì solo quella unilaterale della società, alla quale avrebbe dovuto provvedere attraverso l'assemblea²³ o l'atto costitutivo. Infatti, la determinazione del compenso, sia attraverso previsione statutaria sia attraverso delibera assembleare, è considerata come una norma di organizzazione della società ed in quanto tale unilaterale²⁴: il compenso viene determinato unilateralmente dalla società, non congiuntamente con gli amministratori. Il giudice, nel

²⁰ PISANI E MASSAMORMILE, sub art. 2389, 262

²¹ RORDORF, sub art. 2389, in *Le società per azioni. Commentario* a cura di Ruperto, Giuffrè, Milano, 2011, 607 ss

²² Cfr. Cass, 14 Febbraio 2000 n.1662

²³ SANDEI, sub art. 2389, in *Le società per azioni. Commentario* a cura di Cian e Trabucchi. Milano, CEDAM, 2020, 2826 ss.

²⁴ IBIDEM, ciò alla luce del fatto che l'art .2364 prevede la possibilità di determinare il compenso dell'amministratore con una delibera separata da quella di nomina dello stesso.

determinare il compenso, decide secondo equità. Per quanto riguarda i criteri a cui il giudice si deve attenere, devono far riferimento ad una serie di circostanze, quali: l'effettivo svolgimento di compiti operativi, il tipo di prestazione a cui l'amministratore è tenuto a svolgere e le dimensioni dell'impresa. La tesi maggiormente accolta a tal proposito sarebbe quella per cui il giudice debba determinare il compenso facendo riferimento a *“il compenso corrente nel mercato per analoghe prestazioni, in relazione a società di analoghe dimensioni”*²⁵ Questa tesi, oltretutto, sarebbe anche coerente con il dettato dell'articolo 2392 del Codice civile, per il quale la *“natura dell'incarico”* e *“le specifiche competenze”* sono elementi che vengono valorizzati alla luce del dovere di diligenza professionale degli amministratori.²⁶ A titolo esemplificativo, una situazione di perdite di esercizio può giustificare un compenso elevato qualora l'amministratore sia ritenuto di avere le abilità necessarie a rilanciare economicamente l'impresa.²⁷ Oltretutto, il diritto dell'amministratore ad ottenere un'adeguata liquidazione non è subordinato a specifici oneri procedurali, quali la preventiva richiesta di liquidazione all'assemblea oppure l'impugnazione della delibera che ha stabilito un compenso inadeguato.

Il rapporto che lega l'amministratore con la società è, innanzitutto, un rapporto di natura onerosa. Ciò in quanto, secondo dottrina maggiormente condivisa, il rapporto gestorio può essere considerato riconducibile alla disciplina del mandato, sebbene non si esaurisca esclusivamente in quest'ultima²⁸. Essendo quindi un diritto disponibile, il compenso può essere rinunciato dall'amministratore, purché lo faccia in modo espresso²⁹. Di talché ne deriva che il rapporto gestorio, per quanto di natura onerosa, possa essere anche gratuito, purché la gratuità della prestazione sia stata espressamente pattuita: la delibera di nomina (qualora lo statuto non disponga diversamente) dovrebbe espressamente prevedere la gratuità del rapporto e l'amministratore, accettando senza riserva l'incarico ricevuto, si paleserebbe come accondiscendente ad una tale statuizione.³⁰ Quindi, pur essendo un diritto dell'amministratore adire l'autorità giudiziale per ottenere la determinazione del proprio compenso, quest'ultimo potrà avere comunque la facoltà di rinunciarvi spontaneamente. In

²⁵ In tal senso, BONELLI, *Gli amministratori di spa a dieci anni dalla riforma del 2003*, 123

²⁶ In tal senso, CAPPIELLO, sub art. 2389, in *Le società per azioni. Commentario* a cura di Abriani, UTET giuridica, Milano, 2016, 1088 ss

²⁷ Ibid.

²⁸ SANDEI, sub art. 2389, 2827

²⁹ Secondo SANDEI, la rinuncia può avvenire anche tacitamente. Tuttavia, il Tribunale di Roma con la sentenza del 12/09/12 esclude che possa essere considerata come rinuncia tacita l'aver concorso ad approvare un bilancio senza che figurasse il compenso da erogare.

³⁰ PISANI E MASSAMORMILE, sub art. 2389, 264

definitiva, il compenso è un elemento naturale, ma non essenziale, nel rapporto di amministrazione.³¹

Per quanto riguarda la rinuncia tacita dell'amministratore al compenso, giurisprudenza e dottrina si sono interrogati se l'approvazione del bilancio, a cui l'amministratore abbia partecipato, non contenente la voce relativa al compenso possa essere considerata come una forma di rinuncia tacita alla remunerazione. La questione è stata poi definitivamente risolta dalla Corte di Cassazione a Sezioni Unite, la quale si è pronunciata espressamente sul tema con la sentenza 21933 del 29/08/2008. Seconda la Suprema Corte, la delibera di approvazione del bilancio non può essere in nessun modo equiparata alla delibera che determina il compenso degli amministratori. La delibera assembleare a mezzo della quale viene approvato il bilancio, infatti, ha esclusivamente valore ricognitivo: l'assemblea semplicemente si esprime sulla legittimità di un atto di competenza degli amministratori e sugli atti sulla base dei quali il bilancio è stato redatto.³² Di conseguenza, soprattutto per ragioni di trasparenza, è necessario che in ogni caso la determinazione del compenso debba avvenire attraverso una apposita discussione assembleare, il cui esito dovrà essere contenuto in un'esplicita delibera assembleare in tal senso. Ciò che emerge da questo indirizzo giurisprudenziale della Corte di Cassazione è la centralità di uno degli aspetti cruciali in tema di remunerazione degli amministratori: quello della trasparenza riguardo al compenso erogato, la quale deve essere garantita nei confronti di ogni possibile soggetto avente un interesse nei confronti della società.³³

Il disposto letterale del primo comma dell'articolo 2389 desta, tuttavia, non poche perplessità. Infatti, statuendo che il compenso debba essere determinato "all'atto di nomina o dall'assemblea" la disgiuntiva "o" è posta tra il "chi" (l'assemblea) e il "quando" (all'atto di nomina)³⁴. Sostanzialmente, la disgiunzione è posta tra due riferimenti eterogenei fra di loro, non chiarendo affatto le modalità attraverso le quali debba essere determinato il compenso degli amministratori.³⁵ Inoltre, è necessario che la norma venga letta

³¹ In tal senso, FRANZONI, sub art. 2389, in *Le società per azioni. Commentario* a cura di De Marzo. Zanichelli, Bologna, 2008, 334 ss

³² IBID.

³³ Tema, come già trattato, fondamentale nella disciplina dei compensi all'interno delle società quotate.

³⁴ PISANI MASSAMORMILE, sub art. 2389, 265

³⁵ Secondo ANNARATONE, la disgiunzione tra "atto di nomina" e "assemblea" trova giustificazione in tutte quelle circostanze in cui gli amministratori sono nominati in forza di un atto non assembleare, come nel caso di amministratori nominati da portatori di strumenti finanziari o nel caso in cui lo Stato od altri enti pubblici nominano amministratori all'interno delle società partecipate. Tuttavia, anche in questo caso vi sarebbero problemi di coordinamento. Dal dettato letterale del testo, parrebbe che i soggetti esterni alla società, con la

