

LUISS GUIDO CARLI
LIBERA UNIVERSITA' INTERNAZIONALE DEGLI STUDI SOCIALI

TESI DI LAUREA MAGISTRALE A CICLO UNICO

DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA

A.A. 2011- 2012

TESI IN DIRITTO PRIVATO COMPARATO COMMERCIALE

“LA REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI NEI
SISTEMI ANGLOSASSONE E ITALIANO E PROBLEMI DI
AGENCY”

RELATORE: Prof. Avv. Domenico BENINCASA

CORRELATORE: Prof. Avv. Gianluca SCARCHILLO

CANDIDATA: Rosa CAFARELLI

MATR: 089673

Tra le conseguenze meno positive della New Economy sull'etica del lavoro, c'è il fatto che il boom economico ha intaccato tutte quelle forme di prestigio sociale – legate alla carriera e allo status – diverse dal denaro. Nell'era del mercato il guadagno diventa l'unico criterio legittimo per misurare il valore delle persone...

Federico Rampini, *New Economy*, Bari, 2000

INDICE

Introduzione

Capitolo I

Executive compensation in the United Kingdom

1.1 Problemi di *agency* e strategie normative

1.1.1 Le strategie regolatrici

1.1.2 Le strategie di “ *governance* “

1.2 Fonti di produzione della disciplina di *corporate governance*

1.2.1 (segue) L’esperienza dei “*Codes of best practice*”

1.2.2 I compensi del *board of directors*

1.2.2.1 Le “*stock option*”: benefici e controindicazioni. Le possibili distorsioni che gli incentivi azionari possono provocare nella condotta manageriale

1.2.3 Conflitti d’interesse

1.2.3.1 (segue) Gli effetti della parcellizzazione della proprietà azionaria sulle problematiche di *agency*

1.2.4 Numeri, struttura e indipendenza del *Remuneration Committee*

1.2.5 Contenuti e carattere della *disclosure* in merito alla remunerazione

1.2.6 Gli “*Annual General Meetings*”

1.2.7 Lo “*UK Stewardship Code*” e gli investitori istituzionali. The “*compelling activism* “

1.3 *Companies Act* 2006: nuove prospettive

1.3.1 *The directors’ duties*. Il dovere di evitare conflitti d’interesse. La revisione della *Part X* del *Companies Act* del 1985

1.3.2 *The Directors’ remuneration Report (DRR) Regulation*. Il principio “*say on pay* “

Capitolo II

L’ approccio comunitario alla regolamentazione delle remunerazioni dei *manager*

2.1 Le linee guida nelle recenti raccomandazioni della Commissione Europea: trasparenza informativa e misure di *corporate governance* sulla remunerazione degli amministratori esecutivi nei Paesi dell’ Unione europea

2.1.1 La Raccomandazione 2004/913/CE relativa alla promozione di un regime adeguato per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori delle società quotate

2.1.2 La Raccomandazione 2005/162/CE sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio d’amministrazione o di sorveglianza

2.1.3 Recenti integrazioni alle raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE per quanto riguarda il regime concernente la remunerazione degli amministratori delle società quotate

2.2 La direttiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti nelle società quotate

2.3 Libro Verde – il governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione. Il parere del Comitato economico e sociale europeo

2.3.1 *“The UK government response to European Commission Green Paper- The EU corporate governance framework”*

2.3.2 La risposta di Confindustria alla consultazione della Commissione Europea

Capitolo III

Il regime normativo dei compensi degli amministratori di s.p.a.

3.1 Il rapporto tra amministratori e società. Il diritto al compenso

3.1.1 Individuazione dei possibili “pagamenti” in favore degli amministratori: il compenso e la remunerazione *ex art. 2389 c.c.*

3.1.2 Competenza dell'assemblea e del consiglio di amministrazione nella definizione della retribuzione. La novella del 2003

3.1.3 Decreto legislativo 259/2010: art. 123–*ter* t.u.f. e la relazione sulla remunerazione

3.1.4 L'esperienza italiana dell'autoregolamentazione. Dal Codice Preda al nuovo Codice di Autodisciplina. Il “capitale di reputazione”

3.2 Interessi degli amministratori: il nuovo art. 2391 c.c. ed il voto del socio – amministratore nelle deliberazioni relative al proprio compenso

3.2.1 Come fronteggiare le condotte infedeli del potere gestorio in ambito societario. Dall'art. 2630 c.c. all'infedeltà patrimoniale

3.2.2 Decreto legislativo 27/2010: rivitalizzare la partecipazione del socio all'assemblea

3.2.3 Ruolo e valore dell'informativa societaria: l'art. 114 – *bis* t.u.f. e la regolamentazione secondaria della Consob

3.3 Dal c.d. modello renano verso il modello anglosassone: le “*stock option*”. La Riforma del 2003: art. 2389 c.c.

3.3.1 L'evoluzione del regime fiscale delle “*stock option*”

Conclusioni

Bibliografia

Introduzione

I recenti scandali finanziari hanno sollecitato un generale ripensamento sul funzionamento dei sistemi di corporate governance. Lo stesso modello manageriale anglosassone, paradigma per i sistemi capitalistici più avanzati per la sua proverbiale attenzione riservata alla classe degli stakeholders, ha palesato talune gravi lacune. L'orientamento a risultati di breve termine e l'eccessivo potere del consesso amministrativo hanno condotto a deprecabili degenerazioni, sollecitando un intervento "moralizzatore" delle autorità a diversi livelli, comprese fonti extralegislative. Questo lavoro propone un'analisi comparata dei sistemi anglosassone e italiano in tema di remunerazione degli amministratori, inteso, in queste pagine, come catalizzatore dei più rilevanti nodi problematici che oggi riguardano il governo delle società azionarie¹. Sarà, infatti, dedicata attenzione al difficile rapporto tra azionisti – investitori e amministratori che spesso si traduce in quello che gli economisti etichettano come "agency problem", si indagherà quindi su ciò che normative nazionali e legislazione comunitaria prescrivono in ordine a misure deterrenti e incentivi atti ad indirizzare la condotta dei manager verso il corretto assolvimento della loro delega. A tal riguardo verranno prese in considerazione precipue disposizioni concernenti la necessitata trasparenza informativa verso i soci e il mercato, i sistemi di controllo interni, nonché le norme che regolano l'organizzazione delle società quotate. Verranno svolte osservazioni in ordine ai codici di autodisciplina che anche nel nostro ordinamento confermano lo stretto legame tra auto ed etero regolamentazione, e che spesso da apripista hanno fatto ai successivi interventi del legislatore tesi a prevenire alla società e all'ampia categoria degli stakeholders i gravi danni generati dalla violazione dei principi di corretta amministrazione. L'obiettivo è quello di far sì che il mercato

¹ Sebbene vadano segnalate le opinioni di chi ritiene esagerata l'attenzione rivolta alle questioni concernenti i pacchetti retributivi dei manager; al riguardo Bebchuk e Fried, *Pay without performance: overview of the issues*, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 17, num. 4, Amorgan Stanley Publication, 2005, pag. 8, sintetizzano dette posizioni, registrando come: "Some mantain that flaed compensation arrangements have been limited to a relatively small number of firms [...]. Other concede that flaws [...] have been widespread, but mantain that These flaws have resulted from host mistakes and misperception on the part of boards seeking to serve shareholders. [...] Still others argue that, [...] recent reforms that strengthen director independence will fully address past problems [...]."

positivamente discrimini chi si comporta secondo la “pratica migliore” indicata nel codice secondo l’insegnamento inglese. Non manca chi ² guarda con scetticismo a queste nuove regole dettate per “disinfettare” le società per azioni, ravvisandovi un eccesso di fede nella loro capacità di cura delle inefficienze societarie. Quel che è certo è che questi moderni paradigmi di valutazione delle condotte manageriali, andranno tarati sulla realtà del nostro sistema economico. Oggetto di queste pagine sarà quindi analizzare come le autorità di madre comunitaria e nazionali stiano favorendo una cultura di responsabilità, un’etica degli affari incoraggiando l’allineamento tra interessi potenzialmente un conflitto.

² Tra gli altri, Guido Rossi, *Le c.d. regole di “corporate governance” sono davvero in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in *Riv. Soc.*, 2001, p.6.

Capitolo I

Executive compensation in the United Kingdom

1.1 Problemi di *agency* e strategie normative

Se si condivide l'affermazione secondo cui obiettivo principe del diritto societario è quello di garantire che le politiche gestionali delle società si concentrino sulla massimizzazione dello *shareholder value*, del profitto degli azionisti, per la più ampia promozione del benessere aggregato³ di tutti gli *stakeholders* (lavoratori, fornitori, clienti), la strategia da adottarsi necessariamente dovrà vertere sul contenimento di condotte opportunistiche⁴ ascrivibili ai diversi protagonisti della scena societaria. Il riferimento è ai conflitti d'interesse tra *insiders* (azionisti di controllo, alti dirigenti) e *outsiders* (azionisti di minoranza e creditori) che sovente sfociano in quelli che si etichettano come "problemi di *agency*", gli stessi si presentano laddove "il benessere di una parte, il *principal*, dipende dagli atti posti in essere dall'altra, l'*agent* cui ha promesso una prestazione"⁵. Ciò che caratterizza questo rapporto è in particolare l'asimmetria informativa che gioca tutta a favore dell'*agent*, il quale agevolmente potrà rendersi autore di malversazioni e mistificazioni ai danni del *principal*, il quale per sincerarsi della qualità della performance dovrà gravarsi di un costoso monitoraggio.

³ Così Kraakman e Hansmann, *The anatomy of Corporate law: A comparative and functional approach*, Oxford University Press, 2009, pag. 27.

⁴ Gli autori citano questo termine secondo l'uso fattone da Williamson, "The economic institution of capitalism", *Free press*, 1985, pag. 47-49, riferendosi a comportamenti finalizzati esclusivamente alla massimizzazione dell'interesse personale e che implicino *inter alia* mala fede.

⁵ Kraakman- Hansmann, *op.cit.*. Si veda anche S. Ross, *The economic theory of agency: the principle's problem*, 63, *American Economic Review*, 1973, pag. 134.

Nelle società commerciali vengono in rilievo tre tipologie di *agency problem*: il primo tipo vede attori i proprietari dell'impresa ed i titolari del potere gestorio, la contesa si argina se ci si assicura che questi ultimi non si appropriino indebitamente dei benefici riservati a chi sopporta il rischio d'investimento; il secondo si inquadra nella lotta intestina alla classe degli azionisti (quelli di maggioranza, che controllano la società, e quelli di minoranza passibili di spoliazioni da parte dei primi); l'ultimo, infine, implica il potenziale contrasto tra la società e i soggetti (lavoratori, creditori) con i quali entra a contatto, in questo caso è dalle condotte ingannevoli e fraudolente dei soci che ci si deve garantire. Il legislatore e la giurisprudenza facilitano l'opera dei *principal* riducendo i fisiologici costi di *agency* attraverso la prescrizione di puntuali obblighi di *disclosure* a carico degli *agent*, agevolando, se del caso, l'esercizio delle azioni legali contro i misfatti di questi. Certo è che, chi più confida nella condotta onesta dell'*agent*, tanto più sarà lieto di corrispondere un elevato compenso.

Per attutire la fragilità dei *principal* di fronte all'opportunismo dei loro *agent* il diritto sfodera le armi offerte da strategie normative distinguibili in due sottocategorie⁶, quella delle strategie regolatrici e quella delle strategie di *governance*. Le stesse saranno oggetto delle argomentazioni che seguiranno.

1.1.1 Le strategie regolatrici

Le suddette *strategies* hanno natura prescrittiva, regolano difatti contenuto, costituzione e cessazione del rapporto *principal – agent*. A limitare la discrezionalità degli *agent* vi è la coppia *regole – standard* che impone di non assumere decisioni, di non perfezionare operazioni in danno ai *principal*, più specificamente le *rules* dispongo o vietano determinati atteggiamenti (strategie *ex ante*), di contro le clausole generali operano a posteriori, riservando all'autorità giudiziaria o simili la delineazione del contenuto del precetto normativo. Se le regole sono strumento d'elezione per la tutela dei creditori di una società, o dei suoi investitori, (comprendendo le limitazioni alla distribuzione dei

⁶ Suggestisce Kraakman, *op. cit.*, pag. 31.

dividendi, o requisiti minimi per la conservazione del capitale sociale, nonché la disciplina dettata dalle autorità di mercato per le OPA o le deleghe di voto), diversamente le stesse appaiono troppo spesso complesse per regolare i rapporti endosocietari, col pericolo di favorire, a mezzo di esoneri e divieti, tecniche elusive sempre più raffinate. Meglio rispondente alle finalità indicate si rivela l'adozione di clausole aperte la cui struttura permette di valutare solo *ex post* se infrazione vi è stata.

Va da sé che in assenza di una forte pressione legislativa circa gli obblighi di *disclosure*, le società aperte diffonderebbero scarse se non addirittura mendaci informazioni. Le ragioni ben si comprendono se solo si guarda al problema di *agency* tra soci e amministratori: questi, in caso di circolazione di notizie cattive sullo stato di salute della società, assisterebbero ad un repentino decremento dei compensi, hanno dunque tutto l'interesse a tenerle segrete, fornendo semmai un falso quadro della situazione finanziaria dell'impresa.

Un secondo gruppo di strategie regolatrici si focalizza sui termini di instaurazione ed estinzione del rapporto *principal – agent*. Tra le condizioni di entrata, ad esempio, il diritto può prescrivere che l'*agent* riferisca informazioni sulla “*performance quality*” promessa prima di vincolarsi contrattualmente al *principal*, o optare per un'opportunità di *exit* per quest'ultimo, riconoscendo all'azionista la possibilità di vendere il proprio pacchetto azionario una volta che l'*agent* si sia rivelato un “opportunist”. La libera trasferibilità delle azioni, e quindi dei relativi diritti di controllo, accanto alla minaccia di scalate ostili, ben possono rappresentare un'arma efficace per indurre gli *agent* ad una sana gestione aziendale. Di più tutela gode l'azionista poi, se sceglie di recedere, incassando il valore del proprio investimento stimato in un momento antecedente, ad esempio, al compimento di una operazione non approvata, in modo da evitare le perdite che secondo lui ne deriveranno.

1.1.2 Le strategie di “*governance*”

Contrariamente alle “*regulatory strategies*”, quelle di *governance* si fondano su concetti di autorità e gerarchia, proteggere la parte contrattualmente più debole, questo l’obiettivo, innervando i poteri dei *principal*, o rimodulando gli incentivi degli *agent*. Il potere di eleggere o revocare gli amministratori appare evidentemente tra le strategie più efficaci per il controllo della società permettendo di selezionare il personale più onesto e punire quello sleale. In altri termini, i diritti di nomina rivestono un ruolo centrale nel governo societario e, in taluni ordinamenti, non solo per trattare i conflitti che danno vita ai problemi di *agency* tra soci e manager, ma anche quelli che coinvolgono l’intera compagine degli azionisti, e questi con altri soggetti che partecipano in vario modo alla società⁷. Occorre proseguire nella trattazione, menzionando poi i *decision rights*, i quali ben contribuiscono ad alimentare il potere di intervento dei *principal*, fornendo loro il diritto di proporre ovvero ratificare decisioni dei *manager*; merita comunque che sia messo bene in evidenza il fatto che manifestandosi la delega del potere gestorio, e la rappresentanza del potere amministrativo come funzioni che la società necessariamente deve consentire, è evidente come questa coppia di strategie sia assai meno significativa rispetto a quella

⁷ Questi soggetti sono citati dalla *section 172* del *Companies Act 2006* rubricata “Duty to promote the success of the company”, che recita:

(1) A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to:

[...] (b) the interest of the company’s employees,

(c) the need to foster the company’s business relationships with suppliers, customers and others,

(d) the impact of the company’s operations on the community and the environment

[...] (f) the need to act fairly as between members of the company.

(3) The duty imposed by this section has effect subject to any enactment or rule of law requiring directors, in certain circumstances, to consider or act in the interest of creditors of the company.

prima accennata. Non v'è difatti legislatore che ammetta gli azionisti ad un potere esclusivo di proposta, essendo loro riservato il diritto di veto *ex post* per modifiche apportate allo statuto per esempio, o fusioni societarie .

Altro discorso è quello che inerisce alle strategie del “*trustseeship* “ e del “*reward*” di cui destinatari sono gli *agent*. Pur sempre trattandosi di meccanismi di incentivazione, il primo presuppone che gli *agent* prestino attenzione alla componente etica – reputazionale del mandato conferito, e in forza di ciò meglio servino l'interesse dei loro *principal* potendo operare come interni alla struttura societaria: è il caso degli amministratori indipendenti (*non executive directors*) figure fondamentali per la risoluzione di problematiche di *corporate governance* e dei connessi costi di *agency*⁸ avendo questi il compito di vigilare sull'operato degli amministratori al fine di scongiurare condotte che deviino dall'interesse sociale e rincorrino fini personali⁹; o esterni, come quando è il diritto positivo ad esigere la presenza di un società di revisione o un pubblico ufficiale per l'approvazione di una operazione societaria. Differente meccanismo premiante è quello del *reward*, che ricompensa gli *agent* quando con scelte vincenti promuovono l'interesse dei *principal*. Se ne prospettano due tipologie: la più comune, ovvero la *sharing rule* che incentiva a condotte “leali” agganciando le utilità monetarie dell'*agent* a quelle del *principal*; ed il sistema del *pay for performance* dove l'*agent*, sebbene qui non partecipi con il *principal* alla ripartizione degli utili, vedrà comunque corrispondergli un compenso nella misura in cui abbia eseguito l'incarico conformemente alle aspettative di questo.

⁸ Detti costi sono di tre tipi: costi di controllo generate dall'attività del *principal* di monitoraggio delle condotte dell'*agent*; costi di riassicurazione che conseguono dall'attività dell'*agent* tesa a persuadere il *principal* della correttezza del suo operato; e infine i costi residuali che derivano da altri conflitti di interesse che le citate attività di sorveglianza e riassicurazione non sono idonee a comporre.