congiuntamente con l'articolo 2364 cc., il quale prevede la possibilità di stabilire il compenso degli amministratori anche attraverso lo statuto della società. La possibilità di determinare le remunerazioni degli amministratori per via statutaria è giustificata anche dalla lettura "storica" dell'articolo 2389: prima della riforma del 2003, infatti, il primo comma stabiliva che i compensi sono determinati "nell'atto costitutivo o dall'assemblea", statuizione poi sostituita da "all'atto di nomina o dall'assemblea". Alla luce dell'esclusione della possibilità di stabilire il compenso per via statutaria dall'articolo 2389, non è chiaro in che modo il legislatore italiano intenda coordinare le due diverse modalità di determinazione delle remunerazioni. Da un punto di vista pratico, inoltre, sembrerebbe poco efficiente la circostanza per la quale i compensi degli amministratori siano "cristallizzati" all'interno dello statuto societario, dovendo necessariamente modificare lo statuto per ogni modifica concernente le modalità di erogazione o la quantificazione dei compensi.³⁶ Secondo parte della dottrina per risolvere questa incongruenza, è necessario analizzare il combinato disposto degli articoli 2389 e 2364 cc. Qualora lo statuto della società per azioni nomini già in sede di costituzione degli amministratori, allora potrà determinare il loro compenso per via statutaria. Per ogni altro amministratore nominato in seguito per mezzo di una decisione dell'assemblea, il loro compenso sarà determinato dalla delibera assembleare di nomina. La modifica dei compensi, sia degli amministratori nominato dallo statuto sia di quelli nominati dall'assemblea, dovrà avvenire per mezzo di una delibera assembleare. Secondo parte della dottrina minoritaria, la possibilità di modificare i compensi determinati dallo statuto ritrova fondamento in una serie di circostanze, quali: la scomparsa dall'art. 2389 di ogni riferimento alla determinazione statutaria dei compensi a favore di un riferimento all'assemblea *tout court* e la *ratio* dietro la riforma del diritto societario del 2003, atta a migliorare l'efficienza delle decisioni societarie, anche quindi attraverso un meccanismo di modifica dei compensi più snello ed agile.³⁷ In realtà tale interpretazione, per quanto coerente con l'apparato normativo del Codice civile, non pare trovare adesione da parte della giurisprudenza e parte della dottrina. L'unico riferimento giurisprudenziale sul tema è la sentenza 7/4/2006 n 8230 della Corte di Cassazione, la quale però esclude chiaramente la circostanza per cui

nomina dell'amministratore, abbiano anche la facoltà di determinarne il compenso. Tale interpretazione, andrebbe chiaramente in contrasto con gli articoli 2449 e 2351 del Codice civile, i quali equiparano sostanzialmente gli amministratori nominati dallo Stato o da portatori di strumenti finanziari a quelli nominati dalla società, prevedendo che quindi anche per i primi il compenso debba essere determinato dallo statuto o dall'assemblea.

³⁶ PISANI MASSAMORMILE, sub art. 2389, 267

³⁷ PISANI MASSAMORMILE, sub art. 2389, 267

l'assemblea possa modificare i compensi determinati all'interno dello statuto. Bisogna però tener presente come la sentenza, risalente a più di quindici anni fa, si riferisse alla formulazione dell'articolo 2389 previgente alla riforma del 2003, e non a quella attuale. Di fatto, non esiste (ancora) nessun fondamento giurisprudenziale che avvalori la ricostruzione proposta dalla dottrina minoritaria.

Per quanto riguarda la modifica del compenso degli amministratori in carica, giurisprudenza e dottrina concordano su come questo non possa essere soggetto modificato unilateralmente *in peius*. Come già detto, il diritto al compenso degli amministratori è un diritto soggettivo perfetto e, per tanto, una volta determinato da una delibera assembleare (o dallo statuto) non può essere modificato unilateralmente da una nuova delibera.³⁸ Il divieto per la società di modificare unilateralmente il compenso degli amministratori è ulteriormente avvalorato dall'interpretazione, ormai maggiormente diffusa, per cui il rapporto tra socio ed amministratore ha natura contrattuale. Essendo un rapporto contrattuale, quindi, si può ritenere applicabile anche alla fattispecie in questione l'articolo 1372 del Codice civile, il quale vieta ogni modifica unilaterale del contratto.³⁹ Quindi, bisogna tener presente che l'elemento dirimente non è la modifica *in peius* o *in melius* del compenso, ma la presenza di una comune volontà della società e degli amministratori a modificare consensualmente il rapporto negoziale.⁴⁰ Chiaramente, in caso di delibera che modifica *in melius* il compenso, è maggiormente probabile che gli amministratori manifestino il proprio consenso alla modifica della remunerazione. Si ritiene, inoltre, che in caso di delibera modificativa *in peius* non equivalgono all'acquiescenza, da parte dell'amministratore, né il silenzio né la mancata impugnazione della delibera assembleare⁴¹. In ogni caso, in qualunque caso di modifica, deve riscontrarsi la volontà di ogni singolo amministratore. Si pensi al caso in cui una modifica *in melius* riguardi non la quantità del compenso ricevuto ma le modalità con cui questo viene erogato.⁴² Per quanto riguarda gli effetti della delibera (ordinaria o straordinaria) che modifica le remunerazioni, fatta salva l'ipotesi in cui gli amministratori in carica accettino la modifica, questi verranno prodotti solo nei confronti degli amministratori che inizieranno il proprio ufficio dopo la decisione dell'assemblea; ciò in quanto questi

³⁸ Trib. Milano 6 Maggio 1991.

³⁹ FRANZONI, sub art. 2389, 336

⁴⁰ ANNARATONE, sub art. 2389, in *Le società per azioni. Commentario* a cura di Cendon. Giuffrè, Milano, 2016, 595 ss.

⁴¹ Cfr. Trib. Aquila 14/4/2006

⁴² ANNARATONE, sub art. 2389, 596

ultimi, accettando l'incarico conferitogli dalla società, manifesteranno la propria volontà a percepire un compenso diverso da quello percepito dagli amministratori già in carica.⁴³

Un problema delicato si pone nell'ipotesi in cui a ricoprire la carica di amministratore sia un socio della società di capitali, trovandosi quindi ad esprimersi in assemblea sul compenso che egli stesso dovrà ricevere. Bisogna quindi valutare se una simile evenienza possa integrare la fattispecie della delibera assunta in conflitto di interessi ex art. 2372 cc, e in quanto tale impugnabile ex art. 2377 cc. Sul tema, la giurisprudenza ha mutato numerose volte orientamento. L'orientamento maggiormente condiviso parrebbe dare primaria importanza non tanto alla delibera assunta con voto determinante del socio-amministratore, ma quanto piuttosto ad un possibile intento "abusivo" del socio in contrasto con quelli che sono gli interessi della società⁴⁴. In definitiva, di per sé il socio che vota sulla propria remunerazione non costituisce autonomamente fattispecie di conflitto di interessi, in quanto l'interesse della società ad essere amministrata da quella persona non è in contrasto con quello dell'amministratore ad ottenere una remunerazione adeguata per l'incarico svolto.⁴⁵ Il limite ad una tale circostanza è nell'intento abusivo della delibera e quindi nel possibile danno che possa essere arrecato alla società per mezzo della voto espresso dal socio-amministratore.⁴⁶ Il criterio sulla base del quale bisognerebbe valutare la dannosità della delibera che determina il compenso dovrebbe essere la *"irragionevole sproporzione dei compensi rispetto all'attività prestata dagli amministratori"*^{47, 48}.

4.2 Il secondo comma dell'articolo 2389 del Codice civile

Il secondo comma dell'articolo 2389 cc statuisce, al riguardo dei compensi degli amministratori che: *"Essi possono essere costituiti in tutto o in parte da partecipazioni agli utili o dall'attribuzione del diritto di sottoscrivere a prezzo predeterminato azioni di futura emissione."*

⁴³ FRANZONI, sub. art 2389, 337

⁴⁴ FRANZONI sulla sentenza del Tribunale Milano 5 Marzo 1984

⁴⁵ PISANI MASSAMORMILE, sub art. 2389, 267

⁴⁶ PISANI MASSAMORMILE, sub art. 2389, 270

⁴⁷ Corte di Appello Milano 8 Novembre 1996

⁴⁸ Secondo BONELLI invece, essendo la ragionevolezza un concetto di carattere relativo, dovrebbe assumere maggiore rilevanza il confronto con le prassi di mercato per la compensazione degli amministratori.

Le remunerazioni, quindi, possono essere erogate in diverse forme. Generalmente, si distingue tra modalità di corresponsione fissa e modalità variabile. Il secondo comma, in particolare, tratta di due tipi diversi di modalità di remunerazione variabile: quella di partecipazione agli utili della società e quella della assegnazione di un diritto di opzione riservato agli amministratori su azioni di futura emissione della società. La parte variabile del compenso assume un ruolo particolarmente delicato, specie nelle società per azioni di maggiori dimensioni. Infatti, avendo sostanzialmente una natura aleatoria, rendono in qualche modo anche gli amministratori partecipi al rischio d'impresa, rendendoli quindi incentivati ad amministrare al meglio la società al fine di percepire una remunerazione maggiore.⁴⁹ Si pensi all'ipotesi in cui ad un amministratore sia corrisposto esclusivamente un compenso basato sulla partecipazione agli utili della società, in questo caso la posizione dell'amministratore si avvicina molto a quella di un azionista.⁵⁰

Uno degli obiettivi della riforma del 2003, fu proprio quello di chiarire e disciplinare le diverse forme di compenso variabile corrisposte agli amministratori. La possibilità di corrispondere agli amministratori una forma di partecipazione agli utili era già prevista dalla formulazione dell'articolo 2389 prima della riforma, la quale introduce per la prima volta la possibilità di riconoscere agli amministratori il diritto di opzione sulle azioni della medesima società, pratica già inflazionata nella prassi. Di fatto, il legislatore si è limitato a "riconoscere" quelle forme di remunerazione variabile che nella prassi societaria italiana erano già diffuse. Quello che non viene chiarito, tuttavia, nella nuova formulazione dell'articolo è il carattere tassativo o meno delle forme di remunerazione variabili elencate. Parte della giurisprudenza più rigorosa sul tema⁵¹, asseriva un carattere strettamente tassativo delle forme di erogazione del compenso dell'articolo 2389, in forza della previsione contenuta dall'articolo 2432 cc, il quale vieta di riconoscere (anche agli amministratori) forme di partecipazioni agli utili diversi da quelle computate sugli utili netti risultati a bilancio, fatta deduzione della quota di riserva legale. Tuttavia, parte della dottrina si è espressa contrariamente a questa interpretazione. Un eventuale compenso variabile riconosciuto secondo forme diverse dall'articolo 2389 non implicherebbe necessariamente

⁴⁹ BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a a dieci anni dalla riforma del 2003*, 130

⁵⁰ CAGNASSO, DEL CONTE, GALLI, LAPERTOSA, LOFFREDO, MARASÀ, RACUGNO E ZOPPINI, sub art. 2389, in *Le società per azioni. Commentario* a cura di Alpa e Mariconda, IPSOA, Milano, 2013, 566 ss.

⁵¹ Tribunale di Milano 18 Settembre 1987

la violazione dell'art. 2432, poiché quest'ultimo sarebbe semplicemente inapplicabile a fattispecie diverse dalla partecipazione agli utili⁵².

Appurato il carattere non tassativo delle modalità di remunerazione presenti al secondo comma dell'art. 2389, restano comunque dele perplessità sulla attuale formulazione dell'articolo. Il perimetro letterale della norma, infatti, non legittima né vieta ulteriori forme alternative di remunerazione che per altro continuano a diffondersi nella prassi. Il legislatore non prende nessuna posizione sull'argomento, aumentando il rischio di creare abusi e danni.⁵³

Per quanto riguarda la partecipazione agli utili, è importante svolgere alcune considerazioni. Ciò che è primario sottolineare è che, per quanto riguarda il tema corresponsione degli utili, la posizione degli amministratori non è affatto comparabile a quella dei soci. Innanzitutto, a differenza di quanto avviene per i soci, per il riconoscimento degli utili agli amministratori non è necessaria alcuna delibera assembleare che statuisca di dividere gli utili eventuali formati durante l'esercizio. Il diritto degli amministratori ad ottenere il loro compenso sotto forma di utile, infatti, è subordinato semplicemente al conseguimento di un avanzo di bilancio.⁵⁴ L'elemento che differenzia sul piano sostanziale la posizione degli amministratori da quella dei soci risiede nella natura stessa del compenso: questo ha natura remunerativa e non partecipativa.⁵⁵ In quanto tale, gli amministratori non sono soggetti alle medesime procedure di distribuzione degli utili che sono previste per i soci. Ulteriore differenza è riscontrabile nell'applicazione dell'articolo 2433 cc, in forza delle quali i dividendi distribuiti in violazione dell'articolo 2432 non sono ripetibili, qualora i soci li abbiano ricevuti in buona fede. È chiaro che nel caso di utili riconosciuti agli amministratori, è ben difficile che possa essere provata la buona fede, in quanto sono gli amministratori stessi i soggetti deputati alla redazione del bilancio (in forza del quale gli utili sono distribuiti). Analogamente, si ritiene che gli amministratori revocati non possano impugnare per nullità un bilancio precedentemente approvato, nel quale gli utili erano stati fittiziamente occultati.⁵⁶ Per quanto riguarda la percentuale di utili che spetta agli amministratori, va calcolata sugli utili risultanti dal bilancio, fatta deduzione delle seguente poste: la quota di

⁵² ANNARATONE, sub art. 2389, 600

⁵³ PISANI MASSAMORMILE, SUB ART. 2389, 271

⁵⁴ FRANZONI sulla sentenza del 5/1/1996 della Corte di Appello Milano

⁵⁵ IBID.

⁵⁶ In tal senso, GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, 548. Ciò in quanto verrebbe violato il divieto di *venire contra factum proprium*

riserva legale, gli utili realizzati ma destinati a reintegrare il capitale sociale diminuito in seguito a perdite⁵⁷, delle somme provenienti dal fondo sovrapprezzo azioni in quanto non utili veri e propri, degli utili riportato a nuovo in quanto in quanto già percepiti dagli amministratori, delle sopravvenienze attive o delle plusvalenze.⁵⁸ Tutte queste poste, per quanto classificabili dal punto di vista contabile come ricavi, si ritiene che non possano costituire utile erogabile agli amministratori in quanto per ognuna di queste manca il contributo degli amministratori alla creazione di valore per la società, che dovrebbe essere la *ratio* dietro ad una tale forma di remunerazione.⁵⁹

Tenendo presente le considerazioni svolte circa la tassatività delle modalità di remunerazione dell'articolo 2389, ci si potrebbe chiedere se sia possibile riconoscere agli amministratori modalità di compenso variabili parametrare non solo agli utili, ma anche ad altri fattori come, ad esempio, il fatturato conseguito durante l'esercizio. Un altro parametro spesso utilizzato nella prassi societaria per la determinazione del compenso variabile è l'*Economic Value Added (EVA)*. Inizialmente, giurisprudenza e dottrina negarono una simile fattispecie, poiché ritenuto in violazione dell'articolo 2432 cc. Tuttavia, superato l'orientamento per il quale tale articolo potesse essere applicato alla remunerazione degli amministratori alla luce della natura retributiva e non partecipativa del compenso percepito dagli amministratori stessi⁶⁰, si è ritenuto che ben potesse essere possibile parametrare il compenso degli amministratori a fattori diversi dagli utili. Tuttavia, alla luce di una vasta gamma di remunerazioni partecipative che possono essere riconosciute dalle società, manca sicuramente nell'attuale disposto legislativo un limite od un criterio che debba essere applicato in questi casi per evitare che possa esservi un abuso da parte degli amministratori, sotto forma di compensi spropositati. Infatti, la norma, demandando all'assemblea ogni determinazione del compenso, non prescrive alcun criterio specifico a cui quest'ultima dovrebbe attenersi.⁶¹

Mentre la partecipazione degli amministratori agli utili era già prevista dalla vecchia formulazione dell'articolo 2389, il riconoscimento del diritto di opzione su azioni di futura emissione costituiscono una vera e propria novità normativa. Tuttavia, si tratta in realtà di

⁵⁷ Ciò in quanto l'utile che può essere riconosciuto agli amministratori non solo deve essere accertato, ma deve essere anche distribuibile