⁹ Così rileva Mongello A., “*Ordinaria e straordinaria amministrazione in material di società* “, in *Diritto fallimentare* , 1979, II, pagg. 439 e ss.

1.2 Fonti di produzione della disciplina di *corporate governance*

L'ordinamento inglese annovera diverse fonti di produzione della regola giuridica in materia di governo societario. Essa è disciplinata dal diritto giurisprudenziale, comprensivo della *common law* in senso stretto, intesa come “*judge made law*”¹⁰, e dell'*equity*, caratterizzata da rimedi processuali estranei al rigore della *common law*; regole, queste, secondo la concezione dichiarativa, scoperte dalle corti superiori come frutto incidentale della soluzione di una controversia concreta tra individui¹¹.

A livello normativo, invece, domina la *Legislation*, ovvero la *Statute law* dove centrale è l'esperienza del *Companies Act 2006* che ha istituito un vero e proprio “*regulatory regime*” per la materia societaria; e la *delegated legislation* emanata dai *regulators*, prima fra tutti, fino al 2011, la *Financial Service Authority (FSA)*, ossia una delle tre *Authority* del sistema finanziario britannico¹² che aveva compiti di vigilanza sui mercati finanziari e funzioni di controllo sulle società e sulle persone che operano all'interno di quel mercato¹³: attività di monitoraggio, ora, di pertinenza del *Financial Policy Committee*, la cui istituzione *ad interim* è stata annunciata, dal Governo e dalla *Bank of England*, nel febbraio 2011¹⁴. Vi è poi una seconda classe di fattori normativi: i c.d. *self*

¹⁰ Si ricordano le parole di Kahn-Freund O., *Comparative law as an Academic Subject*, in Cappelletti (a cura di), *New perspectives for a common law of Europe*, Atti del Colloquium of the European University Institute, Bruylant, 1978, pag. 275, “the judge is rule maker and decision maker all at once”.

¹¹ Così Varano, Barsotti, *La tradizione giuridica occidentale, Testi e materiali per un confronto civil law e common law*, vol. I, III ed., Giappichelli Editore, Torino, 2006, pag. 251.

¹² Assieme a *Bank of England e HM Treasury*.

¹³ Più precisamente, ai sensi della §2.2 del *Financial Service Market Act 2000* erano ad essa attribuiti compiti in merito a “(a) market confidence; (b) public awareness; (c) the protection of customers; (d) the reduction of the financial crime”.

¹⁴ Si legge, difatti, in <http://bankofengland.co.uk/financialstability/fpc/index.htm>, che in attesa di una legislazione *ad hoc*, la morfologia del comitato è stata delineata nel documento di consultazione del Governo “*A new approach to financial regulation: building a stronger system*”; il Governo prevede che il FPC “...will play a key role in the development of the permanent body's toolkit by sharing its analysis and advice on macro-prudential instruments with the Treasury, to help inform the Government's proposal for the FPC's final macro-prudential toolkit”. Più specificamente, il nuovo organo è stato istituito affinché “[...] contributes to maintaining financial stability by identifying, monitoring, and publicising risks to the stability of the financial system and advising action to reduce and mitigate them”. Nel

regulatory, che si traducono in *principles, standards, o codes of best practice*. Si segnala il *Combined Code* che nel *Preamble* precisa la propria natura di “guida per gli amministratori, figlia dell’esperienza e della discussione tra gli operatori del settore”¹⁵, esso è un agglomerato di “*standards of good practice*”, non già contenitore di regole in senso stretto, ma codice di comportamento in materia di governo societario che, a differenza del *Companies Act*, lascia un certo margine di discrezionalità alle società in ordine all’*an* e al *quomodo* adeguarsi alle raccomandazioni impartite. Alcuni autori¹⁶ stigmatizzano come netta e conclamata la predilezione per la gestione della materia della *corporate governance* mediante fonti di tipo *self-regulatory* e *principle based*: “si ritiene che la *corporate governance* sia materia di leggi, di regole, di prassi ma, fondamentalmente, sia un problema di *people*, di comportamenti umani e che questi non possano essere irreggimentati in moduli troppo stretti. Una fonte disciplinare non deve dunque tradursi in un “*compliance exercise*”, essendo utile, invece, che essa funga da “*means of promoting appropriate behaviour by boards and good communication between boards and shareholders*”. Non obblighi e divieti, allora, ma promozione di adeguati comportamenti ispirati a determinati *principles*”¹⁷.

E’ negli anni novanta che si dà avvio ad una lunga stagione di riforme, numerose le tappe che hanno contribuito a tratteggiare quella che è l’attuale fisionomia del modello britannico di *corporate governance*, le stesse saranno oggetto del prossimo paragrafo.

medesimo documento Il Governo precisa che il comitato si riunirà almeno quattro volte l’anno e pubblicherà un resoconto delle sue riunioni; sarà inoltre responsabile del semestrale *Financial Stability Report* della *Bank of England*.

¹⁵ Così De Poli “*La governance delle banche inglesi dopo la crisi finanziaria ed il “Walker Review of corporate governance in UK banks”*”, *Rivista trimestrale di diritto dell’economia*, n.1, 2010, pagg. 7 e ss., traduce quanto si legge circa il *Combined Code*: “is not a rigid set of rules. Rather, it is a guide to the component of good board practice distilled from consultation and widespread experience over many years”.

¹⁶ De Poli, *op.cit.*, pag. 8.

¹⁷ Qui l’autore, nota n. 15, si riferisce al dattiloscritto di K.Costa “*The consensus of the governed: Re-imagining Corporate Governance*” dove si legge che “corporate governance is ethical, open, inclusive, effective in meeting the organization’s goals and accountable”.

1.2.1 (segue) L'esperienza dei “Codes of best practice”

La tradizionale definizione di *corporate governance* è di matrice anglosassone ed è quella del *Cadbury Report* del 1992: “il sistema per mezzo del quale le società sono amministrare e controllate”¹⁸. È quindi l'attività di guida apicale dell'impresa societaria, inquadrata nel complesso dinamico delle interazioni tra le parti coinvolte, osservate sul piano dei relativi interessi, incarichi e principi di comportamento¹⁹.

La materia del “governo dell'impresa” e la necessità di promuovere un idoneo sistema di monitoraggio dell'operato del *management*, dato il riscontro frequente di episodi di conflitti di interesse tra *manager* e azionisti, hanno sollecitato l'enunciazione delle migliori pratiche di governo societario in codici o rapporti elaborati con riferimento alle esperienze nazionali. Pietra miliare, ispiratrice di simile impulso all'autodisciplina è rappresentata dal *Cadbury Report*, pubblicato dal *Committee on the financial aspects of corporate governance*. L'omonima commissione è stata istituita dal *Financial Reporting Council (FRC)*, dalla *London Stock Exchange (LSE)* e dalla “*Accountancy Profession*”, (ovvero coloro che svolgono la professione contabile) a seguito degli scandali finanziari degli anni ottanta (Maxwell, Polly Peck, Barings). I lavori si sono incentrati sulla disciplina delle riunioni del *board*, e sulla necessità della presenza di *non executive directors*, dotati di particolari requisiti di indipendenza, ed in numero sufficiente affinché la loro voce abbia un certo *pondus* nelle scelte del Consiglio, con compiti di sorveglianza sulle operazioni confezionate dal *Board of directors (BOD)*²⁰. Fondamentale il lavoro di raccolta delle più consolidate “*best practices*” in materia societaria, tanto che si legge “*the basic system of corporate governance in Britain in sound*” (*Report*, p.11, 1.7).

¹⁸ *Committee on the financial aspects of corporate governance and Gee & Co .Ltd. (Cadbury Report)*.

¹⁹ Pierre Di Toro “*Corporate Governance. Principi di comportamento per il governo delle società di capitali*”, Gruppo 24 ore, Milano, 2010, pag. 2.

²⁰ I direttori non esecutivi hanno responsabilità in materia di: bilanciamento dei poteri sulle grandi decisioni; *audit* dell'impresa; costituiscono il comitato per le remunerazioni; la loro scelta deve passare attraverso un procedimento formale che coinvolga il *board*.

Su questa scia nel 1995 fu costituito, su impulso della *Confederation of British Industry*, lo *Study Group on Directors' Remuneration*, che, presieduto da Richard Greenbury, consigliò, tra l'altro, l'istituzione di un comitato di remunerazione (*remuneration committee*) all'interno delle società con il precipuo obiettivo di esorcizzare conflitti di interesse connessi alla determinazione dei compensi.

L'opera di dette commissioni è stata poi ultimata nel 1998 con la redazione dell'*Hampel Report*, il quale si segnala, oltre che per aver dettato ulteriori principi attinenti alla remunerazione degli amministratori, ai rapporti con gli azionisti e al ruolo di responsabilità degli investitori istituzionali, anche per aver compiuto puntuali indagini in ordine al grado di adesione delle società ai codici di comportamento.

La disciplina così predisposta è poi confluita nel *Combined Code on Corporate Governance*, emanato dal *LSE* nel giugno del 1998, che ha aggiornato il contenuto dei codici pregressi. Il suo testo è stato poi modificato nel 2003: il governo, infatti, alla luce dello scandalo Enron, ha incaricato *Sir Higgs* di promuovere un'opera di *review* circa il ruolo dei *non executive directors*. I rilievi svolti hanno portato a raccomandare, tra l'altro, che: almeno la metà dei componenti del consiglio di amministrazione, escluso il Presidente dal conteggio, sia "*independent non-executive*", e che questi compongano i comitati di *audit* e *remuneration*; e che il concetto di indipendenza degli amministratori venga reso più stringente anche se si lascia che la valutazione della sua sussistenza sia di competenza del *board*.

Nel 2009 il Governo inglese ha affidato a *Sir Walker* l'incarico di esaminare la *corporate governance* di banche, compagnie di assicurazione sulla vita ed altre istituzioni finanziarie (come, ad esempio, i gestori di fondi), al fine di presentare, poi, i propri suggerimenti al Governo stesso. Ciò in virtù dell'esperienza maturata durante la crisi finanziaria del 2008, in quanto *Assistant Secretary at the Treasury ed executive director alla Bank of England*.

Preme sottolineare la natura volontaria delle raccomandazioni contenute nei suddetti testi; il Code è allegato al regolamento emanato dalla *UK Listing Authority*, che richiede alle società quotate di pubblicare nei rispettivi bilanci una dichiarazione

esplicativa di come siano stati applicati i principi contenuti nel codice, e l'informazione se vi sia stata adesione alle disposizioni nell'esercizio precedente e, in mancanza, l'indicazione delle regole non osservate e la motivazione del mancato ossequio. Più specificamente, il *Code* si compone di *Principles (Main Principles e Supporting Principles)* e di più dettagliate *Provisions*: in forza della *FSA Listing Rule 9.8.6*, rispetto ai primi, la società deve dichiarare nel proprio *report* finanziario annuale come essi sono stati applicati (“*how the listed company has applied...*”), quanto alle seconde, invece, è sufficiente dichiarare se la società si è adeguata o meno, in tutto o in parte, alle stesse. Si tratta dunque della regola “*comply or explain*”, secondo la quale o ci si conforma, si aderisce alle disposizioni oppure si illustrano, in modo trasparente, al mercato le motivazioni degli scostamenti dal modello di governo dell'impresa previsto, così da consentire ad ogni modo una piena comprensione dei criteri applicativi adottati dalla specifica società²¹. Centrale è, dunque, l'attività di *disclosure*, e ancor di più²² di *explanation*, non già da intendersi come ulteriore appesantimento burocratico, bensì atto meditato, teso a consentire agli azionisti di capire come concretamente applicati i *principles* o quali le giustificazioni per il mancato adeguamento alle *provisions*²³. La decisione di allinearsi o meno alle disposizioni dovrebbe seguire ad un calcolo di costi – benefici: si vuole in sostanza evitare che la massiccia imposizione di regole addizionali, intollerabili per talune realtà societarie, possa compromettere l'efficienza operativa degli stessi *Report*. Gli obblighi informativi previsti permettono al mercato e agli investitori di etichettare con un “marchio di qualità” le *companies* aderenti, stimolando

²¹ Difatti nell'introduzione al *Report* si legge: “The Combined Code and its philosophy of “comply or explain” is being increasingly emulated outside the UK. It offers flexibility and intelligent discretion and allows for the valid exception to the sound rule. The brittleness and rigidity of legislation cannot dictate the behavior, or foster the trust, I believe is fundamental to the effective unitary board and to superior corporate performance”.

²² Come evidenzia De Poli, *op.cit.*, pagg. 11 e ss., il quale sottolinea la differenza rispetto al sistema *rule-based* proprio del *Companies Act* che prescrive comportamenti, contro la cui violazione è possibile ricorrere all'autorità giudiziaria. Egli prosegue rilevando come lo stesso “aggancio” ad esso delle *Listing Rules* e l'utilizzo del “*comply or explain*” rendano il Combined Code una fonte di tipo *quasi –regulatory*.

²³ Quindi “qualora l'emittente non abbia fatto proprie, in tutto o in parte, una o più raccomandazioni, fornisce adeguate informazioni in merito ai motivi della mancata o parziale applicazione” *Financial Reporting Council*, 2010 :5.

al contempo l'adozione delle raccomandazioni per via dell' "*adverse publicity*", del discredito commerciale, di cui la società stessa soffrirebbe in caso di mancata *compliance* alle disposizioni.

Circa l'effettiva forza vincolante della c.d. *self regulation* autori quali Rossi²⁴ si esprimono nel senso della scarsa efficacia delle regole di *corporate governance* in paesi "prigionieri del proprio passato". Nell'indagine svolta, la critica dell'autore si concentra sulla *corporate governance* che egli ritiene appartenente alla "nuova mitologia societaria" in quanto riferita ad eccessi di fede nella capacità delle nuove regole di "disinfettare" le società per azioni; egli dunque guarda con sospetto alle *best practice* come strumenti di correzione delle inefficienze societarie. Egli continua osservando: "la creazione di nuove regole relative al funzionamento dei consigli di amministrazione, ad esempio, può essere utile per i paesi nei quali dominano le *public companies* e nei quali tali regole possono essere effettivamente imposte [...]. In paesi caratterizzati da diverse tradizioni legali, storiche e culturali, l'efficacia di un mero trapianto di tali regole è assolutamente dubbia, se non addirittura rischiosa".

1.2.2 I compensi del *Board of Directors*

Il rapporto *Greenbury*, si è appena sottolineato, è stato il primo in Europa a formulare le migliori pratiche in tema di remunerazione degli amministratori. Le sue esortazioni furono poi seguite dal rapporto *Hampel* e dal *Combined Code*, i cui principi riflettono le preoccupazioni diffuse, a livello internazionale, circa il livello delle retribuzioni dei dirigenti, la procedura per la loro definizione e l'informativa in materia. Si desume infatti che la chiave per incoraggiare sempre migliori *performance* da parte dei titolari

²⁴ "Le c.d. regole di *corporate governance* sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?", *Rivista delle società*, 2001, pagg. 6 e ss.

del potere gestorio risiede nella politica dei compensi²⁵: da un lato essi dovrebbero rappresentare un premio per la prestazione svolta e, dall'altro, dovrebbero essere utili ad allineare gli interessi dei dirigenti a quelli degli investitori nel promuovere il successo della società²⁶. Ma il punto di allineamento richiede anche il riconoscimento ai *manager* di una remunerazione sufficiente ad attrarre e fidelizzare i migliori, con un sistema di incentivi non soltanto reputazionali che si attivi in caso di esiti positivi per la società. Lo stesso testo, infatti, suggerisce che “il livello di remunerazione dovrebbe essere tale da attrarre, conservare e motivare gli amministratori che abbiano le qualità richieste per gestire con successo l'emittente, fermo restando che ciò non può tradursi nella corresponsione di remunerazioni in misura superiore a quanto sia necessario per raggiungere tale obiettivo”²⁷. E' convinzione diffusa che un compenso composto di una parte fissa relativamente bassa e di una più elevata porzione variabile possa risultare una

²⁵ Bebchuk e Fried, *Executive compensation as an agency problem*, *Journal of economic perspectives*, volume 17, number 3, 2003, pag. 71-92, scrivono “Among financial economists, the dominant approach to the study of executive compensation views managers' pay arrangements as a (partial) *remedy* to the agency problem. Under this approach, which we label the “optimal contracting approach”, boards are assumed to design compensation schemes to provide managers with efficient incentives to maximize shareholder value.[...] To some researchers working within the optional contracting model, the main flaw with existing practices seems to be that, due to political limitations on how generously executives can be treated, compensation schemes are not sufficiently high-powered (Jensen and Murphy, *Performance pay and top management incentives*, *Journal of political economy*, 98:2, pp. 225-63, 1990). Ma gli autori rilevano anche un contrapposto approccio [...] “which we label the “managerial power approach”, executive compensation is viewed not only as a potential instrument for addressing the agency problem but also as a *part* of the agency problem itself. As a number of researchers have recognized, some feature of pay arrangements seem to reflect managerial rent-seeking rather than the provision of efficient incentives (for example, Blanchard, Lopez -de -Silanes and Shleifer, in *What do firms do with cash windfalls?*, *Journal of financial economics*, 36:3, pag. 337-60, 1994 [...]).

Che la remunerazione degli amministratori sia “*solution*” e “*source*” dei problemi di *agency* è quanto affermano anche M. c. Jensen, K.J. Murphy e E.G. Wruck, *Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, Harvard NOM Working Paper No. 04-28- Finance Working Paper No. 44/2004, pag. 50.

²⁶ “The key to encouraging enhanced performance by Directors lies in remuneration packages which: link rewards to performance, by both company and individual; and align the interest of Directors and shareholders in promoting the company 's progress”. (*Introduction*, 1.15).