⁵⁸ CAGNASSO, DEL CONTE, GALLI, LAPERTOSA, LOFFREDO, MARASÀ, RACUGNO E ZOPPINI, sub art. 2389, 570

⁵⁹ *IBID.*

⁶⁰ FRANZONI, sub art 2389, 353

⁶¹ *IBID.*

un'innovazione solo "formale", in quanto già da prima della riforma del diritto societario questa forma di liquidazione del compenso degli amministratori era già diffusa nelle prassi societarie italiane. Il secondo comma dell'articolo 2389 fa riferimento all'assegnazione di un diritto di opzione sulle azioni, le quali solitamente possono essere sottoscritte a determinate scadenze, talvolta subordinata al raggiungimento di certi obiettivi societari, ad un prezzo predeterminato. Nella prassi, questi piani di remunerazione sono noti come *cd stock options*. Il riconoscimento agli amministratori di azioni della propria società, non solo li rende in qualche modo partecipi al rischio di impresa similmente a quanto accade per i soci, ma nelle società quotate permette agli amministratori di lucrare tra la differenza del valore delle azioni sul mercato e il prezzo al quale hanno sottoscritto le azioni.⁶² Alla luce della non tassatività delle forme di remunerazione variabili riconoscibili agli amministratori, si ritiene che questi possano essere retribuiti non solo tramite il riconoscimento del diritto di opzione su azioni di futura emissioni (*stock option*), ma anche tramite forma analoghe, come: *stock purchase* (diritto potestativo di acquisto immediato di azioni a prezzo stabilito) e *stock grant* (attribuzione gratuita di azioni)⁶³. Tuttavia, bisogna comunque tener presente che nel caso di diritto di opzione sotto forma di *stock option*, è necessario che vi sia l'emissione delle nuove azioni da sottoscrivere, e quindi occorre effettuare un aumento di capitale. Il riconoscimento del diritto di opzione per gli amministratori deve però coordinarsi con l'articolo 2441 cc, in forza del quale l'aumento di capitale comporta il diritto di opzione a favore degli azionisti. È necessario quindi che le azioni vengano emesse, e che il diritto di opzione degli azionisti sia limitato a favore di quello spettante agli amministratori. Inizialmente, parte della dottrina aveva ritenuto applicabile alla fattispecie in questione l'ultimo comma dell'art 2441 cc, il quale riconosce espressamente la possibilità di limitare il diritto di opzione degli azionisti sull'aumento di capitale, qualora le nuove azioni siano offerte ai dipendenti della società. Tuttavia, alla luce delle ricostruzioni effettuate sul rapporto che gli amministratori hanno nei confronti della società, sarebbe illogico equipararli ai dipendenti solo per la norma in questione, e non invece anche ad altre che regolano il rapporto dipendenti-società.⁶⁴ La *ratio* dell'ultimo comma dell'art 2441 cc sarebbe violata: le azioni di nuova emissione dovrebbero essere offerte ad una collettività indifferenziata (quali i dipendenti) al fine di integrare il loro compenso (sicuramente meno lauto di quello

⁶² RORDORF, sub art. 2389, in *Le società per azioni. Commentario* a cura di Ruperto, Giuffrè, Milano, 2011, 607 ss

⁶³ SANDEI, sub art. 2389, 2840

⁶⁴ PISANI MASSAMORMILE, sub art. 2389, 280

degli amministratori), e non offerte a poche persone ben individuate.⁶⁵ Quindi, è necessario applicare la procedura prevista dal quinto e sesto comma dell'articolo 2441, in forza dei quali il diritto di opzione dei soci nelle operazioni di aumento del capitale può essere limitato qualora sia individuato e giustificato un "interesse sociale" che giustifichi la limitazione. La procedura prevede che gli amministratori redigano una relazione che esponga lo "interesse sociale" in forza del quale si limita il diritto di opzione dei soci, e che questa venga comunicata ed approvata dal collegio sindacale. Inoltre, la delibera che limita il diritto di opzione dei soci deve essere adeguatamente motivata, pena l'annullabilità della stessa.⁶⁶ Nella pratica, tuttavia, per gli amministratori non è di facile giustificazione l'interesse sociale alla base della limitazione del diritto di opzione (oltre a quello ad essere remunerato), in quanto in sede di eventuale impugnazione della delibera sarebbe difficile da provare per via della *business judgement rule*. Secondo parte della dottrina maggiormente rigorosa, l'interesse della società deve essere obiettivo e specifico e quindi la limitazione del diritto di opzione dovrà risultare nelle concrete circostanze di volta in volta ricorrenti.⁶⁷ Si ritiene inoltre che le azioni debbano essere obbligatoriamente emesse con sovrapprezzo.⁶⁸ Alla luce di queste considerazioni, pare chiaro come un problema particolarmente delicato sia la possibilità prevista dall'articolo 2443 cc, per il quale si prevede che lo statuto possa prevedere, a determinate condizioni, che sia il consiglio di amministrazione stesso a deliberare l'aumento di capitale. La circostanza per la quale il consiglio di amministrazione deliberi in autonomia di aumentare il capitale sociale al solo fine di integrare il proprio compenso, sotto forma di *stock options*, è quindi di fatto permessa dal nostro ordinamento, o perlomeno non c'è nessun'altra disposizione che vieti o limiti tale pratica. L'articolo 2443 prevede l'applicazione, in quanto compatibile, dell'articolo 2441 cc sesto comma, il quale dispone che "lo statuto determina i criteri con cui gli amministratori devono attenersi". Quindi, i soci possono stabilire a monte i criteri per l'aumento di capitale deliberato dal consiglio di amministrazione quali, ad esempio, un prezzo di emissione predeterminato.⁶⁹ Ulteriore limite a cui possono essere sottoposti gli amministratori è, di fatto, una previsione

⁶⁵ IBID.

⁶⁶ Secondo alta dottrina invece ne deriverebbe la nullità

⁶⁷ PISANI MASSAMORMILE, sub art. 2389, 284

⁶⁸ IBID.

⁶⁹ ANNARATONE, sub art. 2389, 602

statutaria o assembleare con la quale viene stabilito anticipatamente il tetto massimo per la remunerazione complessiva di tutti gli amministratori.

4.3 Il terzo comma dell'articolo 2389 del Codice civile

Il terzo comma dell'articolo 2389 cc statuisce che: *“La remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche in conformità dello statuto è stabilita dal consiglio di amministrazione, sentito il parere del collegio sindacale. Se lo statuto lo prevede, l'assemblea può determinare un importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori, inclusi quelli investiti di particolari cariche”*

Il terzo comma, quindi, prevede una deroga alla competenza dell'assemblea del primo comma, prevedendo che per gli amministratori investiti di *“particolari cariche”* sia il consiglio di amministrazione stesso a stabilirne la remunerazione. Una prima osservazione che pare utile effettuare è di natura squisitamente lessicale: il primo comma dell'articolo 2389 parla di *“compensi”*, invece il terzo per gli amministratori ricoperti di particolari cariche il legislatore fa riferimento a *“rimunerazione”*. Per quanto sul piano della natura del pagamento la differenza sia del tutto irrilevante, è utile trarre delle considerazioni a fini descrittivi. Il legislatore sembra aver inteso quindi che il compenso degli amministratori ricoperti da particolari cariche sia composto da due voci di corrispettivo diverse: il *“compenso”*, stabilito dall'assemblea ed uguale per tutti gli amministratori (anche per quelli senza particolari cariche), e la *“rimunerazione”* che invece ha un *quid* ulteriore rispetto al compenso *“base”*, e che quindi qualifica il trattamento economico speciale riservato agli amministratori con particolari cariche.⁷⁰ Di fatto, nessuna disposizione vieta che una volta che l'assemblea abbia stabilito un compenso a favore dell'intero consiglio di amministrazione, quest'ultima non possa attribuirsi un compenso ulteriore.⁷¹

Il codice, tuttavia, omette di specificare quali siano in concreto le particolari cariche e il perché queste meritino di avere diritto ad un trattamento compensativo diverso rispetto agli altri amministratori. Definendole innanzitutto in negativo, sicuramente non possono essere considerati amministratori ricoperti di particolari cariche i membri del comitato esecutivo,

⁷⁰ PISANI MASSAMORMILE, sub art. 2389, 290

⁷¹ Cfr, Trib Milano 5 Novembre 2001

in quanto il loro compenso è esplicitamente regolato dal primo comma dell'articolo 2389. Secondo un'interpretazione letterale dell'articolo, l'elemento fondamentale che giustifica la *ratio* di una "rimunerazione" ulteriore rispetto all'ordinario "compenso" riconosciuto agli amministratori è quello di un'esplicita previsione statutaria che preveda un incarico maggiormente specifico in capo ad alcuni amministratori, tale da giustificare un trattamento economico diverso. Tuttavia, tale interpretazione secondo parte della dottrina rappresenta una limitazione eccessivamente severa: adottando come criterio dirimente quello della previsione statutaria, sarebbero esclusi dall'applicazione dell'art 2389 terzo comma tutti gli amministratori delegati nominati dall'assemblea. Una tale esclusione parrebbe pericolosa in quanto, non considerandoli come investiti di "particolari cariche", il loro compenso sarebbe sottratto dal controllo necessario del collegio sindacale, previsto esplicitamente dal terzo comma.⁷² La dottrina e la giurisprudenza sono divise. Parte della dottrina afferma che ricadono sicuramente nel perimetro normativo del terzo comma tutti i soggetti investiti di compiti di amministrazione delegata in senso stretto.⁷³ Mentre, altra giurisprudenza⁷⁴, ritiene che gli amministratori delegati non possano ricadere nella nozione di "amministratori con particolari cariche" in quanto svolgono attività che rientrano nel normale rapporto di amministrazione. Secondo tale impostazione, giustificerebbe un compenso differente dagli ordinari amministratori lo svolgimento di attività che esulino l'ordinario e dall'ordinaria attività gestoria. È opinione largamente diffusa, infatti, che il presidente del consiglio di amministrazione possa essere considerato come soggetto investito di "particolari cariche"⁷⁵. Il presidente, infatti, ricopre un ruolo sempre più cruciale nelle realtà societarie italiane, specie in quelle di maggiori dimensioni. Il suo compito di garantire un corretto flusso informativo all'interno dell'organo gestorio e di coordinare i lavori del consiglio, rendono il presidente un ruolo sempre più fondamentale in quanto polo *super partes* deputato al corretto e trasparente funzionamento della *governance* societaria.⁷⁶ Sulla scorta di queste considerazioni, possono essere qualificati come "incarichi particolari" anche quelli attribuiti al vicepresidente del consiglio e ai membri dei comitati speciali previsti dallo statuto. Sostanzialmente, secondo parte della dottrina meno restrittiva, si possono ritenere investiti di particolari cariche gli amministratori che, in forza di una previsione statutaria

⁷² PISANI MASSAMORMILE, sub art. 2389, 291

⁷³ FRANZONI, sub art. 2389, 362

⁷⁴ Cass 26 Febbraio 2002 e il tribunale di Roma

⁷⁵ PISANI MASSAMORMILE, sub art. 2389, 291

⁷⁶ IBID

oppure assembleare, svolgono un compito che implichi maggiore cura e dedizione rispetto a tutti gli altri membri dell'organo gestorio.⁷⁷ Tuttavia, bisogna comunque considerare come esclusi dalla nozione in questione tutti gli amministratori a cui sono state attribuite cd. deleghe atipiche. Tale tipo di deleghe, riguardano esclusivamente una ripartizione di compiti ed incarichi interna al consiglio di amministrazione e, in quanto tali, estranee da ogni tipo di nomina assembleare o statutaria.⁷⁸

La facoltà del consiglio di amministrazione di determinare autonomamente le remunerazioni degli amministratori investiti di particolari cariche, alla luce della sua delicatezza, è subordinata ad un parere positivo del collegio sindacale. Di fatto, nella normativa codicistica ideata dal legislatore italiano, è l'unico momento in cui le remunerazioni degli amministratori sono sottoposte ad un effettivo controllo di carattere tecnico. Infatti, al controllo del collegio sindacale non pare equiparabile il controllo che l'assemblea effettua in tutti i casi di remunerazione diversi dalle particolari cariche: l'assemblea è idonea, per sua natura, a dare un giudizio *ex ante* di tipo politico, diverso dal giudizio *ex post* di tipo tecnico che può fornire il collegio sindacale.⁷⁹ In ogni caso, il parere del collegio sindacale è obbligatorio, ma non è vincolante.⁸⁰ Ciò comporta che il consiglio di amministrazione nella determinazione dei compensi può discostarsi dal parere del collegio sindacale, ma la mancanza in assoluto del parere rende la delibera consiliare impugnabile. E' pacifico che il parere del collegio sindacale abbia esclusivamente carattere consultivo: la decisione del consiglio di amministrazione ha natura gestoria nella determinazione sia nell'*an* che nel *quantum*, e in quanto tale di competenza esclusiva dell'organo amministrativo; permettere che il collegio sindacale possa assumere decisioni vincolanti nel merito di una decisione del consiglio di amministrazione equivarrebbe a spostare la competenza decisoria sul collegio stesso.⁸¹ A tal proposito, si ritiene che il collegio sindacale nella fattispecie in questione debba effettuare, sui compensi deliberati dal consiglio di amministrazione, un controllo di legalità sostanziale senza quindi mai svolgere un controllo di merito. Questo è il tipo di controllo che il collegio sindacale effettua nel normale svolgimento delle proprie funzioni,

⁷⁷ SANDEI, sub art. 2389, 2842

⁷⁸ IBID.

⁷⁹ PISANI MASSAMORMILE, sub art. 2389, 295

⁸⁰ IBID.

⁸¹ IBID.

in quanto a norma dell'articolo 2403 cc ha il dovere di vigilare sull'osservanza della legge e dello statuto sul rispetto dei principi di corretta amministrazione.⁸²

Alla luce della procedura appena illustrata, risulta evidente che l'assemblea sia stata esclusa da ogni coinvolgimento nella determinazione del compenso degli amministratori ricoperti da speciali cariche.⁸³ Per evitare ogni possibile abuso da parte del consiglio di amministrazione, il legislatore nel terzo comma dell'articolo 2389 ha previsto una speciale facoltà in capo all'assemblea: l'assemblea, qualora lo statuto lo consenta, può determinare "l'importo complessivo" delle remunerazioni spettanti a tutti gli amministratori, compresi anche quelli ricoperti da particolari cariche. In questo modo, i membri del consiglio di amministrazione saranno liberi di determinare il compenso spettante agli amministratori ricoperti di particolari cariche, purché lo facciano nei limiti del "tetto" imposto dall'assemblea.⁸⁴ L'articolo specifica che l'assemblea può stabilire l'importo complessivo da devolvere al compenso degli amministratori, purché vi sia una previsione statutaria che lo consenta; ciò comporta che un eventuale delibera assembleare, effettuata in assenza della previsione dello statuto che lo permetta, potrà essere impugnabile.⁸⁵ Per quanto riguarda il coordinamento con il secondo comma, si ritiene che anche i compensi variabili possano essere soggetti al tetto massimo deliberato dall'assemblea, stabilendo ad esempio la percentuale di utili da destinare agli amministratori o un numero massimo di azioni che questi possono sottoscrivere. Tuttavia, alla luce della sostanziale indefinibilità di tutte le possibili categorie di remunerazioni variabili, non è chiaro quali possano essere i limiti del *platfond* fissato dall'assemblea.

In ultimo, è utile soffermarsi in via residuale, sulla disciplina di ulteriori prestazioni di carattere professionale svolti dagli amministratori a beneficio della società. Questi tipi di incarichi, per quanto riguardano un rapporto intercorrente tra la società e gli amministratori, si devono ritenere esclusi dalla disciplina dell'articolo 2389 cc, in quanto esulano dal rapporto di amministrazione propriamente detto. Nella prassi societaria, le ipotesi in cui un amministratore svolga una propria attività professionale in favore della società sono molteplici. Frequente è, ad esempio, l'ipotesi in cui un amministratore della società che è al

⁸² IBID.

⁸³ Motivo per cui il legislatore ha previsto il controllo del collegio sindacale, seppur abbia natura diversa rispetto a quello effettuato dall'assemblea.