²⁷ “Levels of remuneration should be sufficient to attract, retain and motivate directors of the quality required to run the company successfully, but a company should avoid paying more than is necessary for this purpose. (*Main Principle B.1 Combined Code*).

buona tecnica per ancorare le retribuzioni dei manager alle loro effettive prestazioni all'interno della società. Essi, per raggiungere i *target* prefissati e aumentare il valore delle azioni, sarebbero sollecitati ad osservare alti *standard* di condotta, così da conseguire, a loro volta, guadagni maggiori rispetto al salario base. Tra le forme variabili di remunerazione godono di grande popolarità i piani di *stock option*, ossia strumenti di incentivazione dei *directors* che, attribuendo ai destinatari il diritto di sottoscrivere e/o acquistare azioni di futura emissione ad un prezzo prefissato e in un determinato periodo di tempo, “inducono il dirigente a pensare ed agire come se fosse proprietario”²⁸, facendolo partecipare ai benefici del valore economico aggiunto. Inoltre “parte significativa del compenso corrisposto a favore degli amministratori esecutivi dovrebbe essere strutturata in modo da collegare le remunerazioni ai risultati aziendali e a quelli del singolo amministratore”²⁹. Una determinazione, questa, dei compensi, opportunamente legata all'andamento della società, in un'ottica di composizione degli interessi degli amministratori -al compenso più adeguato - e degli azionisti -alla nomina di personale altamente qualificato e dalle spiccate capacità professionali. Al di là, quindi, della base comune per gli *executive* e non, è questo un efficace sistema di controllo da parte dei soci sull'operato degli amministratori, esso consiste nell'allacciare la remunerazione, in particolare di quelli muniti di particolari cariche, almeno in parte a predefiniti obiettivi approvati dall'assemblea, così da renderla variabilmente legata alla reale *performance* dell'azienda. Nel recente dibattito sulla crisi che stiamo vivendo³⁰, si sta formando il convincimento che le politiche retributive dei

²⁸ Così Ehrbar, EVA. *The real key to creating wealth*, Ed. John Wiley and Sons., 1998, pag. 95. Allo stesso modo si esprime H. N. Butler, *The contractual theory of the corporation*, 11 *Geo Mason UL Rev* 99,122, (1989), “performance-based pay [...] forcing [managers] to act *as if* they had the shareholders' interest at heart”.

²⁹ “A significant proportion of executive directors' remuneration should be structured so as to link rewards to corporate and individual performance “. (*Principle B.1*).

³⁰ Va detto, infatti, che il *trend* positivo di crescita del fenomeno che è stato registrato nel periodo 1994-2001 risulta ora aver subito una significativa inflessione a causa dei tracolli finanziari che hanno avuto come attore principale il mercato americano. Diversi studi hanno rilevato che gli scandali datati 2001 e 2002 che hanno coinvolto Enron, Global Crossing, WorldCom, hanno dato origine ad un atteggiamento di forte criticismo verso i compensi basati su piani di opzione su azioni. Ad esempio Banerjee- Gatchev-Noe, Working Paper, 2004, pag. 29 del sito <http://www.paper.ssnr.com/>, prendendo in considerazione il

manager associate a sistemi incentivanti legati ad indicatori di performance di breve periodo, abbiano di fatto portato i loro destinatari a trascurare la sostenibilità dei risultati nel tempo, nonché ad assumere un comportamento imprenditoriale contrassegnato da un inaffidabile presidio del rischio, entrando così in conflitto con gli interessi di lungo periodo degli *stakeholder*. Si spiegano dunque interventi come quello dell'International Institute of Finance (IIF)³¹, e della Financial Services Authority (FSA) inglese³² che si sono sostanziate nel tracciare nuove “regole di condotta “ che recepiscano gli insegnamenti della crisi, precisando che rientra nella responsabilità del *board* definire le *policies* retributive e monitorarne gli impatti sulle prassi operative e, più analiticamente, segnalano, al fine di impedire che i sistemi incentivanti possano ancora indurre a comportamenti analoghi a quelli stigmatizzati, che:

- gli incentivi devono consentire il perseguimento di obiettivi a lungo periodo degli azionisti
- è necessario calibrare con cura il mix tra componente fissa e variabile della remunerazione per garantire il giusto equilibrio tra gli interessi dei singoli e quelli della società
- la determinazione della retribuzione degli addetti ai controlli interni (*risk management*, *compliance*, *internal audit*) deve avvenire secondo modalità diverse da quelle adottate per le funzioni operative, al fine di prevenire potenziali conflitti d'interesse e preservarne l'efficacia.

Colpisce ad ogni modo la reticenza degli estensori dei rapporti quando si tratta di rafforzarne la valenza prescrittiva traducendole in espresse raccomandazioni, scelta giustificabile³³ solo se si richiama la circostanza che i sistemi incentivanti tendono ad

compenso dei *chief executive officers* di 773 società quotate, osserva come la percentuale di retribuzione in stock option è del 42% nel 2003, a fronte del 69% nel 2000, del 64% nel 2001 e del 53% nel 2002.

³¹ IIF, *Final Report of the IIF Committee on Market Best Practice*, July 2008.

³² Prima di essere sostituita, lo si rammenta, dal *Financial Policy Committee* nel febbraio del 2011.

³³ Come spiega V. Conti “ *La remunerazione degli amministratori nelle società di capitali* “ Amatucci, *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Giuffrè, 2008, pag. 84.

assumere inevitabilmente connotazioni strettamente legate alle caratteristiche dei settori di appartenenza, alle loro strategie competitive, non è quindi desiderabile essere troppo prescrittivi in ambiti così fortemente caratterizzanti per le scelte aziendali.

1.2.2.1 Le “*stock option*”: benefici e controindicazioni. Le possibili distorsioni che gli incentivi azionari possono provocare nella condotta manageriale

Necessarie sono, a questo punto, alcune riflessioni sulle modalità di corresponsione dell'emolumento alternative alla retribuzione in misura fissa, e, in particolare, alle *stock option*. Si distingue, difatti, per le tecniche di attribuzione del compenso tra forme di retribuzione ad importo fisso e quelle ad importo variabile o aleatorio. Le *stock option* sono contratti di incentivazione che vengono concessi al *top management* e ai consiglieri d'amministrazione e che assegnano loro la facoltà di acquistare, se si utilizzano azioni emesse in precedenza, o di sottoscrivere, se si tratta di azioni di nuova emissione, titoli rappresentativi del capitale di rischio della società. La logica incentivante, insita nello strumento, appare manifesta se solo si considera che la condotta del prestatore di lavoro ben può influenzare la *performance* aziendale e quindi il valore di mercato del titolo: se un piano di *stock option* è presente, il dipendente sarà sollecitato a operare in modo da massimizzare il valore creato per gli azionisti, e, dunque, il proprio profitto personale. La chiave sta nel soddisfare entrambe le parti coinvolte nella relazione³⁴. Non può certo sottacersi, al contempo che, in realtà, “ i prezzi dei titoli scambiati in borsa dipendano da una molteplicità di variabili incerte e mutevoli (i cc.dd. *rumors*) e del tutto indipendenti dalle aspettative razionali degli

³⁴ Così Airoldi, Zattoni “*Piani di stock option. Progettare la retribuzione per il top management*”, Egea, Milano, 2001, pagg. 5 e ss.

investitori circa il valore e il pregio dei titoli medesimi”³⁵, ancor più inattendibile sembra la correlazione assoluta tra prospettive reali della società e l’andamento borsistico della stessa anche solo osservando che il prezzo dei titoli della società dipende anche da una serie di eventi macroeconomici e politici o, comunque da fattori estranei all’operato del *management* ed al sistema di *corporate governance* della *company*³⁶ (fenomeni di inflazione, fluttuazioni di mercato o *trend* relativi a determinati settori industriali o finanziari ³⁷).

Merita illustrare i termini con cui la dottrina si esprime in ordine al tema della remunerazione aleatoria. Bonafini ³⁸, ad esempio, ritiene che uno degli strumenti più efficienti per migliorare l’affidabilità degli amministratori sia il legame fra il livello di retribuzione e redditività per gli azionisti, in modo tale che l’amministratore, affrontando rischi ed opportunità propri di un normale socio, indirizzi la propria condotta al massimo interesse per quest’ultimo. La prospettiva di guadagno che trova fonte nella concessione di *stock option*, quindi, potrebbe essere idonea a condizionare le scelte di gestione e le decisioni strategiche degli amministratori.

³⁵ Cfr. Marchetti, “*La nexus of contracts theory*”, Milano, 2008, pag. 201.

³⁶ Così Benincasa, Miglionico “*Stock option, un’evoluzione nella governance*”, 2008, pag. 26. E’ d’accordo David Knott, chairman dell’*Australian Securities and Investment Commission (ASIC)*, il quale include tra i fattori esterni “*sentiment and interest rates*”, in *Corporate governance – Principles, Promotion and Practice, Manash Governance Research Unit Inaugural Lecture*, 2002, pag. 10. <http://www.asic.gov.au>.

³⁷ Autori come Bebchuk, Fried, Walker hanno osservato, “*Managerial power and rent Extraction in the design of executive compensation* “, in *69 The University of Chicago Law Rev.*, 2002, pag. 751 e ss, che i compensi basati esclusivamente sul prezzo dell’azione presentano l’aspetto negativo di ricompensare i manager anche quando gli incrementi dei titoli azionari non dipendono dalle loro performance quanto piuttosto da trend del mercato di un singolo settore industriale. Cfr. Gordon, *What Enron means for the management and control of hte modern business corporation: some initial reflections*, in *Columbia Law School Working Paper* n.203, 2002, pag. 14 del sito www.paper.ssrn.com; si è registrato nel periodo 1991-2000 che il valore azionario creato da un’impresa fosse determinate per il 70% da variabili di mercato e per il 30% da fattori propri della singola impresa.

³⁸ “*I compensi degli amministratori di società per azioni* “, in *Quaderni di giur. Comm.*, Milano, 2005, pagg. 372 e 376.

Lo stesso Mosco³⁹ ha messo in risalto la larga diffusione, negli ultimi anni, delle remunerazioni variabili, precisando che è mediante il ricorso a compensi collegati alla performance dell'impresa che si possono rendere omogenei gli interessi degli amministratori e dei soci, anche con incentivi in relazione all'aumento del valore delle azioni. Infatti, lo si è appena osservato, se correttamente strutturate le *stock option* dovrebbero incentivare gli amministratori a creare ricchezza per gli azionisti tramite l'aumento di valore delle azioni, connettendo la retribuzione dei primi al perseguimento di questo obiettivo.

Se De Feo⁴⁰ sostiene che se il compenso è rappresentato da una partecipazione agli utili, la posizione dell'amministratore, che rinuncia ad un compenso fisso in cambio di uno aleatorio, è molto vicina a quella dell'azionista; per Bonelli, invece, l'analogia con l'azionista è piuttosto generica, dal momento che il manager partecipa agli utili non anche alle perdite. Per chiarire Bonfini aggiunge che si tratta in realtà di una posizione solo assimilabile a quella dell'azionista, ma pur sempre differente. Assimilabile per quel che concerne l'almeno parziale coinvolgimento nel rischio d'impresa, ovvero se c'è carenza di utili né la remunerazione del capitale né dell'attività gestoria potranno maturare; differente quanto al diritto agli utili, ovvero come sottolinea Mignoli⁴¹ “mentre per il socio non basta che gli utili siano accertati attraverso il bilancio, ma [...] occorre l'atto di devoluzione della società ed è soltanto per effetto di questo atto che si acquista al socio un diritto patrimoniale, per l'amministratore non occorre questo ulteriore atto di devoluzione: il diritto è perfetto con la semplice approvazione del bilancio. Il momento dispositivo dell'utile non può quindi pregiudicare il suo diritto che si è perfezionato in un momento anteriore”.

³⁹ “*Commento all'art. 2389*”, Niccolini, Stagno, D'Alcontres (a cura di) *Società di capitali. Commentario, II*, pag. 634.

⁴⁰ “*Commento all'art.2389*”, in Bonfante, Corapi, Marziale, Rordorf, Salafia (a cura di), *Codice commentato delle società*, Milano, 2007, pag. 486.

⁴¹ “*La partecipazione agli utili spettante agli amministratori*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1966, pag. 199.

Fidelizzazione⁴² quindi, ed incentivazione di tutta l'alta dirigenza: queste le finalità lodate dalla dottrina, ma non possono certo mascherarsi le distorsioni cui quest'alternativa alla retribuzione fissa può condurre.

A fronte dei benefici appena evidenziati, devono, quindi, passarsi in rassegna talune delle criticità che sovente presentano i piani *stock option*⁴³. I piani di incentivazione del *top management* tendono a caratterizzarsi per il fatto che una parte rilevante della remunerazione sia legata alla *performance* aziendale (misurata in termini di redditività, competitività, valore per l'azionista); e che le *performance* di riferimento siano estese su orizzonti temporali di medio e lungo periodo (*expiration date*), in genere tre o cinque anni, ovvero il lasso di tempo che intercorre tra l'assegnazione degli obiettivi e la misurazione e dei risultati deve essere superiore alla durata di un anno solare⁴⁴. Questo perché, prosegue Zattoni, la "creazione di un forte legame tra la retribuzione e la *performance* aziendale misurata in un periodo di tempo pari o inferiore all'anno può, infatti, generare nei *manager* un atteggiamento miope (*managerial myopia*) volto a massimizzare il risultato di breve periodo, anche a costo di ridurre [...] o posticipare gli investimenti in risorse materiali o immateriali che contribuiscono a determinare il successo aziendale nel lungo periodo". Piani di incentivazione siffatti ben potranno, quindi, indurre i *top manager* ad adottare politiche gestionali di breve periodo, miranti esclusivamente a creare nell'immediato un 'immagine di successo della società. Per

⁴² Infatti Bonelli " *Gli amministratori di società per azioni dopo la riforma delle Società* ", Giuffrè, 2004, pag. 132 evidenzia questo particolare risultato dovuto al fatto che i piani di *stock option* stabiliscono solitamente che il diritto di sottoscrizione scatti dopo alcuni anni e cessa qualora l'amministratore di sua volontà abbandoni la compagine sociale.

⁴³ Va detto che le problematiche che trovano fonte nell'uso di *stock option* più acutamente si palesano in società a proprietà diffusa dove a mancare è un socio di controllo forte che relazionandosi col *management* sia in grado di svolgere una funzione di *monitoring* sullo stesso, senza bisogno di piani di incentivazione. Così riporta Zanardo in " *I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano* ", in *Giur. Comm.*, 2006, pag. 750.

⁴⁴ Così Airoldi, Zattoni, in " *Piani di stock option. Progettare la retribuzione per il top management* ", Egea, 2001, pagg. 7 e ss.

neutralizzare il rischio di *short termism*⁴⁵, le società potrebbero adottare piani che limitino il numero di opzioni esercitabili in ciascun periodo⁴⁶, o altrimenti potrebbe limitarsi temporaneamente la trasferibilità delle azioni acquistate a seguito dell'esercizio dell'opzione, per mezzo di clausole di *lock up* che impediscano al destinatario di cedere immediatamente le azioni acquistate per effetto del piano.

Va segnalato, poi, il rischio di una possibile diluizione del valore della partecipazione azionaria dei soci (sotto il duplice aspetto: diritto di voto e valore reale della partecipazione)⁴⁷ dovuto al fatto che solitamente i piani di *stock option* non sono “*dividend protected*” (ossia non compensano i *manager* per i dividendi pagati agli azionisti) e, per questo, gli amministratori hanno forti incentivi a ridurre i dividendi sostituendoli con il riacquisto di azioni, perché ogni attribuzione di dividendi diminuisce il valore dell'opzione agli stessi assegnata⁴⁸.

Altra “controindicazione” è costituita dal rischio che l' amministratore sia spinto a conseguire un vantaggio ad ogni costo, prestandosi a manovre pericolose in spregio delle regole di buona amministrazione. Si tratta delle pratiche di “*earnings management*”, queste, tese alla rappresentazione contabile di risultati fittizi, che, a discapito della veridicità del bilancio, permettano di “gonfiare” il valore delle azioni. Occorre tenere presente che il dirigente ha la possibilità di realizzare un guadagno

⁴⁵ Lo stesso lamentato, in tema di “banks' compensation structures”, da L.A. Bebchuk e H. Spamann, in *Regulating Bankers' Pay*, *Georgetown Law Journal*, vol. 98, No. 2, pagg. 247-287, 2010, *Harvard Law and Economics Discussion Paper* No. 641.

⁴⁶ Così suggerisce Capiello “*Stock option e corporate governance*”, in *AGE*, 2003, pagg. 135 e ss. Si segnala poi, che nel Regno Unito, il *Combined Code* raccomanda che le opzioni non possono maturare ed essere esercitate prima di tre anni (*Schedule A.2*).

⁴⁷ Efficace strumento di tutela è quello profferto dall'ordinamento italiano all'art. 2441 VI comma c.c. che prescrive l'obbligo del sovrapprezzo per l'emissione di *stock option* destinate ad amministratori non dipendenti. Dato che l'effetto di “annacquamento” dipende dal prezzo di esercizio dell'opzione, sarebbe auspicabile che questo non fosse inferiore quantomeno al prezzo di mercato delle azioni al momento di emissione di *stock option*; in questi termini si esprimono anche il *Greenbury Report* (§ 6.29) ed il *Combined Code* (§ B.1.2). (Più approfonditamente *infra* parag.3).

⁴⁸ Così Zanardo, *op. cit.*, pag. 742 e ss.

nell'eventualità in cui, alla scadenza del periodo prefissato, il prezzo del titolo di cui è titolare sia cresciuto: il suo compenso consisterà, difatti, nella differenza tra il prezzo di mercato dell'azione e l'importo pagato dallo stesso dirigente⁴⁹. Gli amministratori, dopo aver artificiosamente aumentato i prezzi delle azioni, ben potranno rivenderle prima del loro inevitabile crollo, incrementando, così, la loro retribuzione. Ad ulteriore specificazione delle suddette pratiche, vanno segnalate anche distorsioni della politica finanziaria⁵⁰ di cui possono rendersi autori gli amministratori allorché sottopongono all'assemblea la proposta di non distribuire gli utili conseguiti poiché, diversamente, questa operazione potrebbe tradursi in una diminuzione del valore dell'azione / opzione da loro posseduta.

I problemi sembrano annidarsi nella tendenza a che l'intero processo di progettazione, approvazione, e attuazione del piano si esaurisca nell'organo di cui sono componenti i medesimi amministratori destinatari del piano, azzerando, così, le possibilità che gli azionisti siano edotti dell'effettivo ammontare dei compensi attribuito ai manager⁵¹. Più volte è stato oggetto d'indagine, da parte degli studiosi, il totale scollamento tra il compenso degli amministratori e l'andamento dell'attività sociale⁵². L'attuale crisi finanziaria, avendone fatto risaltare le criticità, ha fatto riaccendere il dibattito internazionale sui compensi dell'alta dirigenza; l'opinione pubblica ha gridato allo

⁴⁹ Pacini, "Tecniche di remunerazione variabile dei manager, un bene o un male?", consultabile su www.dse.ec.unipi.it, pagg. 4 e ss.

⁵⁰ Bebchuk e Fried, *Pay without performance: overview of the issues*, *Journal of applied corporate finance*, vol. 17, n. 4, *A Morgan Stanley Publication*, 2005, pag. 11, parlano di "perverse incentives", e ne offrono un esempio: "a managers' broad freedom to unload company options stock can lead them to act in ways that reduce shareholder value. Executives who expect to unload shares have incentives to report misleading results, suppress bad news, and choose project and strategies that are less transparent to the market". Ma anche J.G. Hill e C.H. Yablon, in *Corporate governance and executive remuneration: rediscovering managerial positional conflict*, *University of New South Wales Law Journal*, vol.25, pag. 40, 2002, *Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 03-02*.

⁵¹ Come rileva Zanardo, "I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano", *Giurisprudenza commerciale*, 2006, pagg. 738 e ss.

⁵² Si cita il caso di R. Evans, *top executive* della British Gas, che incrementò del 18% il suo compenso nel 1991, mentre il profitto della società era sceso del 5%; o di M. Newmarch, *chairman* della Prudential, la cui retribuzione nel '91 aumentò del 43% a fronte di una perdita societaria del 37%. Cfr. Charkam, *Keeping god company. A study of corporate governance in five countries*, Oxford, 1995, pag. 275.

scandalo di fronte all'asimmetria tra l'ammontare della retribuzione dei *top manager* e gli insoddisfacenti risultati della società o addirittura tali da invocare aiuti statali⁵³. Se per le *public companies* non finanziarie la materia delle retribuzioni appartiene all'autonomia imprenditoriale e contrattuale, e quindi libera, la società, è di scegliere la politica degli incentivi in ragione delle esigenze manifestatesi, discorso diverso va affrontato per gli istituti finanziari (banche, enti di gestione di capitali)⁵⁴. In tal senso la *Financial Stability Board (FSB)*⁵⁵ ha ricevuto mandato dai Capi di Stato e di Governo di elaborare un programma di riforma regolamentare volto a creare un sistema finanziario più solido e ridurre il rischio sistemico globale. E' datato 4 Novembre 2010 il Protocollo del Consiglio, due i macro obiettivi fondamentali: un nuovo quadro di riferimento internazionale rafforzato per la regolamentazione del patrimonio e della liquidità delle banche; uno schema per le politiche tese ad affrontare il rischio di "*moral hazard*" connesso con le istituzioni "*too big to fail*" che permetta di far sì che sviluppando un proprio regime di risoluzione, indicando "responsabilità, strumenti e poteri necessari" si possa pilotare il fallimento di una banca senza creare turbative per il sistema finanziario né oneri per i contribuenti. Il rapporto consultivo dell'ottobre 2010

⁵³ J. G. Hill e C.M. Yablon, op.cit., pag. 18, richiamano, a tal riguardo, J.A. Kreinberg, in *Reaching beyond performance compensation in attempts to own the corporate executive*, 45 *Duke LJ* 138, 144-146, (1995); e J.E. Parkinson, *Corporate power and responsibility: issues in the theory of company law*, Clarendon Press, Oxford, 1993, pp. 201-202, in quanto "critics of the escalating levels of executive remuneration [who] have argued that excessive remuneration can be damaging to worker morale, and indeed to the economy as a whole. Also, massive inequality in the distribution of wealth in society can lead to loss of the social cohesion and result in political backlash".

Lo stesso *CEO* della *Federal Reserve of New York*, William McDonough, ha descritto il progressivo e massiccio aumento delle remunerazioni come "terribly bad social policy and perhaps even bad morals". L. Collins, *Top banker questions morality of executive pay*, *Australian Financial Review*, 13 settembre, 2002, pag. 32.

⁵⁴ Pacini, op.cit., pagg. 4 e ss.

⁵⁵ E' un organismo internazionale, con sede a Basilea, evoluzione del precedente Financial Stability Forum voluto dal G8 ed oggi esteso a tutti i paesi del G20, che riunisce regolarmente rappresentanti dei governi, delle banche centrali e delle autorità nazionali di vigilanza sulle istituzioni e sui mercati finanziari, di istituzioni finanziarie internazionali[...]. Il Forum si propone di promuovere la stabilità finanziaria a livello internazionale, migliorare il funzionamento dei mercati e ridurre il rischio sistemico attraverso lo scambio di informazioni e la cooperazione internazionale tra le autorità di vigilanza. http://www.bancaditalia.it/studiricerche/coop_intern/partecipa_org_int/FSB.

del Comitato di Basilea⁵⁶, “*Range of methodologies for risk and performance alignment of remuneration*”, analizza le metodologie per incorporare il rischio e la *performance* negli schemi contributivi. Il rapporto rivela le problematiche che complicano tale allineamento e offre taluni chiarimenti sulle possibili opzioni. Il documento “*Pillar 3 disclosure requirements for remuneration*”, poi, redatto di concerto con l’FSB e pubblicato dal Comitato nel dicembre 2010 a fini di consultazione, intende promuovere l’uniformità dell’informativa in materia di remunerazioni. Tale uniformità dovrebbe favorire la disciplina di mercato, consentendo agli operatori di valutare meglio la qualità delle prassi di remunerazione adottate dalle banche⁵⁷.

Centrale allora, in una logica di riduzione dei rischi temuti, il quadro istituzionale, in special modo il rispetto di puntuali regole di *governance* che garantiscano completezza e veridicità delle comunicazioni destinate agli investitori e al mercato. Stringenti

⁵⁶ Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria è un organismo di consultazione patrocinato dalla Banca dei Regolamenti Internazionali, istituito, verso la fine del 1974, dai Governatori delle banche centrali dei paesi del G10, con lo scopo di promuovere la stabilità monetaria e finanziaria. Esso si riunisce quattro volte l’anno e rappresenta un forum per la cooperazione sulle materie collegate al tema della supervisione bancaria. Il Comitato non possiede capacità regolamentare autonoma, ed opera attraverso linee guida, standard, raccomandazioni e accordi.

L’Accordo di Basilea I sui requisiti di capitalizzazione delle banche fu approvato nel 1988 e fu sostituito nel 2007 dal Nuovo Accordo di Basilea, o Basilea II. La crisi finanziaria internazionale ha infine spinto il Comitato di Basilea a modificare nuovamente l’Accordo sul capitale, tramite l’elaborazione e l’approvazione, il 12 settembre 2010, di un nuovo documento, noto come Basilea III volto a rafforzare i requisiti patrimoniali esistenti. <http://www.mi.camcom.it/accordi-di-Basilea>.

⁵⁷ BRI (Banca dei Regolamenti Internazionali) 81° Relazione Annuale: http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2011_7_itpdf.

Va rammentata, a tal proposito la frase del Presidente degli Stati Uniti d’America, pronunciata nel febbraio 2009: “toglieremo l’aria ai paracadute d’oro”, riferendosi a quel morbido ed estremamente redditizio atterraggio di cui spesso hanno goduto i dirigenti all’atto della loro uscita dalla società. E’ rispetto a detti “*golden parachute*” che Obama, per riportare una cultura di responsabilità, ha imposto un tetto massimo di 500.000\$ per i salari concessi dagli istituti che ricevono fondi federali nell’ambito di un piano di soccorso anticrisi (Corriere della sera.it 5-2-2009). Lo stesso Financial Times, in un articolo firmato dall’editorialista finanziario Patrick Jenkins, ha apostrofato come un *nonsense*, un’assurdità la buonuscita di 40 milioni € accordata dal Consiglio di amministrazione di Unicredit all’amministratore delegato Alessandro Profumo (Il sole 24 ore, 26 ottobre 2010). Ma di paracaduti d’oro se ne contano altri: quello di British Petroleum, ad esempio, che, dopo il disastro ambientale del Golfo del Messico, ha versato 16 milioni di euro all’ex amministratore delegato.

obblighi di *disclosure* sono richiamati dalla Raccomandazione 2004 / 913 / CE⁵⁸ per quel che concerne i diritti di opzione sulle azioni (sez. IV): dettagliata l’informativa, nel bilancio annuale o in apposita relazione, sul numero massimo delle opzioni offerte e sui termini entro i quali possono esercitarsi nel corso dell’esercizio finanziario; i piani di opzioni su azioni e le principali condizioni di attribuzione dovrebbero essere approvati mediante risoluzione dall’assemblea generale annuale degli azionisti prima dell’adozione; in ogni caso, dovrebbe essere garantita una dettagliata informazione preassembleare a vantaggio degli azionisti sui piani stessi, contenente la descrizione dell’operazione e l’indicazione nominativa dei destinatari. Una trasparenza piena delle politiche remunerative quella auspicata dalla Commissione europea su tutto il territorio dell’Unione (che il legislatore italiano, ad esempio, ha fatto confluire nella legge sulla tutela del risparmio (L. n. 262 del 2005) tramite l’inserimento nel t.u.f. dell’art. 114-*bis*⁵⁹).

E’ opportuno mettere in risalto, però, che non si è voluto, elencando una serie di punti critici, negare alla radice l’efficacia delle *stock option*: il rischio di condotte del genere descritto non va considerato connaturato, inerente allo strumento retributivo oggetto d’esame⁶⁰. Effetti speculativi come quelli appena considerati dipendono pur sempre dalle modalità con cui in concreto i piani vengono calibrati tenuto conto delle specifiche caratteristiche del management cui si riferiscono.

⁵⁸ *Supra* parag. 2.2.1.

⁵⁹ *Infra* parag. 3.2.3.

⁶⁰ Come specifica Cappiello, “*La remunerazione degli amministratori” incentivi azionari e creazione di valore*. Giuffrè, 2005, pag. 53.

1.2.3 Conflitti d'interesse

La dissociazione tra impresa e proprietà, accostata all'inefficacia dei meccanismi di monitoraggio, fa sì che gli amministratori possano gestire il patrimonio sociale difettando qualsivoglia controllo sul loro operato, delineandosi il pericolo, già più volte segnalato, di condotte opportunistiche da parte dei *manager* in palese conflitto con gli interessi dei soci⁶¹. D'altronde va rammentato che, sia in fase di approvazione che in fase di esecuzione dei piani avanzati dagli amministratori, gli azionisti risentono dei limiti derivanti dalla collettività delle azioni, e della carenza di informazione specie su temi che richiedono attente analisi e verifiche empiriche caso per caso. Le stesse minoranze organizzate (con particolare riguardo agli investitori istituzionali) possono non dialogare effettivamente tra loro come gruppo e quindi fallire nel controllo sul *management*. Ben si comprende, dunque, come marginale sia il ruolo dell'assemblea, approvando questa, piani poco dettagliati redatti dagli amministratori. In altre parole, per sincerarsi della qualità della prestazione dell'*agent*, il *principal* sarà costretto a sostenere un oneroso monitoraggio dello stesso. Quanto più complessi gli impegni assunti dall'*agent* e ampia la discrezionalità riconosciutagli, tanto più, probabilmente, alti saranno i costi di *agency*⁶².

⁶¹ Al riguardo Bebchuk e Fried, *op. cit.*, pag. 77, riportano che “the managerial power approach predicts that pay will be higher and/ or less sensitive to performance in firms in which managers have relatively more power. Other things being equal, managers would tend to have more power when i) the board is relatively weak or ineffectual; ii) there is no large outside shareholder; iii) there are fewer institutional shareholders; or iv) managers are protected by antitakeover arrangements. There is evidence indicating that each of these factors affects pay arrangements in the way predicted by the managerial power approach”.

⁶² Così Kraakman, *op.cit.* pag.30. Più approfonditamente nel paragrafo che segue. Secondo M. C. Jensen, K.J. Murphy e E.G. Wruck , *op.cit.*, pp. 21 e 50, che della problematica rintracciano le cause, “if the manager of a firm owned 100 percent of the firm's shares, then [...] the decisions made by the manager would be presumed to be those that maximize long-run shareholder value, and there would be no need for additional incentive plans. However, decisions in companies are made not by owners but rather by managers who hold far less than 100 percent of the company's stock.” Gli autori aggiungono, poi, che, quand'anche bene intenzionati, i componenti del *board* e del *remuneration committee*, nell'adempire ai ruoli di loro competenza, non gestiscono soldi che gli appartengono; e rilevano come in questa circostanza sia radicato un problema di *agency* tra il consiglio, da un lato, e la società, dall'altro, che il primo è chiamato a rappresentare. “In our experience, remuneration committee members approach their

Il rapporto *Hampel*, a tal proposito raccomanda che “l’amministratore di una società agisca in buona fede, nel modo in cui ritiene possa essere perseguito il successo della società, svolgendo la propria funzione con ragionevole cura e professionalità”⁶³ prevedendo espresso rinvio ai principi e alle regole della *common law e dell’equity* (*Guideline 3.2*). Tra i rischi tipici connessi allo “strutturale conflitto di interessi”⁶⁴ inerente alla determinazione, da parte della società, della remunerazione dei propri amministratori, vi è il prelievo di benefici da parte di questi ultimi attraverso la fissazione di un compenso sproporzionato o irragionevole; specie nei modelli basati sulla performance (“*equity based pay models*”) la scelta della stessa è molto complessa, gli amministratori esecutivi possono strutturare a loro vantaggio le componenti della remunerazione⁶⁵. I *directors* (specie se *executive*), proprio in virtù della posizione vantata nell’ambito della struttura organizzativa della company, possono esercitare detto potere sulla definizione del proprio stipendio e possono servirsene per profittare di utilità nella forma di pagamenti in eccesso rispetto a quelli che sarebbero ottimali secondo gli *shareholders*; potrebbero inoltre essere persuasi ad adottare forme di remunerazione per dissimulare gli abusi del loro potere e servirsi dei piani di incentivazione, lo abbiamo appena sottolineato, per operare modifiche degli equilibri interni della società, con l’intento di irrobustire la propria posizione personale. Ciò può aver luogo per una serie di disfunzioni nei meccanismi di *governance*.

jobs with good intentions, intelligence, and integrity, but are not as diligent as they would be if they were spending their own money”.

⁶³ “The basic legal duty of directors are to act in good faith in the interest of the company and for a proper purpose; and to exercise care and skill. These are derived from common law and are common to all directors. The duties are owed to the company, meaning generally the shareholders collectively, both present and future, not the shareholders at a given point in time”. (*Guideline 3.2*).

⁶⁴ M.A. Eisenberg, *The structure of corporate law*, 89 *Colum L Rev* 1461, 1471-1472, (1989), si esprime in termini di “*positional conflict*”: quello degli amministratori, in materia di remunerazioni.

⁶⁵ Cfr. Robert D. Ellis, “*Equity derivatives, executive compensation, and agency costs*”, in *Hous L Rev*, 1998, pp. 339-402 ritiene che: “ An additional virtue of performance-based pay was that it operated as a “self-executing” governance technique, without the need for shareholder supervision or judicial enforcement”.

Il *board*, anche con la presenza di amministratori indipendenti che hanno solo incentivi reputazionali, è talvolta passivo, poco informato e quindi conciliante di fronte agli amministratori esecutivi, si tratta di normali dinamiche interne di solidarietà⁶⁶ ai conflitti di interesse che facilitano la possibilità per i *manager* di ottenere sistemi incentivi che li premiano anche nel caso di risultati modesti, o che in caso di successo gestionale li gratifichino esageratamente, magari grazie a formule matematiche di difficile comprensione, e conseguentemente poco intese dallo stesso consiglio d'amministrazione. Per prevenire simili fenomeni, secondo il *Combined Code* è importante che vi siano procedure formali e trasparenti per la definizione dei compensi dei *manager*, in particolare il *board* dovrebbe istituire un comitato per le remunerazioni (*remuneration committee*) al fine di evitare conflitti d'interesse⁶⁷ ⁶⁸. Il codice suggerisce poi che la maggioranza dei *non executive directors* dovrebbe essere indipendente dal *management* e scevro da interessi economici nonché da qualsiasi

⁶⁶ Le stesse che Bebchuk e Fried, *op. cit.* pagg. 12-13, fanno risalire ad un'unica causa: "because the CEO has had significant influence over the nomination process, displeasing the CEO has been likely to hurt one's chances of being put on the company slate. Directors have thus has an incentives to go along with the CEO's pay arrangement [...]. Rinviano, poi, agli studi condotti da Brick, Palmon e Wald, in "CEO compensation, director compensation, and firm performance: evidence of cronyism", allora in uscita su *Journal of Corporate finance*, 2005, segnalano come le "companies with higher compensation CEO have higher director compensation as well- and that such high pay levels appear to reflect insider "cooperation" rather than superior corporate performance".

⁶⁷ In realtà Bebchuk e Fried, *op.cit.* pag 13, rilevano come "many members of remuneration committees are current and former executives of other companies.[...] An executive who serves as a director in another firm might identify and feel some solidarity or sympathy with that firm's executives and naturally would be inclined to treat these executives the same way he or she would like to be treated.

Main, O'Reilly III e Wade, "The CEO, the board of directors, and executives compensation: economic and psychological perspectives", *Industrial and corporate Change*, vol.11, 1995, pp. 292-332, evidenziano come non debba sorprendere il dato che vuole la remunerazione del CEO sia correlata ai livelli di compenso degli *outside directors* che compongono il comitato remunerazioni.

⁶⁸ "There should be a formal and transparent procedure for developing policy on executive remuneration and for fixing the remuneration packages of individual executive directors. No director should be involved in deciding his or her own remuneration ". (*Principle B.2.1*).

relazione che possa materialmente interferire con l'esercizio del loro *independent judgement*⁶⁹.