⁸⁴ PISANI MASSAMORMILE, sub art. 2389, 299

⁸⁵ IBID.

contempo un avvocato patrocini in giudizio la difesa della società stessa. Di fatto, spesso non è facile distinguere quando una data prestazione dell'amministratore ricada nell'ordinario rapporto di amministrazione o costituisca una prestazione ulteriore a sé stante. Il criterio che la dottrina ha riconosciuto come maggiormente affidabile è quello dell'occasionalità della prestazione: qualora una prestazione dell'amministratore sia occasionale non rientra nell'ordinario rapporto di amministrazione, formato da prestazioni continuative dell'amministratore nei confronti della società.⁸⁶ L'esclusione delle prestazioni occasionali dal perimetro normativo dell'articolo 2389 cc implica che l'amministratore non potrà richiedere la liquidazione giudiziale del compenso come invece accadrebbe in un ordinario rapporto di amministrazione.

5 CASI GIURISPRUDENZIALI SULLA REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI

3.1 Il caso Software Development srl

Un caso utile all'analisi delle reali dinamiche societarie che coinvolgono la remunerazione degli amministratori e gli eventuali conflitti che può generare è quello del contenzioso tra la società *Software Development Srl* e un suo amministratore uscente. L'amministratore uscente ricopriva la carica di Presidente del Consiglio di amministrazione di *Software Development Srl* tra il 2009 e il 2015. Durante il suo mandato, la società ha deciso di riconoscere agli amministratori un trattamento di fine mandato (TFM o anche *golden parachute*) con una specifica delibera assembleare che decideva in tal senso. In seguito a delle divergenze tra l'amministratore e il socio di maggioranza, il primo decide di dimettersi dal proprio ufficio richiedendo quindi, tramite comunicazione ufficiale via pec, che la società gli liquidasse il TFM che gli spettava per un ammontare di 120 mila euro. Il nuovo amministratore unico, tuttavia, ha deciso di convocare una nuova assemblea al fine di ottenere una nuova, pretestuosa, delibera che annullasse la precedente con la quale era stato determinato il TFM. A questo punto, l'amministratore (l'attore) decide di far convenire in giudizio la società al fine di ottenere una dichiarazione di annullabilità/nullità della delibera che andava a cancellare il TFM e l'accertamento del diritto di credito di 120 mila euro nei

⁸⁶ FRANZONI, sub art. 2389, 370

confronti della società a titolo di TFM non ancora liquidato. La società, convenuta in giudizio, tuttavia eccepiva di non dovere nulla all'attore, in quanto ritenuto che durante il suo ufficio l'attore avesse violato il dovere di rispettare le norme fiscali, causando l'irrogazione di numerose sanzioni nei confronti della società le quali ammontavano a 349.772 euro.

Il tribunale di Roma ha deciso di accogliere parzialmente la domanda dell'attore, obbligando la società a liquidargli 66.833,16 euro. La decisione era stata fondata su due principali argomentazioni. La prima riguarda l'efficacia della delibera con cui la società ha provato a revocare il TFM; infatti, a norma dell'articolo 2377 cc la delibera sostitutiva può avere effetti retroattivi ma non può pregiudicare i diritti acquisiti *medio tempore* da terzi. Di fatto, il tribunale ha considerato il diritto dell'amministratore a percepire il trattamento di fine mandato come un diritto acquisito pienamente nel momento della delibera assembleare che lo determinava, e in quanto tale non suscettibile a revoca da parte di una delibera successiva. Il Tribunale di Roma, quindi, conferma l'interpretazione prevalente sul diritto al compenso degli amministratori, il quale costituisce a tutti gli effetti un diritto soggettivo perfetto; in quanto diritto soggettivo perfetto, il soggetto a cui tale diritto viene attribuito acquisisce un corrispondente potere diretto a far realizzare il proprio diritto. Nella fattispecie della remunerazione degli amministratori, questi ultimi hanno il potere di agire giudizialmente al fine di veder riconosciuto il loro diritto al compenso, o sotto forma di liquidazione giudiziale o sotto forma di opposizione ad una delibera assembleare invalida. Appurato che la società non avesse la facoltà di revocare il TFM dell'attore, il Tribunale tuttavia aveva deciso di condannare il convenuto al pagamento non dell'intera somma dovuta, ma di una somma inferiore. Secondo la ricostruzione del Tribunale, l'eccezione della parte convenuta era da considerare come un'eccezione di compensazione, quindi ai 120.000 euro iniziali richiesti dall'attore sono stati detratti 53.166,84 euro, considerati come il danno cagionato al patrimonio sociale per il mancato rispetto delle norme tributarie avvenuto durante il mandato dell'amministratore uscente.

La sentenza del Tribunale di Roma viene impugnata sia dalla società e sia dall'amministratore uscente, in qualità di appellante incidentale. La sentenza della Corte di Appello di Roma del 20/01/22, tuttavia, riforma parzialmente la sentenza di primo grado, condannando la *Software Development Srl* al pagamento dell'intera somma richiesta dall'amministratore a titolo di TFM, senza alcuna compensazione. Per quel che riguarda la

nostra analisi, è di cruciale importanza comprendere il motivo di questa decisione della Corte di Appello. La Corte, infatti, ha accolto uno dei motivi di impugnazioni proposti dall'appellante incidentale, il quale lamentava un'erronea ricostruzione del tribunale di primo grado: non avrebbe dovuto accogliere la compensazione proposta dalla società, ciò in quanto, a norma dell'articolo 1241 cc, il controcredito vantato nei confronti dell'amministratore non deriva dal medesimo rapporto avente ad oggetto prestazioni corrispettive fra loro, bensì sono autonomi. Dunque, il giudice ha compensato il credito vantato dall'attore in forza di un'eccezione che, non potendo costituire una compensazione vera e propria a norma del Codice civile, assume le caratteristiche di un'azione di responsabilità esercitata dalla società nei confronti dell'amministratore al fine di ottenere il risarcimento del danno cagionato. E proprio su questo si basa il motivo di appello proposto dall'appellante incidentale: di fatto è stata fatta valere un'azione di responsabilità sociale contro gli amministratori senza che questa, a norma dell'articolo 2393 cc, fosse stata correttamente deliberata dall'assemblea. La Corte di Appello, accogliendo questo motivo di appello, riforma la sentenza di primo grado obbligando la società al versamento nei confronti dell'amministratore di 120 mila euro.

La decisione della Corte di Appello evidenzia diversi elementi fondamentali della disciplina della remunerazione degli amministratori. Il diritto a percepire il compenso è un diritto autonomo, che non riguarda nessun altro credito o debito di natura gestoria e in quanto tale non può essere compensato da questi ultimi. Infine, viene sottolineata nuovamente la centralità dell'assemblea nell'ambito della determinazione del compenso. E' proprio l'assemblea a decidere di riconoscere all'amministratore attore un trattamento di fine mandato e sempre solo attraverso una delibera assembleare può essere esercitata un'azione di responsabilità contro gli amministratori. Emerge nuovamente come la disciplina della società per azioni italiana ruota attorno ai poteri dell'assemblea, avendo il legislatore ritenuto che le decisioni più "delicate" della vita societaria debbano passare dal vaglio degli azionisti, e che questi debbano essere sempre più coinvolti nel processo decisionale di questa questione. E 'infatti proprio questo il principio cardine su cui si fonda la disciplina della remunerazione delle società quotate: gli azionisti devono essere sempre coinvolti ed interpellati sui temi maggiormente divisivi della vita societaria.

5.1 Il caso Ferrovie dello Stato italiane S.p.a

Uno dei casi giurisprudenziali più noti ed eclatanti concernenti la remunerazione degli amministratori nelle società di capitali è quello dell'Ingegnere Cimoli, già amministratore delegato e Presidente del consiglio di amministrazione di Ferrovie dello Stato italiane s.p.a, contro la stessa Ferrovie dello Stato. L'oggetto del contendere è la restituzione chiesta da Ferrovie dello Stato di compensi riconosciuti, e ritenuti da quest'ultima illegittimi, per un ammontare di 4.564.139 euro.