1.2.3.1 (segue) Gli effetti della parcellizzazione della proprietà azionaria sulle problematiche di *agency*

L'analisi che, quasi un secolo fa, condussero Bearle e Means lega il minimale coinvolgimento dell'azionista, ed il controllo assai poco penetrante dello stesso sull'attività di impresa, alla morfologia degli assetti proprietari caratterizzati da un azionariato fortemente frantumato e diffuso tra il pubblico dei risparmiatori, tipico delle società quotate nei mercati finanziari regolamentati. Rispetto a detti assetti di governo,

⁶⁹ “The board should identify in the annual report each non- executive director it considers to be independent. The board should determine whether the director is independent in character and judgement and whether there are relationships or circumstances which are likely to affect, or could appear to affect, the director’s judgement. The board should state its reasons if it determines that a director is independent notwithstanding the existence of relationships or circumstances which may appear relevant to its determination, including if the director:

- has been an employee of the company or group within the last five years
- has, or has had within the last three years, a material business relationship with the company either directly, or as a partner, shareholder, director or senior employee of a body that has such a relationship with the company
- has received or receives additional remuneration from the company apart from a director’s fee, participates in the company’s share option or a performance – related pay scheme, or is a member of the company’s pension scheme
- has close family ties with any of the company ‘s advisers, directors or senior employees
- holds cross – directorships or has significant links with other directors through involvement in other companies or bodies
- represents a significant shareholder, or
- has served on the board for more than nine years from the date of their first election (*Code A.3.1*).

definiti anche *outsider system*, caratteristici delle realtà anglosassoni⁷⁰, gli autori⁷¹ proposero la tesi della “*separation between ownership and control*” dopo aver osservato, analizzando le duecento maggiori società statunitensi, che nel 44% dei casi nessuno degli azionisti possedeva più del 5% del capitale azionario, che gli amministratori larghi margini di autonomia decisionale vantavano e che, di conseguenza, con fatica i soci riuscivano a manifestare il loro diritto di *voice*. I proprietari, coloro che in virtù di detto titolo ben legittimati sarebbero ad un incisivo controllo sull’impresa, consapevolmente abdicano, seguendo la logica costi- benefici. Se è così polverizzato il capitale sociale, per il titolare di una piccola partecipazione non appare conveniente sopportare i costi di un coinvolgimento maggiore, ben più agevole “osservare la crisi da spettatore esterno” o alienare il proprio pacchetto⁷². Chiedere al detentore di 10 milioni di dollari di azioni di un’impresa industriale che vale 10 miliardi di occuparsi più attivamente dell’impresa, osserva Roe, è del tutto inutile, il pacchetto non ha la consistenza adeguata per fornirne i necessari incentivi e strumenti per un’azione penetrante. In mancanza di una ben più ingente percentuale

⁷⁰ Il modello di *governance* italiano, definito imprenditoriale-familiare, invece, mostra affinità con il tipo “*insider system*”. Si caratterizza: per un’alta concentrazione della proprietà, concentrata nelle mani di pochi azionisti, soci di maggioranza o di controllo, generalmente ristretti gruppi familiari, presenza attiva e incisiva nella gestione dell’impresa, non già meri finanziatori; per una rilevante partecipazione dello Stato, mentre è scarsa quella degli investitori istituzionali (per un raffronto Uk –Italia sul tema, Tattanzi, *Corporate governance e proprietà azionaria*, in *Le nuove funzioni degli organi societari: verso la corporate governance*, 2002, Atti del Convegno, settembre 2001, pagg. 33 e ss.); per un mercato borsistico, quindi, il cui sviluppo è assai più lento rispetto agli altri Paesi europei. Fiori, Tiscini, in *Corporate Governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell’informativa aziendale*”, Franco Angeli Ed., 2005, pagg. 122 e ss.

Gualtieri, *Dirigenti e capitali d’impresa: i piani di stock option*, Bologna, 1993, pag. 27, rileva come in un modello economico-finanziario così strutturato il “*moral hazard*” sia più ridotto: l’azionista è in grado di avere maggiori informazioni, e ben potrà esercitare un più diretto ed efficace monitoraggio sull’operato del *management*. Quanto detto conduce ad una conseguenza: saranno gli interessi degli azionisti di minoranza, in questo caso, ad esigere tutela, in quanto costretti in una posizione di fisiologica debolezza rispetto allo strapotere del socio di controllo.

⁷¹ “*The modern corporation and private property*”, New York, 1932.

⁷² Così Mark Roe, “*Manager forti, azionisti deboli. Economia, finanza e scelte politiche alle radici della corporate governance*”, 1997, versione italiana di “*Strong managers, weak owners: the political roots of american corporate finance*”, Princeton University Press, 1944, pag. 14.

azionaria del capitale, l'azionista diventa "razionalmente apatico", scientemente rifiuta di fruire delle sue prerogative di socio, non prende parte al governo societario, non si dedica ad alcuna attività di *monitoring* dell'operato dell'organo amministrativo perché a fronte delle sue sole spese, i benefici che deriverebbero dalla sua solerzia verrebbero condivisi con tutti gli altri. Un'inerzia che lo rende, quindi, passivo detentore di una partecipazione azionaria che conserva in vista del solo accrescimento di valore della stessa⁷³, fermo restando che una volta che non più vantaggioso si riveli mantenerla, usufruirà del rimedio dell'*exit*. E' a causa di questa massima separazione tra proprietà e controllo che si amplificano i problemi di *agency* e lievitano i relativi costi, traendo linfa dalle deleghe che i soci conferiscono agli amministratori⁷⁴. Questo perché inevitabilmente quel potere dispositivo sull'impresa che spetterebbe ai soci è nelle mani degli amministratori che andrà concentrandosi, i quali rimarranno indisturbati nella gestione del patrimonio sociale.

Controllori e controllati allo stesso tempo dunque, non si fatica certo ad immaginarne le conseguenze in assenza di interventi correttivi da parte degli azionisti: si spalancano le porte alle tanto temute condotte opportunistiche dei *manager* che sfrutteranno la loro posizione di *agent* per rimanere al vertice, agiranno nel modo più funzionale per assicurarsi il potere, incorrendo in pericolose situazioni di conflitto di interesse. Queste all'ordine del giorno se solo consideriamo che la discrepanza tra gli interessi di azionisti e amministratori nasce non solo dal fatto che il benessere dei primi non coincide con quello dei secondi, ma perché fisiologicamente lontano è da ciò che per i

⁷³ E' la c.d. "*wall street rule*": l'azione viene considerata solo nel suo valore economico.

⁷⁴ Stapledon, Lawrence, *Corporate Governance in the Top 100*, Melbourne, 1996, ritengono che gli *agency costs* nascano "because of a divergence between the interest of shareholders and managers. Shareholders want the firm's managers to maximize wealth. However, because managers cannot capture all of the gains if they are successful, and will not suffer all of the losses should the venture fail, they have less incentive to maximize wealth than if they themselves were the principals".

I sostenitori della tesi "*sectional managerialists*", cfr. Nichols, *Ownership, Control and Ideology*, London, 1969; Bruce, Buck, *Executive Reward and Corporate Governance*, in *Corporate governance, Economic, Management and Financial Issues*, Keasey, Thompson, Wright (a cura di), Oxford, 1997, pag. 97, asseriscono che circa il possibile abuso di potere da parte degli amministratori, quelli muniti di deleghe, in particolare, vantano poteri ed autonomia tali da permettere loro di gestire l'emittente secondo il loro personale interesse in luogo di quello degli azionisti, troppo piccoli per contrastarli.

manager risulta conveniente⁷⁵. Allora il socio non potrà che manifestare la sua insoddisfazione cedendo la propria partecipazione o nelle situazioni più degeneri potranno, collettivamente i soci della società *target*, destituire l'amministratore delegato per mezzo di una scalata ostile accettando l'offerta pubblica promossa dalla *bidder* per l'acquisto di un certo numero di azioni ad un prezzo più alto del loro attuale valore di mercato. In altri termini, il diritto di vendere le azioni permette la sostituzione degli attuali *agent*, con un nuovo gruppo di *manager* che possa esercitare un controllo più efficiente. La libera trasferibilità delle azioni consente, anche, scalate ostili per mezzo delle quali i soci di una società ad azionariato diffuso mal gestita hanno l'opportunità di alienare la propria partecipazione azionaria ad un unico acquirente, il quale vanterà un forte interesse economico all'efficienza della gestione⁷⁶. Questa forma di trasferimento del controllo, evidenzia Kraakman, come anche la sola minaccia di un simile epilogo, può esser di per sé idoneo strumento di dissuasione dalla *mala gestio* per gli amministratori, essendo in esso ravvisabile, al contempo, un modello di *exit* ed *incentive strategy*.

1.2.4 Numeri, struttura e indipendenza del *Remuneration Committee*

L'esperienza dei *committees* nasce e si sviluppa in connessione con il funzionamento, tipico dell'esperienza anglosassone, delle *public companies*. Simile realtà d'impresa, come sopra riferito, detta anche "società aperta", presenta un azionariato talmente parcellizzato da non essere in grado neanche di organizzare ed influenzare la nomina dei *directors*; così dunque in un contesto "*strong managers – weak owners*"⁷⁷, il *top*

⁷⁵ Ancora Bearle e Means, *op.cit.*

⁷⁶ Così Kraakman, *op.cit.*, pag. 34.

⁷⁷ Così Roe, *op.cit.*, pag. 14.

managment finisce per auto-cooptarsi nel consesso degli amministratori, oltre che autoproporsi all'assemblea degli *shareholder*.

In materia di compensi, come prima richiamato, il *Combined Code* dispone “ che ogni società soggetta al suo dettato dovrebbe istituire un comitato remunerazioni, composto da almeno tre amministratori non esecutivi indipendenti; allo stesso comitato dovrebbe essere attribuita la responsabilità di determinare la remunerazione, il trattamento pensionistico ed ogni altra forma di eventuale indennizzo per tutti gli *executive directors*, oltre che per il presidente del Consiglio di amministrazione e quella di suggerire il livello e la struttura del compenso per il *senior management* ”^{78 79} (*Code provisions B.2.1-4*). Continua prevedendo che il *committee*, “i cui membri dovrebbero essere, ogni anno, nominativamente elencati nel *board's remuneration report* sottoposto all'approvazione dei soci”⁸⁰, possa attingere anche a consulenze professionali interne ed esterne alla società ⁸¹. Ma già il rapporto *Greenbury* aveva con favore guardato a siffatta commistione di “*quality and independence* “ nelle decisioni dei comitati tutti (*Commentary on Remuneration Committees , Membership and Qualification , 4.17*)⁸².

⁷⁸ “To avoid potential conflicts of interest, boards of directors should set up remuneration committee of independent non – executive directors to make recommendations to the board, within agreed terms of reference , on the company’s frame work of executive remuneration and its cost ; and to determine on their behalf specific remuneration packages for each of the executive directors, including pension rights and any compensation payments”. (§, B.2.1)

⁷⁹ “Remuneration committee should consist exclusively of non- executive directors who are independent of management and free from any business or other relationship which could materially interfere with the exercise of their independent judgement “. (§ 1, B.2.2)

⁸⁰ “The members of the remuneration committee should be listed each year in the board’s remuneration report to shareholders “. (§ 1, B.2.3)

⁸¹ “Remuneration committee should ... have access to professional advice inside and outside the company”. (§ 1, B, 2.5)

⁸² “The [remuneration] committee may need to draw on outside advice. This should combine quality and judgement with independence. The company ‘ s management will normally hire outside consultants, if any, but the committee should be consulted about such appointments and should be free to retain its own consultants in case of need. (*Commentary on remuneration committee, membership and qualification, 4.17*).

Ma enorme è l'attenzione dei *regulators* verso la materia ed in particolare sui riflessi della stessa sulla *governance* del rischio. A testimonianza di quanto detto, si segnalano le *Raccomandations* del *Walker Review*⁸³, pubblicato nel luglio 2009, la cui prima proposta riguarda il ruolo del comitato remunerazioni che si auspica venga irrobustito, sostiene che “dovrebbe avere una sufficiente conoscenza dell'approccio societario alle remunerazioni ed alle altre condizioni contrattuali riguardanti i rapporti di lavoro, ciò al fine di assicurarsi che venga adottato nei confronti di tutti i dipendenti della società un sistema di remunerazioni coerente”, e prosegue, “ I poteri del comitato dovrebbero comprendere anche quello di fissare i principi generali ed i parametri della complessiva politica remunerativa “ (*Rec. n.28*). Questa impostazione si spiega rammentando che recentemente le banche inglesi si sono distinte per una sensibile dilatazione della forbice tra le remunerazioni più alte e quelle più basse, circostanza che ha sollecitato i redattori del *Companies Act* ad introdurre in capo alle società quotate obblighi di *disclosure* in ordine alla politica di remunerazione nei confronti di tutto il personale (*infra* parag. 1.3.2). Ciò che è poi oggetto d'attenzione per il *Review* è contemperare il fatto che l'*annual report* presentato dal Comitato per le remunerazioni sia assoggettato ad una risoluzione assembleare che non ha valore vincolante ma solo consultivo, che in quanto tale non costringe il *board* a mutare i relativi accordi contrattuali o la stessa politica delle remunerazioni – con il bisogno di garantire in ogni caso la pretesa influenza alla “*shareholders' opinion*” in tema di società. Sul punto la *Recommendation* n. 36 riporta: “Se la deliberazione sul rapporto del Comitato ha ricevuto meno del 75 % dei

In verità Gillan, *Has pay for performance gone away? Views from a corporate governance forum, Research Dialogue*, 2001, pp. 1-16, si fa assertore di diversa tesi, sostenendo che: “pay consultants can favor the CEO by providing the compensation data that are most useful for justifying a high level of pay. For example, when firms do well, consultants argue that pay should reflect performance and should be higher than the average in the industry[...]. In contrast, when firms do poorly, the consultants focus not on performance data but rather on peer group pay to argue that CEO compensation should be higher to reflect prevailing industry levels.

⁸³ A review of corporate governance in UK and other financial industry entities. “The terms of the remuneration committee should be extended to oversight of remuneration policy and remuneration packages in respect of all executives for whom total remuneration in the previous year or, given the incentive structure proposed, for the current year exceeds or might be expected to exceed the median compensation of executive board members on the same basis “ (*recommendation* n. 29). Cfr. De Poli, *op.cit.*, pagg. 11 e ss.

voti, sul rinnovo della carica del Presidente di quel Comitato vi dovrebbe essere l'anno successivo, una votazione assembleare, indipendentemente dalla naturale scadenza del mandato “.

1.2.5 Contenuti e caratteri della “*disclosure*” in merito alla remunerazione

L'evoluzione e globalizzazione dei mercati, i recenti scandali finanziari che hanno travolto i sistemi economici americani ed europei e la crescente pressione degli investitori sui risultati aziendali hanno alimentato il dibattito sul ruolo nevralgico della comunicazione aziendale. Se caratteristica prima del mercato finanziario è quella di avere ad oggetto ricchezza virtuale – nel momento in cui si mette a disposizione del pubblico un prodotto finanziario, si offre “ l'informazione inerente alla ricchezza ”- ⁸⁴, la qualità e i contenuti di tale informazione, nonché l'efficacia dei sistemi cui ne è demandato il controllo devono essere oggetto di attenzione primaria per *regulators* e legislatori nella regolamentazione dei mercati stessi. La comunicazione economico – finanziaria dell'impresa, in quest'ottica, agevola il corretto orientamento dei comportamenti interni e del consenso esterno, essenziale per il reperimento di capitale di rischio e di credito. La capacità delle aziende di acquisire la necessaria approvazione degli investitori e le rispettive risorse appare perciò condizionata non soltanto dalla *performance* economica ma anche dalla diffusione di informazioni volte ad agevolare i processi valutativi.

Ma l'informazione, specie se focalizzata sui livelli di remunerazione, può creare ostilità tra azionisti e distorcere l'attività di controllo, senza contare la possibilità che gli amministratori *executive* hanno di manipolare la stessa. E' per questo che gli obblighi di

⁸⁴ Così E. Bocchini. “*Introduzione al diritto commerciale nella new economy*” CEDAM, Padova, 2001, pag. 110.

informazione possono svolgere una funzione di *enforcement*⁸⁵: ad esempio gli obblighi di approvazione assembleare delle operazioni in conflitto di interessi tra la società ed i suoi *manager* nessun senso avrebbero in difetto della previa *disclosure* dei termini concreti delle operazioni stesse, così, l'attribuzione agli azionisti della legittimazione ad agire in caso di violazione dei doveri fiduciari dei *directors* rende indispensabile la prescrizione di ampi obblighi informativi. Il legislatore del *Companies Act* del 2006, imponendo una *full disclosure*, è stato particolarmente meticoloso nel disciplinare il contenuto della comunicazione dell'interesse in tema di conflitto di interessi tra l'amministratore e la società⁸⁶: l'amministratore non può, infatti, limitarsi alla dichiarazione di essere interessato, dovrà bensì specificarne natura e portata. La dichiarazione di interesse potrà rendersi durante un *general meeting* o mediante un avviso scritto⁸⁷.

E' con il *Cadbury Report* che, disegnando per la prima volta il funzionamento del *board of directors* delle *public* quoted, si sancisce che i suoi membri debbono conformare la propria condotta in tema di redazione dei documenti formali al rispetto del principio di "openness", di apertura, integrità e responsabilità, delineandone la portata. Allo stesso modo si tratta di principi fondamentali in tema di compensi, il testo difatti così recita: "gli azionisti hanno diritto ad una dichiarazione completa e comprensibile circa i *benefit* presenti e futuri dei *director*, esplicativa inoltre di come gli stessi siano stati determinati"⁸⁸ (*Report* 4.40). Si raccomanda poi che nel rendere pubblici gli emolumenti totali degli amministratori, del presidente e del *director* più remunerato del

⁸⁵ Kraakman, *op.cit.*, pag. 244.