Ricostruendo i fatti, l'Ing Cimoli era membro del Consiglio di Amministrazione di Ferrovie dello Stato- Società di Trasporti e Servizi per azioni nel periodo tra il 1997 e il 2001. Nello stesso periodo, Cimoli veniva anche assunto alle dipendenze della stessa società in qualità di dirigente. Nel 2001, le parti decidono consensualmente di sciogliere il rapporto che lo legava, riconoscendo all'Ingegnere un TFR di circa un miliardo e mezzo di lire. Secondo quanto dichiarato da Cimoli, tale cifra rappresentava un premio per i risultati raggiunti dalla società, e nella stessa dichiarazione statuiva di non avere null'altro da pretendere dalla società per ogni suo pregresso rapporto lavorativo o gestorio. In seguito alla cessione del ramo di azienda concernenti i trasporti di Ferrovie dello Stato a Trenitalia s.p.a, veniva costituita Ferrovie dello Stato s.p.a. Nel medesimo atto di costituzione, l'ingegner Cimoli veniva nominato amministratore delegato e Presidente della società neocostituita. In data 8 Marzo 2001, la società costituisce il "Comitato per la definizione dei compensi dell'amministratore delegato e per la politica retributiva dell'alta dirigenza del Gruppo FS", con il compito di affiancare il Consiglio di Amministrazione circa le decisioni sulla determinazione del compenso di Cimoli. Con determina sottoscritta anche da Cimoli stesso, il Comitato prevedeva che la remunerazione dell'amministratore delegato fosse composta da una corposa parte fissa, più una parte variabile basata sugli obiettivi raggiunti dalla società su base annuale ed un'altra parte variabile erogata sugli obiettivi raggiunti su base triennale. Infine, era previsto un sostanzioso trattamento di fine rapporto che però gli sarebbe stato revocato qualora nei 12 mesi successivi cessazione del rapporto di amministrazione l'Ing Cimoli fosse stato nominato amministratore di un'altra società controllata direttamente o indirettamente dallo stato. I compensi così delineati sono stati erogati all'Ingegnere Cimoli fino al 2004, quando ha cessato il suo incarico. In seguito alla cessazione dell'incarico fu liquidata a Cimoli una cifra di 4.564.139 euro, cifra calcolata sulla base dei criteri presenti nella decisione del Comitato del 2001. Nello stesso anno, tuttavia, Cimoli viene nominato

amministratore di Alitalia s.p.a, violando quanto previsto dalla decisione del Comitato e quindi legittimando Ferrovie dello Stato a richiedere la restituzione dell'indennità riconosciuta a titolo di TFM.

A questo punto, Ferrovie dello Stato agiva per chiedere la restituzione delle somme versate in quanto, ex art. 2033 c.c, si tratta di un pagamento effettuato senza che vi fosse un titolo che lo giustificasse, chiedendo che le somme versate vengano restituite in quanto hanno formato un arricchimento indebito in capo a Cimoli.

Il tribunale ha deciso di ordinare la restituzione delle somme ex art 2033 in quanto, il *solvens* (la società) ha versato all'*accipiens* (Cimoli) un compenso nonostante non avesse un titolo idoneo a percepirlo. Nello specifico, la decisione contestata è la delibera consiliare del 10 Maggio 2004, con la quale veniva riconosciuta l'indennità di fine mandato a Cimoli. La decisione del Tribunale si fonda su una serie di motivi. Innanzitutto, è stato acclarato dal Collegio giudicante che le somme percepite da Cimoli rientrassero nel perimetro normativo dell'articolo 2389. Il trattamento di fine mandato era stato qualificato dal Comitato nel 2001 come "*indennità compensativa e risarcitoria*" mentre il Consiglio di amministrazione nel 2004 parla di "*elargizione per l'impegno profuso da Cimoli*". Tale distinzione è del tutto irrilevante, in quanto è pacifico che l'articolo 2389 cc riferendosi a "compensi" si riferisca ad ogni possibile emolumento riconosciuto dalla società agli amministratori, quindi anche la somma percepita da Cimoli al termine del suo mandato.

La corretta qualificazione delle somme percepite da Cimoli è, quindi, il punto cruciale sul quale si fonda l'intera sentenza. Il Tribunale, infatti, secondo la sua ricostruzione ha qualificato le somme percepite da Cimoli come "compensi" e, in quanto tali, comprese nel quadro normativo delineato dall'articolo 2389 c.c. L'articolo statuisce che il compenso degli amministratori è, di norma, determinato o dall'assemblea o dallo statuto. Al comma terzo prevede una deroga al potere di determinazione del compenso dell'assemblea, prevedendo che possa essere il consiglio di amministrazione a determinare il compenso dei suoi membri, purché questi ricoprano "particolari cariche". Nella fattispecie in questione, il compenso dell'Ingegnere Cimoli era stato erogato in forza della delibera del consiglio di amministrazione del 10 maggio 2004. Dunque, secondo la ricostruzione del Tribunale di Roma, la sola qualifica di amministratore delegato dell'Ingegnere Cimoli non integra la fattispecie della "particolare carica" del terzo comma dell'art 2389, e quindi i compensi erogati su decisione del solo consiglio di amministrazioni sono da considerarsi come

indebiti. Secondo tale ricostruzione, il semplice svolgimento delle attività di amministratore delegato in una società capitale non integra l'attribuzione di una particolare carica. La Corte fa riferimento alla sentenza n. 2681 del 26/02/2022 della Corte di Cassazione, per la quale hanno diritto alla speciale remunerazione ex art 2389 terzo comma gli amministratori che ricoprono incarichi che esulino dal normale rapporto di amministrazione. Ciò non comporta che l'amministratore delegato non possa percepire un compenso più elevato degli altri amministratori, ma purché questo sia determinato dall'assemblea o dallo statuto e non dal consiglio di amministrazione stesso. Perciò, dal punto di vista formale, la delibera adottata in carenza di potere è del tutto priva di effetti vincolanti nei confronti della società; ciò comporta che al fine del corretto esperimento del rimedio restitutorio, non sarà necessaria la preventiva impugnazione ed eventuale pronuncia di nullità o annullabilità della delibera, in quanto totalmente improduttiva di effetti sia nei confronti della società sia nei confronti di Cimoli.

La sentenza in questione evidenzia tutti i limiti e le criticità dell'articolo 2389 cc. Innanzitutto non è chiaro in che modo debba intendersi la definizione di particolari cariche: infatti mentre nella ricostruzione del Tribunale di Roma è esclusa che nel perimetro di tale definizione possa essere ricompresa la carica di amministratore delegato, per altra parte della dottrina invece è pacifico che tutte le ipotesi di amministrazione delegata in senso stretto debbano considerarsi come "particolari cariche".⁸⁷ Oppure, nella misura in cui regola i compensi del "membro del consiglio di amministrazione" senza considerare la figura la figura dell'amministratore unico, verso il quale è pacifico che si applichi il medesimo articolo ma comunque in assenza di una disposizione autonoma. Seguendo la ricostruzione del Tribunale di Roma, sembrerebbe che quindi il comma terzo dell'articolo 2389 debba ritenersi applicabile a funzioni che siano del tutto "extragestorie". Allora, secondo questa interpretazione, non è affatto chiaro quale dovrebbe la linea di confine tra una prestazione effettuata dall'amministrazione che, pur essendo estranea al normale rapporto gestorio, rientra comunque nella fattispecie della remunerazione per gli amministratori, e quella effettuata dall'amministratore che invece deve essere qualificata secondo uno schema contrattuale differente, e quindi non può essere remunerata secondo il dettato dell'articolo 2389.

⁸⁷ FRANZONI, sub art. 2389, 371

Tutto ciò considerato, evidenzia in maniera netta come la disciplina del Codice Civile per le remunerazioni degli amministratori nelle società quotate non sia affatto perfetta o priva di lacune, sia procedurali che interpretative. Non è affatto un caso che il legislatore, sia comunitario che nazionale abbia deciso di intervenire sullo stesso tema, per quanto riguarda le società per azioni quotate in mercati finanziari, attraverso una disciplina maggiormente approfondita, aumentando soprattutto gli standard di trasparenza e *disclosure* alla luce della delicatezza del tema e del ruolo che le società quotate hanno nel tessuto socio-economico nazionale ed internazionale.