⁸⁶ Già nel caso *Imperial mercantile credit association v Coleman* (1873), www.westlaw.com, la corte si esprime nel senso di ritenere che la comunicazione debba essere esaustiva e debba permettere, al contempo, l'assunzione di una decisione consapevole agli amministratori. In fase di consultazione relativa al CA 2006, le stesse Law Commission & Scottish Law Commission nel *Joint Report* richiamano come: "such information is needed if the board's consideration of the issue is to be of any value".

⁸⁷ Si veda la *section* 184.

⁸⁸ "the overriding principle in respect of board remuneration is that of openness . shareholders are entitled to a full and clear statement of directors' present and future benefits, and of how they have been determined".

Regno Unito, documenti separati dovrebbero redigersi, contenenti i criteri di definizione del compenso in rapporto alla prestazione⁸⁹. “Le informazioni dovrebbero inoltre concernere i piani di *stock option* nonché i regimi pensionistici “⁹⁰(*Report 4.40* già citata).

Il *Combined Code* poi, fa proprio il dettato dell’*Hampel Report* quando consiglia che le *companies* “organizzino procedure formali e trasparenti per la fissazione dei compensi, nonché per la definizione delle retribuzioni dei singoli amministratori esecutivi. Nessun amministratore dovrebbe essere coinvolto nella fissazione del proprio salario” (*Principle B.2*)⁹¹.

Per la trasparenza delle procedure descritte, è fondamentale, si è visto, l’informativa al pubblico sulla misura degli stipendi ai *manager*. La *section B.3* del *Code* soggiunge infatti che “ la relazione annuale sulla gestione contenga una parte sulla politica di remunerazione con dettagli relativamente a ciascun amministratore ”⁹². Previsioni come queste, che richiedono alle società quotate la pubblicazione dei compensi individuali degli amministratori, in luogo della semplice *disclosure* dell’ammontare complessivo dei compensi corrisposti ai *top manager* – come prevede il diritto comunitario – mirano evidentemente a sanare un problema di *agency* che scaturisce da condotte

⁸⁹ “ We recommend that, in disclosing directors’ total emoluments and those of the chairman and highest – paid UK director, separate figures should be given for their salary and performance – related elements, and that the criteria on which performance is measured should be explained “.

⁹⁰ “Relevant information about stock option, stock appreciation rights, and pension contribution should also be given”.

⁹¹ “There should be a formal and transparent procedure for developing policy on executive remuneration and for fixing the remuneration packages of individual executive directors. No director should be involved in deciding his or her own remuneration”(Principle B .2)

⁹² “ The company ‘s annual report should contain a statement of remuneration policy and details of the remuneration of each director (Principle B.3). Ma anche “the board should report to the shareholders each year on remuneration. The report should form part of, or be annexed to, the company ‘s annual report and accounts It should be the main vehicle through which the company reports to shareholders on director’s remuneration (Code § 1, B3.1).

mistificatrici⁹³. Gli obblighi di informazione vestono quindi un ruolo fondamentale per l'attuazione delle strategie utilizzate per il contenimento di questi nodi problematici.

1.2.6 Gli “*Annual General Meetings*”

L'assemblea dei soci è tradizionalmente concepita come momento irrinunciabile per l'instaurazione di un proficuo dialogo tra amministratori ed azionisti, nonché occasione di divulgazione delle informazioni, di partecipazione ai dibattiti e formazione della volontà sociale⁹⁴. Se pure ammettessimo che la vera tutela degli azionisti/investitori risieda nell'*exit* anziché nella *voice*, l'assemblea continuerebbe comunque a configurarsi come luogo privilegiato per un confronto tra le scelte operate dal *management* e gli interessi di chi sopporta il rischio dell'investimento d'impresa, favorendo per questo controlli sulle condotte di chi amministra. E' chiaro come debba essere incoraggiata la partecipazione ai *company meetings* e con essa il relativo esercizio dei *voting rights* accordati ai soci. In generale il *management* è ammesso ad una libera conduzione della gestione ordinaria dell'azienda; tuttavia in alcuni casi l'approvazione degli azionisti è essenziale. Talune ipotesi possono essere contenute nello statuto dell'azienda, prescritte dal *Companies Act*, o richieste dal *London Stock*

⁹³ Bebchuk e Fried infatti, *Pay without performance: overview of the issues, op.cit.*, pp. 16-17, trattano dell'importanza di una componente, in particolare, del *managerial power approach*, l'opera di *camouflage*. Specificando: “The current omission of retirement benefits from standard compensation datasets has distorted investors' picture of pay arrangements. In particular this omission has let to: 1) significant underestimations of the total amount of pay; 2) considerable distortions in comparisons among executives pay packages; 3) substantial overestimations of the extent to which executive pay is linked to performance”.

⁹⁴ Così Mazzini, “*La riforma del mercato finanziario e le nuove regole di governo societario* “ a cura di Belli – Salerno, Giuffrè, 2002, pagg. 78 e ss.

*Exchange*⁹⁵. La stessa *section 10.37* delle *Listing Rules*, emanate dal *Financial Service Authority* (FSA), impone il preventivo consenso (autorizzazione, potere di veto) dell'assemblea per tutte le operazioni suscettibili di produrre un impatto rilevante sull'attività sociale (c.d. *class transaction*), ovvero il cui valore supera per oltre il 25 % di uno tra una serie di parametri finanziari specificamente individuati (rappresentati dal patrimonio della società, fatturato, profitti...)⁹⁶.

La disciplina inerente ai “*general meeting and resolution* “ viene trattata dalla *Part XIII* del *Companies Act* del 2006 che per le *public companies* prescrive la convocazione dei *general meetings* e l'ossequio delle relative formalità come necessarie e inderogabili. Catalizzando l'attenzione sugli *annual general meeting* (AGM), il testo del 2006 li descrive come convocati almeno una volta l'anno senza che trascorrono più di quindici mesi tra un'assemblea e l'altra, su iniziativa dell'organo di amministrazione e, in caso di inerzia, anche dal *Department of Trade and Industry*⁹⁷, su istanza del *Secretary of State* sollecitato da uno o più soci. Il quorum minimo per la validità di costituzione

⁹⁵ Alcuni casi includono: determinazione del numero dei direttori, cambiamenti degli articoli dello statuto, ri-elezione /rimozione dei direttori, ratifiche di alcune deleghe degli amministratori tramite una *special resolution*, dare indicazioni al *board* su questioni legate all'operatività della gestione.

⁹⁶ Le *Listing Rules* con la specifica disposizione richiamata costituiscono la trasposizione regolamentare delle regole già stabilite dal *London Stock Exchange* per le società ammesse alla quotazione.

La *ratio* della previsione si fonda sul convincimento che in questi casi, l'iniziativa degli amministratori assuma una portata reale per cui la scelta del compimento o meno dell'operazione più che *management decision*, si attegga ad *investment decision*, con l'effetto che diviene necessario interpellare i soci. Si precisa tuttavia come in questa ipotesi un potere di veto sia conferito ai soci, non già una competenza all'assemblea, che non può assumere in materia, iniziative autonome.

⁹⁷ Il Dipartimento del commercio e dell'industria (DTI) è nato nel 1970 come *Government department* dalla fusione del *Board of Trade* e del *Ministry of Technology*. Nel marzo del 1974, a seguito della vittoria del partito laburista, il dipartimento fu diviso in *Department of Trade*, *Department of Industry* e *Department of Prices and Consumer Protection*. Nel 1983 il dipartimento è stato riunito. Con l'annuncio del *Department of Business, Enterprise and Regulatory Reform* e del *Department for Innovation, Universities and Skills* nel giugno 2007 è stato sciolto e successivamente sostituito dal *Department for Business, Innovation and Skills* (BIS). Il DTI aveva responsabilità per le questioni relative al commercio e l'industria, compreso lo sviluppo regionale, gli investimenti esteri, energia, servizi di esportazione, concorrenza e privatizzazione, innovazione e tecnologia, consumo, piccole imprese, relazioni industriali [...].<http://www.bis.gov.uk/> raccomandated link http://en.wikipedia.org/wiki/Department_of_trade_and_industry <http://www.dti.gov.uk/>

dell'assemblea, salvo il caso di società con unico socio⁹⁸ o diverse previsioni statutarie, è garantito da due *qualifying people*⁹⁹. Merita, poi, sottolineare che ai fini della validità delle deliberazioni assembleari, il legislatore inglese esprime un certo *favor* per la conservazione di efficacia della volontà dei soci e la continuità della loro attività: eventuali irregolarità procedurali, ai fini dell'impugnazione, assumono rilievo solo "in quanto rilevatori della illiceità dell'atto di maggioranza dei soci, degli amministratori, o di chi si sia adoperato per far adottare la delibera"¹⁰⁰. Sovente la giurisprudenza¹⁰¹ ha affermato il principio per cui inadempienze o omissioni concernenti le comunicazioni agli azionisti non integrano un motivo di invalidità della delibera, salvo siano state intenzionalmente poste in essere per impedire che uno o più soci determinati vi prendessero parte.

Virando verso l'esperienza dei *Codes of Best Practice*, nella sezione del *Combined Code*, intitolata "*Relation with shareholders*"¹⁰² domina la disposizione secondo la quale è auspicabile che "il *board* nel suo complesso si assuma la responsabilità di garantire un dialogo soddisfacente con gli azionisti" basato sulla reciproca comprensione degli obiettivi¹⁰²; pur ammettendo che il principale contatto avviene tra socio, *chief executive* e direttore finanziario, il presidente del consiglio di amministrazione (l'amministratore indipendente più anziano e altri amministratori secondo quanto più opportuno) deve avere a colloquio costante i principali azionisti per comprendere loro problemi e preoccupazioni. Il consiglio dovrebbe avere cognizione continua del comune sentire

⁹⁸ Ammesso nel Regno Unito anche per effetto del recepimento della XII Direttiva sulle società.

⁹⁹ "an individual who is a member of a company or a person authorized to act as a representatives of a corporation in respect of the meeting or a person appointed as a proxy member" (così la *section 318*).

¹⁰⁰ Così Corapi, "*Le società per azioni*", in *Diritto privato comparato. Istituti e problemi*, a cura di Alpa et al. Laterza, 2005, pag. 418.

¹⁰¹ Cfr. *Royal Mutual Benefit Building Society v. Sharman* [1963] 1 WLR, 581; *Musselwhite v. Musselwhite & Son Ltd* [1962], Ch. 964.

¹⁰² "There should be a dialogue with shareholders based on the mutual understanding of objectives. The board as a whole has responsibility for ensuring that a satisfactory dialogue with shareholders takes place". (*Main Principle*)

degli azionisti secondo le modalità più pratiche ed efficienti¹⁰³. Il codice, poi, precisa che il *chairman* dovrebbe garantire che i pareri dei soci vengano comunicati al Consiglio, nonché promuovere dibattiti attorno al governo della società e strategie aziendali. Ma eguale attenzione è riservata al *senior independent director*, il quale dovrebbe partecipare a riunioni con un numero sufficiente di azionisti al fine di ascoltare le loro opinioni e contribuire in questo modo a sviluppare una comprensione equilibrata delle questioni di maggior interesse¹⁰⁴. Nella parte dedicata alla “*Constructive use of the AGM*” il *main principle* recita che il consesso degli amministratori dovrebbe sfruttare l’ AGM per comunicare con gli investitori ed incoraggiare la loro partecipazione; il *chairman* del consiglio di amministrazione dovrebbe far in modo che i presidenti dell’ *audit, remuneration e nomination committee* siano in grado di rispondere ai quesiti avanzati all’ AGM [...]¹⁰⁵; conclude poi, fissando a 20 giorni lavorativi il termine massimo per dare comunicazione ai soci del *meeting*¹⁰⁶.

Rinviando a quanto prima detto in ordine alla necessità di rapporti aperti e trasparenti per un più efficace sviluppo dei rapporti fiduciari ed un positivo apporto al funzionamento del mercato, particolare attenzione è dedicata alle politiche di remunerazione degli amministratori, rispetto alla quale si esige trasparenza attraverso

¹⁰³ “Whilst recognising that the most shareholders contact is with the chief executive and finance director, the chairman (and the senior independent director and other directors as appropriate) should maintain sufficient contact with major shareholders to understand their issues and concerns . The board should keep in touch with shareholder opinion in whatever ways are most practical and efficient. (*Supporting Principle*)

¹⁰⁴ “The chairman should ensure that the views of shareholders are communicated to the board as a whole. The chairman should discuss governance and strategy with major shareholders. [...] The senior independent director should attend sufficient meetings with a range of major shareholders to listen to their views in order to help to develop a balanced understanding of the issues and concerns of major shareholders. (*Code § 1, D.1.1*)

¹⁰⁵ “The chairman should arrange for the Chairman of the audit, remuneration, and nomination committees to be available to answer questions at the AGM and for all directors to attend “. (*Code § 1 , D.2.3*)

¹⁰⁶ “The company should arrange for the Notice of the AGM and related papers to be sent to shareholders at least 20 working days before the meeting “ (*Code § 1, D.2.4*).

l'inserzione di informazioni dettagliate nell'*annual remuneration report*, accompagnata dalla sottoposizione delle stesse al vaglio dei soci. Si segnala poi che, nel 2002, ad integrazione delle disposizioni del *Greenbury Recommendations* e dell'*Hampel Report* sul tema, il Dipartimento per il commercio e l'industria ha dettato regole puntuali per la comunicazione sulle remunerazioni dei *manager* che devono trovar spazio in apposito *report* all'interno del bilancio annuale; prescrivendo poi che l'assemblea degli azionisti esprima parere proprio su detto *report*, evidenziando come, anche se negativo l'esito della votazione, e pur configurandosi come espressione di insoddisfazione dei soci, lo stesso non sia vincolante per il consiglio dei *directors*.

In paesi quali il Regno Unito, dove l'attivismo degli investitori istituzionali è piuttosto diffuso, perlomeno rispetto al nostro paese dove esso è un'eccezione rispetto alla più generalizzata regola di passività¹⁰⁷, mutamenti nelle persone dei *manager* o nella strategia aziendale vengono ottenuti in particolare a seguito di incontri informali. Una volta palesati agli occhi dell'investitore carenze nelle *performance* aziendali e identificati i mezzi per eliminarli, l'intervento si attua attraverso colloqui informali con i *manager*, detti contatti permettono di aprire una trattativa tendente a costringerli ai cambiamenti di strategia desiderati. E' l'arma del "ricatto" quella generalmente in uso in Gran Bretagna, che si concreta ad esempio, nella minaccia di non sottoscrivere i futuri aumenti di capitale della società partecipata. La minaccia è tanto più avvertita quanto più significativo è il peso dell'investitore in quanto, per le società partecipate, gli effetti del rifiuto della sottoscrizione sul pubblico dei risparmiatori, possono generare difficoltà nel collocare azioni di nuova emissione, e rendere più onerosa la stessa operazione di rifinanziamento.

Seguendo le regole di *corporate governance* la presenza di *independent directors*, di controlli mirati da parte degli organi della società, la costituzione di specifici *committees* per la nomina, le retribuzioni e per il monitoraggio del rischio sono rivolti

¹⁰⁷ Così Irace, *La riforma del mercato finanziario e le nuove regole di "governo societario"*, a cura di Belli Salerno, Giuffrè, 2002, pag. 172, che sul punto rimanda ad uno studio dell'OCSE, *The impact of institutional investors on OECD Financial Markets*, in *OECD Financial Markets Trends 1997*, n. 68, pagg. 15 e ss., e pag. 46.

ad evitare il sorgere di difficoltà, riducendo i costi di cui gli investitori si graveranno per assicurarsi che l'attività economica finanziata sia gestita secondo *standard* di efficienza. L'analisi empirica porta a convincersi che anche nei casi in cui né controlli interni, né quelli esterni funzionano, il ricorso ai diritti sociali non scatti automaticamente¹⁰⁸. I soggetti insoddisfatti, tali in quanto le loro aspettative in ordine alla fruizione di un bene o di un servizio sono state disattese o perché lesi nei loro diritti, possono esprimere il loro malcontento attraverso due divergenti reazioni¹⁰⁹: non solo tramite l'*exit*, sanzionando indirettamente colui che quella insoddisfazione ha procurato, ma anche direttamente tramite la *voice*, tanto più effettiva e credibile quanto più reale la minaccia di *exit*. L'*exit* e la *voice* diventano in questo modo il Giano bifronte del comportamento umano¹¹⁰. Vi è da un lato la possibilità di influire, determinandone positivamente la direzione o ponendo limiti negativi, sull'attività sociale, e la possibilità, dall'altro, di uscire dalla collettività e sottrarsi alle scelte in essa compiute¹¹¹. La scelta dello strumento di cui munirsi muove da un'accorta analisi costi – benefici: si privilegiano quei poteri che a parità di risultato presentano costi inferiori. Vi è chi¹¹², ad esempio, osserva come non difficile sia convincersi che il potere di *exit*, poiché in grado di imporre costi a chi è in concreto nella posizione di decidere in merito alle scelte societarie, possa rappresentare uno strumento di maggiore efficacia per la tutela del socio che, non essendo nella condizione di contribuire positivamente alla

¹⁰⁸ Questo quanto sostiene Irace, *op.cit.*, pag. 173.

¹⁰⁹ Da questa considerazione parte l'analisi svolta da Hirschman, *Exit, Voice and Loyalty. Responses to Decline in Firms, Organizations in States*, Harvard University Press, Cambridge, Mass., 1970.

¹¹⁰ Così Poma, *La dimensione ermeneutica dell'economia in Albert O. Hirschman*, Università di Bologna, 1994, pag. 9, consultabile su <http://amsacta.cib.unibo.it/> che sottolinea come parlando di *exit* sia ad un meccanismo di sanzione indiretta che si fa riferimento: i due agenti dell'azione non si confrontano direttamente, bensì effettuano le loro azioni indipendentemente da quelle altrui. Il lavoro dell'autore si concentra sull'importanza dell'esistenza della *loyalty* come valvola equilibratrice tra *voice* ed *exit*: non sanzionare immediatamente chi sbaglia - come accade con l'*exit* - ma concedere, ispirati da un forte senso di lealtà, la possibilità di rimediare agli errori.

¹¹¹ Definizione di Angelici, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, CEDAM, 2006, pag. 87.

¹¹² Angelici, *op. cit.*, pag. 87.

formazione di tali scelte, si vedrebbe in mancanza ridotto ad atteggiamento soltanto negativo, o “difensivo”¹¹³. L’investitore, in particolare, sfrutterà il diritto d’intervento in assemblea, quello di voto, solo nell’ipotesi in cui la difficoltà di smobilizzare sul mercato una rilevante partecipazione comporti un abbassamento del prezzo a proprio carico¹¹⁴. Ma il punto sarà oggetto di interesse nel prossimo paragrafo.

1.2.7 Lo “UK Stewardship Code” e gli investitori istituzionali. The “*compelling activism*”

Da analisi svolte sull’anatomia degli assetti proprietari delle imprese inglesi¹¹⁵ taluni¹¹⁶ hanno espresso la necessità di rivisitare il “mito” della *public company* alla luce di un quadro per certi aspetti nuovo, in cui la proprietà è solo apparentemente diffusa, caratterizzata piuttosto da un sistema piramidale dove il potere è in realtà concentrato nelle mani di pochi. Pochi, grandi conglomerati finanziari e assicurativi (i principali protagonisti della proprietà delle imprese inglesi sono assicurazioni, fondi pensione, *Unit Trust*, e *Investment Trust*) che di fatto hanno la possibilità, in virtù di veri e propri “oligopoli del controllo”, di manifestare una *voice* influente sull’intero sistema delle società quotate dell’isola. Quanto detto, non significa che la *public company* a capitale

¹¹³ S. Bruno, “Lineamenti del diritto societario inglese principi della riforma”, *Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto*, a cura di Ruggieri, *Luiss University Press*, 2004, pag. 124, etichetta l’*exit* come l’opzione del socio disilluso.

¹¹⁴ Così Irace, *op.cit.*, pag. 173.

¹¹⁵ Cfr: Franks e Mayer *Corporate ownership and control in the Uk, Gemany and France*, *Juornal of Applied Corporate Finance*, 9: 30-45, 1997; Dimsdale e Prevezer *Capital markets and corporate governance*, Clarendon Press, 1994; Stapledon in *Institutional shareholders and corporate governance*, Clarendon Press, 1996; e *Cadbury Committee Report*, 1992.

¹¹⁶ Gros- Pietro, “Assetti proprietari e mercati finanziari europei “;cap II Regno Unito, il “mito” della *public company* e il ruolo degli investitori istituzionali. 2001, Mulino Editore, pagg. 105 e ss.

diffuso non esiste, si registra solo come eccezionale sia il potere dell'azionista istituzionale inglese nel Regno Unito, assente negli altri grandi paesi industriali, compresi gli Stati Uniti ¹¹⁷.

Le ragioni preponderanti di questa egemonia istituzionale si rintracciano tutte nella cultura finanziaria anglosassone “che nel considerare la struttura finanziaria dell'impresa enfatizza l'uso del capitale di rischio raccolto sul mercato azionario, piuttosto che il ricorso al debito, comportamento che riflette la riluttanza storica degli investitori istituzionali inglesi di prestare denaro a lungo termine a tasso fisso per la gestione delle imprese industriali” ¹¹⁸. Questi soggetti possono vantare, spesso congiuntamente, partecipazioni notevoli al vertice di molte *public companies*, e che diversamente dagli investitori dei sistemi dell'Europa continentale muovono e scambiano le rispettive *stakes* con maggior frequenza e dinamismo: vi è chi ¹¹⁹ al riguardo si esprime in termini di “nucleo di controllo dinamico a geometria variabile”. In questo modo si dà l'idea di coalizioni di controllo, “combinazione di gruppi alleati” che mutano, evolvono con il susseguirsi dei mesi sulla base di accordi taciti ed interessi coincidenti. Il sistema nel suo complesso muta: la classe degli *institutional investors* non si fa più controllore della singola impresa ma garante dell'efficienza del sistema nel suo complesso.

Hanno notato, coerentemente con quest'ipotesi, Black e Coffee ¹²⁰ che “per la maggior parte delle istituzioni britanniche, l'attivismo è guidato dalla crisi”, il punto è il seguente: quando un'impresa opera in modo irreprensibile, la base azionaria tende a restare in forma diffusa, riducendosi di conseguenza il controllo attivo, ove l'impresa presenti gravi deficienze manageriali o interessanti congiunture (fusioni, OPA, aumenti

¹¹⁷ Usuale per le imprese inglesi vantare l' 80 % - 90% di proprietà istituzionale, mentre negli Usa la percentuale si aggira sul 60 %- 65 %.

¹¹⁸ A. Tattanzi, *Le nuove funzioni degli organi societari: verso la corporate governance?*, 2002, Atti del convegno 2001, pagg. 33 e ss.

¹¹⁹ Gros-Pietro, *op. cit.*, pagg. 105 e ss.

¹²⁰ “*Hail Britannia?: Institutional Investor behaviour under limited regulation*“, in *Michigan Law Review*, 1994, vol. 92, pagg. 1997-2087.

di capitale ecc.) solo allora la proprietà tenderà a concentrarsi incoraggiando un monitoraggio pieno e vitale favorito dall'ingresso prima, e dalla voce poi, espressa dagli investitori che, cessata l'emergenza, escono o diminuiscono le proprie quote. Ma ciò si deve non già ad uno spirito di magnanimità degli stessi, quanto a precise logiche di profitto: è infatti rispetto alle imprese più deboli che possono estrarsi guadagni se si riesce nell'intento di rilanciarle¹²¹.

Il progressivo disinteresse della compagine societaria verso gli aspetti gestionali, la centralità del consiglio di amministrazione nella determinazione del “*core business*” societario, nonché il venir meno del *General Meeting of Members* quale “organo sovrano” dell'impresa, ha suggerito la pubblicazione, nel luglio 2010, del “*UK Stewardship Code*”^{122 123}. La normativa mira a rafforzare il coinvolgimento tra gli investitori istituzionali e le aziende, al fine di valorizzare i rendimenti a lungo termine per gli azionisti, stabilendo buone pratiche di governo societario cui aderire. Il codice si rivolge in primo luogo alle imprese che gestiscono attività per conto di azionisti istituzionali come fondi pensione, compagnie di assicurazione, fondi comuni di investimento e altri veicoli di investimento collettivo; i suoi *Principles* (tesi ad una ampia *disclosure*) possono esser così tradotti:

“Gli investitori istituzionali dovrebbero:

n.1 render noto come intendono assumere la responsabilità sulla gestione

¹²¹ Franks, Mayer, e Renneboog, *The role of large share stakes in poorly performing companies*, London Business School, 1995, mimeo osservano: “quando un'impresa va male, vengono messe in vendita quote del capitale. In particolare, esiste un mercato delle quote tra vecchi investitori istituzionali e nuovi. Questi scambi di quote sono direttamente collegati a cambiamenti anche significativi dei *boards* delle imprese in difficoltà”.

¹²² La FRC (*Financial Reporting Council*) ha ideato il Codice come complementare al “*UK Corporate Governance Code*”, e come tale si informa al principio del “*comply or explain*” richiedendo dunque, apposita dichiarazione da parte dei destinatari sui rispettivi siti web”.

¹²³ Non va dimenticato il contributo in materia del *Myners Report*, istituito dal *Treasury* nel 2001, mosso dalla necessità di promuovere un effettivo attivismo da parte degli investitori istituzionali (c.d. *compelling activism*), specie nelle società quotate nel *London Stock Exchange*.

In particolare la comunicazione dovrebbe comprendere, *inter alia*, informazioni concernenti: gli strumenti di monitoraggio delle società partecipate; la strategia di intervento che si intende adottare; le politiche sul voto, specificando l'eventuale impiego di “*proxi voting*”.

n.2 promuovere in modo trasparente una politica forte sulla gestione dei conflitti di interesse

Essendo dovere di un investitore agire nell'interesse di tutti i clienti e/o beneficiari.

n.3 monitorare le loro società partecipate

Assicurando l'efficiente struttura di comitati e consiglio di amministrazione, nonché l'esercizio di un controllo adeguato da parte degli amministratori indipendenti attraverso incontri col *chirman* o altri membri del *board*; partecipando alle Assemblee Generali delle società nelle quali detengano partecipazioni qualificate, ove opportuno e praticabile; identificando eventuali problemi nella loro fase genetica al fine di ridurre al minimo il rischio di perdite per gli azionisti.

n.4 stabilire linee guida chiare sul come e quando intensificheranno le loro attività al fine di tutelare e valorizzare gli interessi degli azionisti

Gli investitori istituzionali possono, per esempio, decidere di intervenire attivamente qualora nutrano preoccupazioni in ordine a strategie e risultati fatti registrare dalla società, o timori legati alla gestione di rischi che attengano alle questioni ambientali o sociali. Se del caso, promuovendo incontri col *management*, con i consulenti della società, col *chairman*, con il *senior independent director*, o con tutti gli amministratori indipendenti; o, prima dell'AGM, facendo una dichiarazione pubblica; o presentando una risoluzione in assemblea.

n.5 essere disposti, se del caso, ad agire collettivamente con altri investitori

Una collaborazione, quella con gli altri investitori, che ben potrebbe risultare tra i mezzi più efficaci per fronteggiare rischi che minaccino la sopravvivenza della società,

sebbene particolare attenzione dovrà porsi nelle situazioni di conflitto di interessi e nel caso di informazioni privilegiate.

n.6 promuovere una politica trasparente sull' esercizio delle attività di voto¹²⁴

Qualora a non soddisfacenti risultati abbia condotto il dialogo svolto col *board*, gli investitori dovrebbero far registrare la loro astensione dal voto, o il loro voto contrario alla risoluzione, in entrambi i casi sarà buona prassi informare, in anticipo, la società circa le proprie intenzioni, esplicitandone le cause giustificatrici.

n.7 riferire periodicamente sulla loro gestione ed attività di voto”.

Coloro che agiscono come *agents* dovrebbero regolarmente e dettagliatamente riferire ai propri *principles* dei voti espressi, della politica adottata, della sua concreta esecuzione. Sebbene la trasparenza sia strumento fondamentale per una gestione efficiente della società, talvolta, in determinate situazioni, la riservatezza potrebbe rivelarsi cruciale per il raggiungimento di un risultato positivo.

Riguardo ai mezzi che concretamente realizzano il c.d. *compelling activism* si annoverano tra le azioni dirette, siano esse regolari o straordinarie: l'esercizio di voto, anche se gli investitori istituzionali, salvo il caso in cui hanno essi stessi richiesto un'assemblea straordinaria, è assai raro che votino (per complicazioni di ordine pratico che l'azione di voto rappresenta, ma anche economico, a livello di costo di agenzia) sfruttando più l'occasione dell'assemblea annuale per scambiare opinioni con i direttori non esecutivi dell'azienda; analisi delle informazioni che concernono l'impresa (vuoi quelle pubbliche – bilanci, *internal report*, ecc. – vuoi quelle private attraverso contatti diretti con il *management*¹²⁵); rapporti tra i fondi e formazione di coalizioni (ad

¹²⁴ Il riferimento è, qui, all'esigenza di dare trasparenza al meccanismo del “*proxy voting*” o di altro “*voting advisory service*” di cui l'investitore abbia usufruito. Cfr. il paragrafo 2.5 del Libro verde della Commissione Europea sulla trasparenza che la stessa attività dei consulenti in materia di diritto di voto dovrebbe connotare, ad esempio circa i metodi di analisi utilizzati, i conflitti di interessi e la politica adottata per gestirli (*infra* parag. 2.3).

¹²⁵ Già il *Cadbury Committee* consigliava agli investitori istituzionali di mantenere un rapporto costante e sistematico con i senior *managers* delle aziende in cui avessero quote di una certa rilevanza, e di

esempio per la rimozione di un *management* non all'altezza per la gestione dell'azienda); mentre tra le azioni indirette, assumono un posto di rilievo le azioni collettive attraverso le associazioni di categoria degli investitori (*National Association of Pension Funds – NAPF*, *London Investment Banking Association – LIBA*, *Association of Unit Trust and Investment Trust – AUTF*, solo per citarne alcune); e la presenza dei *manager* dei fondi stessi, o di loro rappresentanti nei *board* delle imprese.

Se in Gran Bretagna, quindi, la base azionaria è rappresentata in larga parte dagli investitori istituzionali che sorvegliano l'opera degli amministratori, in Italia la proprietà è divisa tra azionisti di minoranza e maggioranza e il *management* riferisce in modo prevalente a quest'ultima, val la pena, comunque, mettere in luce che si tratta pur sempre di una situazione mutevole, in forte e veloce transizione.

1.3 *Companies Act* 2006: nuove prospettive

Tormentato è stato l'*iter* del diritto societario inglese, esso ha visto una sua prima regolamentazione a carattere legislativo nel *Bubble Act* del 1720 a seguito del disastro finanziario del *South Sea Bubble* che travolse un elevato numero di risparmiatori¹²⁶, è poi passato attraverso il consolidamento del *Companies Act* del 1948¹²⁷ e quello del

scambiare con loro opinioni sulle strategie, sulla *performance*, sui membri del *board* e sulla qualità del *management*. (*Cadbury Committee Report*, 1993, parr. 4.59, 6.11, 6.15).

¹²⁶ Seguì, successivamente, il primo vero testo legislativo, il *Companies Act* datato 1844, dove venne delineato il “tronco su cui si sarebbe innestata la società per azioni contemporanea”(Cottino, *Il diritto che cambia: dalle compagnie coloniali alla grande società per azioni*, in *Riv. trim.dir.e proc.civ.*, 1989, pag. 494 e ss.); questa prima fase si concluse con il *Joint Stock Companies Act* del 1856.

¹²⁷ Modificato, tra gli altri, dal *Companies Act* del 1967.

1980¹²⁸, dettato principalmente dall'urgenza di conformare il diritto interno ai contenuti della Seconda Direttiva CEE del 1976, e si è concluso per effetto dell'approvazione da parte della Corona con il *Companies Act* 2006.

L'inizio del movimento di riforma del diritto inglese, però, si registra nel 1998 quando il Dipartimento del Commercio e dell'Industria (*DTI*) nominò un organo indipendente denominato *Company Law Review Steering Group*, dove sedevano politici accanto ad accademici, nonché rappresentanti degli investitori istituzionali: riflesso della volontà del legislatore inglese di coinvolgere l'opinione pubblica in ogni processo di riforma¹²⁹, dunque in primo luogo coloro che ne sarebbero stati i diretti fruitori. Ad un primo rapporto finale datato 2001, si accompagnò l'anno successivo un *White Paper* ove al Governo si chiedeva di tracciare linee guida al fine di riformare i settori dove più era auspicabile un progetto di riforma: funzioni dei *directors*, regolazione del controllo contabile, ruolo degli *insitutional investors*. Tra gli scopi della riforma si rammentano: quello diretto ad accrescere il coinvolgimento dei soci nei processi decisionali¹³⁰ sponsorizzando il contatto tra azionisti e amministratori; ad incentivare una cultura dell'investimento a lungo termine¹³¹; ad inserire regole facilmente applicabili dalle

¹²⁸ Si segnalano le riforme intervenute sul testo normativo per mezzo del *Companies Act* del 1985, successivamente per effetto dell'approvazione del *Companies Act* del 1989 e delle norme del *Companies Audit, Investigation and Community Enterprise Act* datato 2004.

¹²⁹ Come rileva Matteo L. Vitali, "*I doveri degli amministratori e la protezione degli azionisti alla luce del nuovo diritto societari inglese*"; *Rivista delle società*, 2008, pagg. 107 e ss.

¹³⁰ Il *Companies Act* è anche interessante termine di paragone con l'ordinamento italiano, in special modo con taluni aspetti della riforma del 2003.

In attuazione della direttiva comunitaria 2007/36/CE (*infra* parag. 2.2) sull'esercizio dei diritti degli azionisti di società quotate, il d.lgs. 27 /2010 (*infra* parag. 3.2.3) ha introdotto nuove norme dirette a favorire la partecipazione alla vita della società e l'esercizio del diritto di voto da parte degli azionisti di minoranza e degli stranieri.

¹³¹ *Company Law Review* "shareholders are the lifeblood of a company, whatever its size. We want to promote wide participation of shareholders, ensuring that they are informed and involved, as they should be. And we want decisions to be made based on the longer-term view and not just immediate return. We will embed in statute the concept of Enlightened Shareholder Value by making clear the directors must promote the success of the company for the benefit of its shareholders, and this can only be achieved by taking due account of both the long-term and short term [...]; introduce a statutory statement of

imprese di medio- piccole dimensioni (“*Think small first*”); e a dar forma ad una disciplina, più flessibile rispetto a quella prospettata dal *Companies Act* 1985, per la costituzione e direzione della società tale da rendersi quanto più appetibile anche per le imprese straniere. Vanno ricordate a tal riguardo la *section* 336, entrata in vigore nell’ottobre 2007 la quale non rende più obbligatoria, per le *private companies*, la convocazione dell’ *annual general meeting*; e la *sec.* 281 che consente ai soci della *private* di assumere decisioni fuori dal contesto assembleare con l’alternativa consultazione scritta, prevedendo in questo caso, in luogo dell’unanimità dei consensi, il quorum rafforzato del 75 % dei votanti (*section* 283).