BIBLIOGRAFIA

ALVARO E LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, 2013, Consob.

ALVINO, *Il capitale umano in economia aziendale: valutazione, controllo e comunicazione*. 2nd ed., 2019, Torino: Giappichelli Editore

ANNARATONE, sub art. 2389, in *Le società per azioni*. Commentario a cura di Cendon. Giuffrè, Milano, 2016, 595 ss. ;

ASSONIME, *'Il recepimento della diretta shareholder rights II nell'ordinamento italiani'*, 2019

BIRKMOSE, *'FROM SHAREHOLDER RIGHTS TO SHAREHOLDER DUTIES – A TRANSFORMATION OF EU CORPORATE GOVERNANCE IN A SUSTAINABLE DIRECTION?'*, in *Journal for International and European Law, Economics and Market Integrations*, 2018.

BOFFELLI, *Remunerare gli amministratori compensi incentivi e governance*. ODEC MILANO, 2020

BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a a dieci anni dalla riforma del 2003*, 2004, Milano, Utet Giuridica

CAGNASSO, DEL CONTE, GALLI, LAPERTOSA, LOFFREDO, MARASÀ, RACUGNO E ZOPPINI, sub art. 2389, in *Le società per azioni*. Commentario a cura di Alpa e Mariconda, IPSOA, Milano, 2013, 566 ss. ;

CALANDRA, sub art. 123-ter TUF, in *Disciplina di società con azioni quotate. Commentario* a cura di Ciane e Trabucchi, Wolters Kluwer, Milano, 2020. 45 ss.;

CAMBPOBASSO, *“Diritto Commerciale 2. Diritto delle Società”*, IX Edizione a cura di Campobasso M., UTET, 2015.

CAMPOBASSO, *“I compensi degli amministratori di società quotate: l’esperienza italiana”* in *Rivista delle Società*, 2011,4, 532 ivi 571, 2011

CAPPIELLO, *Stock options e corporate governance* in *Analisi Giuridica dell’Economia*, 2003, 135 ivi 154.

CAPPIELLO, sub art. 2389, in *Le società per azioni. Commentario* a cura di Abriani, UTET giuridica, Milano, 2016, 1088 ss.;

CAVALLARO, *Commentario al Testo Unico della Finanza*, 2021, Roma: Pacini Giuridica

CHILOIRO, *I golden parachutes, tra ibridismo causale e confusione nelle competenze deliberative* in *Analisi Giuridica dell’Economia*, 2, 2014, 349 ivi 372

DE POLIS, *Nuovi profili di corporate governance delle banche: i piani di stock option*, in AA. VV.,

DE SANTIS, *‘Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni’*, 2011, Roma: Padova Cedam.

EVANS et al, *“Regulatory distortion of management compensation: The case of golden parachutes for bank managers,”* *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, 1997, vol. 21(6), 825 ivi 848,

FERRIE MABER, *Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from UK*. *Review of Finance*, 178, 2013

FIORI e TISCINI, *Economia aziendale*. Terza edizione. Milano: Egea. CONSOB (2014)

FRANZONI, sub art. 2389, in *Le società per azioni. Commentario* a cura di De Marzo. Zanichelli, Bologna, 2008, 334 ss.

GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, 2005, Padova: CEDAM

GASPERINI E RASO, *CAPITALE UMANO: LA PAGA DEI MANAGER TRA RISCHI E PERFORMANCE AZIENDALI*. 1st ed, 2008, IPSOA.

HINNA, *‘La misurazione del capitale intellettuale’*, Unimercatorum

JANAKIRMAN, LAMBERT E LARCKER, *An Empirical Investigation of the Relative Performance Evaluation Hypothesis*, in 30 *Journal of Accounting Research*, 1992, 66

KIMBRO E XU, *“Shareholder have a say in executive compensation: evidence form Say-on-pay in the United States”*, 2013, SSRN Electronic journal.

KLOYER, *Determinants of moral hazard in research and development supply relations: Empirical results beyond the agency-theory explanation. Managerial and decision economics*, in MDE. [Online] 40 (1), 64–78.

LEE E O’NEILL, *EXECUTIVE COMPENSATION* in *Insights, the corporate & securities law advisor*, 1, 2010, 1 ivi 10

MACHO-STADLER, PÈREZ-CASTRILLO E WATT, *An Introduction to the Economics of Information: Incentives and Contracts*, seconda edizione, 1996, OUP: Oxford, Oxford.

NDZI. *Directors' excessive pay and shareholder derivative action*, in *Comp.Law.*, 2015, 36 (5), 144 ss

PERRINO, *“Compensi e “buonuscita” dell’amministratore delegato di S.p.a: problemi di competenza”* in *Le Società*, 8-9, 934, 2021.

PISANI MASSAMORMILE, sub art. 2389, in *Le società per azioni*. Commentario a cura di Gabrielli e Santuosso, UTET giuridica, Roma, 2015, 260 ss, ;

RAFFAELE E RUGGIERO, *“Il recepimento in Italia della shareholder rights 2. : commentario al Decreto legislativo 10 maggio 2019, n. 49”*, CEDAM, Roma, 2021

RIGANTI, *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti: alcune riflessioni introduttive* in *Le nuove leggi civili commentate*, 2018, 772 ivi 794 03;

ROCK E., *“For Whom Is the Corporation Managed in 2020? The Debate over Corporate Purpose.”*, *Business Lawyer*, 2021

RORDORF, sub art. 2389, in *Le società per azioni*. Commentario a cura di Ruperto, Giuffrè, Milano, 2011, 607 ss. ;

SANCHEZ-MARIN, LOZANO-REINA, BAIXAULI-SOLER E LUCAS-PEREZ, *“ Say on pay effectiveness, corporate governance mechanisms, and CEO compensation alignment”*, Department of Management and Finance, University of Murcia, Spain, 2017

SANDEI, sub art. 2389, in *Le società per azioni. Commentario* a cura di Cian e Trabucchi. Milano, CEDAM, 2020, 2826 ss.;

STANCATI “*Carried interest e piani di incentivazione ‘atipici’*: note a margine delle risposte nn. 407 e 435 del 2020” in *Rivista telematica di Diritto Tributario*, 735 ivi 744, 2020

STOUT, *The Shareholder Value myth*, Cornell Law Faculty Publications, 2013

VAN PUYVELDE, CAERS, DU BOIS, JEGERS, “*The Governance of Non-profit Organizations: Integrating Agency Theory With Stakeholder and Stewardship Theories*”, SAGE, 2012

ZANDA, LACCHINI E ORICCHIO, *La valutazione del capitale umano dell'impresa. Modelli qualitativi e quantitativi di logica economico-aziendale*, 2022, Torino: Giappichelli.

SITOGRAFIA

BAIRD , “*Executive Compensation disclosure requirements: the German, UK and US approaches*”, 2002 Disponibile in [https://content.next.westlaw.com/Search/Home.html?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default](https://content.next.westlaw.com/Search/Home.html?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)

BARRALL E CHUNG, *Say on pay in 2011 Proxy Season: Lessons Learned and Coming Attractions for U.S Public Companies*, 2011, Disponibile in <https://www.conference-board.org/publications/publicationdetail.cfm?publicationid=1977>

CODAZZI, *Il voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli amministratori: la disciplina italiana e il modello comunitario*. Disponibile in <http://www.rivistaodc.eu/voto-azionisti-politiche-remunerazione-amministratori>

[ENCICLOPEDIA TRECCANI, Residual Claimants](https://www.treccani.it/enciclopedia/societa_res-874c1c38-9bc9-11e2-9d1b-00271042e8d9_%28Enciclopedia-Italiana%29/)
https://www.treccani.it/enciclopedia/societa_res-874c1c38-9bc9-11e2-9d1b-00271042e8d9_%28Enciclopedia-Italiana%29/

FISCH, PALIA E SOLOMON *Is Say on pay all about pay? The impact of firm performance*. Faculty Scholarship at Penn Law. 2018 Disponibile in <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/10/30/is-say-on-pay-all-about-pay-the-impact-of->