Per quel che concerne, poi, la protezione dell’azionista il CA 2006 conferma la disciplina della “*Protection of members against unfair prejudice*” propria della *section* 459 del CA 1985 trasponendola ora nella *sec.* 994, dove si prevede che un socio possa adire un tribunale per l’emissione di un provvedimento inibitorio d’urgenza se: gli affari societari sono condotti in senso pregiudizievole verso gli interessi dei soci, o parte di essi, o un atto che è già stato posto in essere sia suscettibile di condurre ad analoga situazione di detrimento. E’ stato, tuttavia, osservato come l’autorità giudiziaria inglese sia più avveza a sollecitare la conclusione di accordi transattivi tra soci e amministratori, piuttosto che sfruttare l’istituto in esame. Questa ritrosia emerge ancor più prepotentemente richiamando la disciplina della *derivative action* concessa al socio: questa conferma la tendenza a concepire la società come insieme degli azionisti che, però, rivestono un ruolo solo di secondo ordine quando considerati su base individuale ¹³². Per la promozione, infatti, dell’azione di responsabilità sociale nei confronti degli amministratori, oltre ad essere la stessa circoscritta, *inter alia*, ai casi di sussistenza di un atto o di un’omissione che comporti negligenza, inadempimento di un dovere o violazione del rapporto fiduciario (*section* 260), si prescrivono (*section* 261- 264), sotto l’aspetto procedurale, due fasi di giudizio: quella d’urgenza e quella di merito, dovendosi l’attore munire di una *permission to continue*

directors’ duties to clarify their responsibilities and improve the law regulating directors’ conflicts of interest [...]”.

¹³² Così Vitali, *op. cit.*, pagg. 107 e ss.

dando prova alla corte della sussistenza di un “*prima facie case*”, ovvero di un certo *fumus boni iuris*¹³³. Non deve inoltre tralasciarsi il fatto che il ricorso alla *derivative action* possa essere ostacolato anche dall’assenza di incentivi economici per il socio: il risarcimento a cui eventualmente dovesse essere condannato il *manager* verrebbe infatti liquidato esclusivamente a favore della società a beneficio, però, di tutti gli azionisti; diversamente ove l’attore risultasse soccombente sarebbe tenuto a versare le proprie spese di giudizio e condannato a rimborsarle alla controparte vittoriosa. Il rischio che il legislatore vuole scongiurare è, dunque, dato dalla possibilità che una disposizione di diverso tenore possa far esplodere un contenzioso selvaggio capace di osteggiare l’operatività della società costituendo una minaccia per gli amministratori, continuamente esposti al pericolo di soggetti senza scrupoli.

E’ evidente che sotto il profilo squisitamente stilistico il CA 2006 molto rassomiglia, per l’analiticità profusa nella trattazione di molti degli istituti trattati, ad un codice di un ordinamento di *civil law*, ma è al tempo stesso degno di nota il *timor reverentialis* del legislatore verso i principi tradizionalmente affermati dalla dottrina o quelli oggetto di elaborazione giurisprudenziale ([il nuovo corpus normativo] “*should be interpreted and applied in the same way as common law rules and equitable principles*”), come se questo non avesse avuto il coraggio di “cambiare del tutto la rotta”¹³⁴, riformando fino in fondo il diritto societario inglese. Ancor più chiaro il richiamo puntuale al principio secondo cui i doveri degli amministratori devono essere interpretati alla luce delle pronunce del *common law* (*section 170, infra* parag. 1.3.1).

Sono dunque da condividere le parole del professor Mignoli il quale sottolinea: “l’atteggiamento fondamentalmente conservatore del legislatore inglese, il quale procede con grande cautela, innovando solo laddove è indispensabile innovare, sempre

¹³³ Sono indicati (*section 262*) i criteri alla luce dei quali la corte adita deve considerare per autorizzare la prosecuzione dell’azione, in tal senso: il fatto che non si tratti di un’azione dettata da meri fini ostruzionistici ma ispirata da buona fede; la circostanza su cui si fonda l’azione non è stata ancora compiuta, ma è probabile ritenere che verrà autorizzata prima del suo compimento o successivamente ratificata dalla società; se la società ha deciso di non intentare la causa.

¹³⁴ Ancora Vitali, *op. cit.*, pagg. 107 e ss.

però nel rispetto della tradizione e senza velleità rivoluzionarie. Se la tecnica legislativa, cui esso fa ricorso, non è per noi continentali, delle più felici, se le successive riforme, aggiungendo nuove norme alla vecchia struttura, senza eliminare regole superate e coordinare le nuove idee alla antica disciplina, hanno consolidato ma mai codificato il diritto delle società, e trasformato il *Companies Act* in un “*repository of historical relics*”, resta il fatto che esso ha subito il controllo diretto e immediato dell’opinione pubblica, [...] resta la convinzione, costante nel pensiero inglese, che la legge, [...] è la legge di libertà “.

1.3.1 *The director’s duties*. Il dovere di evitare conflitti d’interesse. La revisione della *Part X* del *Companies Act* del 1985

E’ con l’approvazione del *Companies Act* del 2006 che la disciplina inerente ai doveri degli amministratori viene per la prima volta codificata, potendosi in precedenza attingere al solo *case law*. Ciò è stato sollecitato dall’esigenza di partorire un diritto che, pur nel solco del ruolo tradizionalmente creativo delle corti, mettesse in salvo gli interessati da operazioni esegetiche equivoche, nel senso di conciliare la precisione degli enunciati normativi e l’elasticità interpretativa tipica delle pronunce giudiziali. Per questo particolarmente puntuale appare l’elencazione (*section 171 – 177*) dei *director’s duties* cui è peraltro costante, come già riferito, il richiamo alle regole di *common law*¹³⁵ e ai principi sviluppati dall’*equity*, prospettando all’interprete come la nuova legislazione debba essere applicata sulla base delle linee già tratteggiate dalla giurisprudenza¹³⁶.

¹³⁵ I cui casi giudiziari il *Secretary of State* del Ministero dell’Industria e del Commercio ha definito “complessi e inaccessibili”, nel *White Paper, Modernising company law*, vol. I, London, 2002, pag. 26.

¹³⁶ “The general duties are based on certain common law rules and equitable principles as they apply in relation to directors and have effect in place of those rules and principles as regards the duties owed to a

L'intera *part X, chapter 2*, è pervasa dal tentativo di comporre il dovere di perseguire l'interesse della società con quello di preservare altri interesse diversi da quelli dei soci. Urge a tal proposito aprire una parentesi sul dibattito, sviluppato durante i lavori preparatori al progetto di riforma e diretto dallo *Steering Group*, dove due orientamenti s' affacciarono: l'uno, denominato *enlightened shareholders value*, per cui si riteneva che i doveri degli amministratori dovessero essere diretti a privilegiare gli interessi dei proprietari della società nonché *risk bearer*, ed eventualmente anche gli interessi di soggetti terzi; l'altro, c.d. *pluralist approach*, che richiedeva la formulazione di regole che vincolassero i *manager* a perseguire gli interessi di tutti gli *stakeholders*. Taluni¹³⁷ hanno sottolineato come nel Regno Unito si stia oggi registrando un graduale passaggio da un modello di *shareholder value* puro ad un modello in cui viene preso in considerazione anche il diverso agglomerato di interessi degli *stakeholders*; l'autore si presenta convinto assertore del fatto che ciò sia dovuto ad una serie di fattori, tra cui si segnalano: il ruolo giocato dagli investitori istituzionali, i quali sarebbero “*associated with the idea of corporate social responsibility (CSR) and social responsible investing (SRI)*”; la pressione esercitata dall' Unione Europea (“*an example includes employee entitlement to consultation in matters concerning mergers , large- scale redundancies and insolvency. Similarly, EU environmental laws have affected UK law [...]*”); l'azione del *Company Law Review* nella promozione del *pluralist approach*.

Tornando all'elenco, le *section 171* e *172* della nuova legge prescrivono rispettivamente il dovere di agire in conformità ai poteri conferiti dalla società (“*duty to act within power*“) quindi in conformità alle previsioni dello statuto e dell'atto costitutivo e nel rispetto delle decisioni assunte in seno all'assemblea; e quello di agire, nel modo in cui

company by a director”; “ The general duties shall be interpreted and applied in the same way as common law rules or equitable principles, and regard shall be had to the corresponding common law rules and equitable principles in interpreting and applying the general duties “.

¹³⁷ S . Kiarie , *At cross road: shareholder value, stakeholder value and enlightened shareholder value: which road should the United Kingdom take ?*, in *Int. Company and Common law review*, 2006, 17, pagg. 329 – 343.

si ritiene¹³⁸, in buona fede, possa essere perseguito il successo della società (“*duty to promote the success of the company*”)¹³⁹. Ma quest’ultima disposizione rimarrebbe lettera morta ove non fosse accompagnata dalla *section 417* che regola il profilo relativo alla comunicazione agli azionisti, a mezzo di una *business review* inserita nel *directors’ report* dagli amministratori idonea ad informare i soci e perciò d’ausilio nella valutazione delle condotte rispetto alla promozione del successo della società¹⁴⁰.

La *section 173* poi, tratta del dovere di agire con giudizio indipendente, principio che si radica nel *common law*, e la successiva che richiede ai titolari del potere gestorio, nell’esercizio delle proprie funzioni, di agire con *reasonable care, skill and diligence*¹⁴¹.

E’ dalle corti di *equity*, poi, che discende la prima regola volta a tutelare il soggetto del rapporto fiduciario che ripone la sua fiducia (*trust and confidence*) in un altro soggetto (*fiduciary*) affinché svolga una prestazione¹⁴²: è la c.d. *no-conflict rule*. La stessa

¹³⁸ E’ curioso notare come l’introduzione della locuzione, sconosciuta al CA del 1985, faccia sì che taciuto sia dal legislatore qualsiasi criterio oggettivo rispetto al quale valutare l’operato degli amministratori, difficoltoso sarà dunque azionare iniziative volte a punire le condotte dei *manager*.

¹³⁹ [...]and in doing so have regard to : the likely consequences of any decision in the long term, the interest of the company ‘s employee , [...], the impact of the company’s operation on the community and the environment, [...], the need to act fairly as between members of the company.

¹⁴⁰ Va comunque rilevato che la *business review* ha sostituito la redazione della pregressa *operating financial law review*, la dottrina non ha lesinato critiche in proposito in quanto la disciplina della prima oltre a non prevedere più che sia sottoposta all’approvazione del *board*, alcuna indicazione riporta sulle modalità di redazione, con la conseguenza che la delineazione del suo contenuto e del grado di analiticità delle informazioni riportate rimane nella discrezionalità degli stessi amministratori. (Cfr. D. Arsalidou, *The withdrawal of the operation and financial review in the Companies Bill 2006 : progression or regression?*, in *Company Law*, 2007, pag. 131).

¹⁴¹ In proposito Bruno, *op.cit.*, pag. 140, rileva l’aggiunta del riferimento alla diligenza, omissis dal *common law*.

¹⁴² Cfr. D.French S. Mayson & C. Ryan, *Company law*, Oxford University Press, 2007-2008, pag. 447.

Bruno, *La responsabilità degli amministratori di s.p.a. in diritto britannico, Diritto dell’impresa: materiali di ricerca*, Quasar, 1994, pag. 86 e ss, ricorda come il rapporto fiduciario tra *directors* e società sia tradizionalmente collocato nell’ambito del *trust* e successivamente nell’*agency*. L’applicazione analogica della disciplina dei *trustees* ai *directors* risale ai primi anni del XIX secolo. La *Chancery Court* obbligava i *directors* a compensare il patrimonio gestito di ogni perdita derivante dalla mancanza di diligenza; l’adempimento era commisurato alla diligenza che si dovrebbe adoperare nella cura degli affari personali. Le regole e i principi già elaborati per i *trustees* furono considerati applicabili ai *directors*,

consisteva nell'imporre al fiduciario il *duty of loyalty*, per mezzo del quale avrebbe potuto adoperare i poteri affidatigli solo nell'interesse del soggetto amministrato; regola che, applicata al diritto societario, si traduceva in un divieto per l'amministratore di agire in conflitto di interessi. Non era ammessa la prova che l'affare fosse stato vantaggioso per la società o che medesime sarebbero state le condizioni anche in difetto di un conflitto, salvo il caso di una approvazione *ex ante* dell'operazione ad opera della stessa assemblea, previamente informata della situazione di conflitto. Una disciplina così rigida non poteva che provocare l'avvento di clausole statutorie (così prevedeva il *common law*) che derogassero alla *no-conflict rule*, sostituendo all'approvazione assembleare un semplice obbligo di *disclosure* verso il *board*. Questa la prassi ante riforma, poi codificata dal legislatore del *Companies Act* del 2006.

Centrale è oggi, infatti, la *section 175* che dispone il dovere di evitare situazioni di conflitto di interessi ("*duty to avoid conflict of interest*") in cui l'amministratore vanti -o potrebbe vantare- un interesse, diretto o indiretto in una proposta di operazione o di accordo (*proposed transaction or arrangement*) che è -o potrebbe essere- anche solo potenzialmente, in contrasto con quello della società. Il legislatore risponde così ad un'esigenza di semplificazione nel tentativo di superare il ben più articolato quadro antecedente alla riforma che attingeva alla disciplina della *section 317* del CA 1985¹⁴³, la quale prevedeva l'obbligo del *director* di comunicare al consiglio di amministrazione l'esistenza dell'interesse, e lo autorizzava a partecipare alla riunione consiliare solo

ferma la possibilità per la Corte di modificarne il contenuto nei confronti dei *directors* in considerazione della loro più ampia discrezionalità [*Re Forest of Dean Coal Mining Co.* (1878) 10 Ch D 450]. Prosegue, l'autrice, menzionando il caso guida che qualifica il rapporto tra gli amministratori e la società in termini di *agency* è *Ferguson v. Wilson* (1866) L.R.2 Ch. 77, la stessa rintraccia la giustificazione della duplice qualifica di *agents* e *trustee*: i *directors* sono considerati *trustees* della proprietà e del patrimonio della società, e *agents* per quel che concerne i rapporti che questi intrattengono con i terzi per conto della società [*G.E. Ry. v. Turner* (1872) L.R. 8 Ch. 149, 152].

¹⁴³ Cui si sommano precedenti giurisprudenziali nonché, sovente, largo spazio concesso all'autonomia statutaria. Attualmente le sezioni che regolano il conflitto di interessi sono la 175, che disciplina la generica e anche solo potenziale situazione di un amministratore in conflitto d'interesse; la 177 che riguarda l'interesse di cui l'amministratore sia titolare in relazione ad una specifica operazione (c.d. *self-dealing transaction*); e la 190 e seguenti che trattano l'interesse che l'amministratore vanti in ordine ad una serie di operazioni dal legislatore ritenute pericolose.

successivamente a tale comunicazione¹⁴⁴. La norma riformata (*subsection 2*) prosegue prospettando, esemplificativamente, casi in cui tale dovere deve essere oggetto di applicazione: ovvero sfruttamento di proprietà, informazioni, od opportunità (si tratta del fenomeno delle c.d. *corporate opportunities*¹⁴⁵), pur non essendo necessario che la società sia in grado di avvalersene¹⁴⁶. Tuttavia il rigore¹⁴⁷ della disposizione va attenuandosi per effetto delle previsioni che seguono: il primo comma non sarà attuato nel caso di contrasto sorto in conseguenza di un contratto o affare di prossima conclusione, in questo caso dovrà infatti darsi lettura alla *section 177*, la stessa richiede l'adempimento di un obbligo di informativa al *board* anche tramite comunicazione scritta¹⁴⁸, ma che a sua volta verrà disapplicata ogniqualvolta sia ragionevole ritenere che la situazione non comporti conflitto di interesse¹⁴⁹, che gli altri amministratori ne

¹⁴⁴ [...]is built on the premise that the article may cooperate effectively to cancel the need for shareholder approval, and it concentrates instead on regulating board – level procedures for the taking of self – dealing transaction (*sec. 317 CA 1985*).

¹⁴⁵ Parallelamente prese in considerazione dal patrio legislatore nell'art. 2391 c.c., rubricato "Interessi degli amministratori", che all'ultimo comma aggiunge "l'amministratore risponde dei danni che siano derivati alla società dalla utilizzazione a vantaggio proprio o di terzi di dati, notizie o opportunità di affari appresi nell'esercizio del suo incarico".

¹⁴⁶ "it is immaterial whether the company could take advantage of the property, information, or opportunity", (*subsection 2*). La norma disciplinando la *corporate opportunities doctrine*, accoglie la posizione della Corte nel caso *Regal (Hastings) Ltd v. Gulliver*, (1967) 2 AC 134; la società priva di disponibilità finanziarie per acquistare un immobile, avrebbe potuto procedervi solo nel caso gli amministratori avessero offerto garanzie personali per la restante parte (circa £ 3000), richiesta che gli stessi rifiutarono. Altri amministratori finanziarono personalmente le quote rimanenti, che rivendettero, traendone profitto. La società non avrebbe, certo, potuto trarre vantaggio alcuno dall'opportunità, ma per i giudici fu irrilevante, e così sentenziarono: "The rule of equity which insist on those, who by the use of a fiduciary position make a profit, are liable to account for such a profit, in no way depends on fraud, or absence of bona fide; or upon such questions as the considerations as whether the profit would or should otherwise have gone to the plaintiff...".

¹⁴⁷ Nei *Ministerial Statement. Duty of Directors (June 2007)*, Lord Goldsmith chiarisce che la severità della norma è voluta: "it is a heavy duty and intended to be so". Consultabile su: www.berr.gov.uk.

¹⁴⁸ La *section* in questione disciplina le *self dealing transaction* e impone all'amministratore portatore di un interesse, proprio o per conto di terzi in una determinata operazione di comunicare "the nature and extent of that interest to the othr directors", senza il bisogno di autorizzazione alcuna.

¹⁴⁹ Rileva, quindi, il solo interesse materiale dell'amministratore. Durante un procedimento di consultazione relative al CA 2006, la *Law Commission* assieme alla *Scottish Law Commission*, nel *Joint*

sono già venuti (anche informalmente) a conoscenza¹⁵⁰, o ancora se l'evento da comunicare concerne il contratto di amministrazione con la società, (c.d. *service contract*)¹⁵¹ (*subsection 6*). Il dovere non è violato poi (*sub 4*) se la situazione riceve un'espressa autorizzazione dagli amministratori; ma qui la disciplina muta per *private e public companies*: se per le prime il consesso degli amministratori è legittimato ad autorizzare se lo statuto o deliberazioni della società non contengono indicazioni contrarie; per le ultime si ammette l'autorizzazione solo se previamente contemplate nello statuto o da una deliberazione¹⁵², necessitato dunque è, in questo caso, un provvedimento dei soci per "ritoccare" lo statuto. A questi doveri si sommano quello di non accettare benefici da terze parti: soggetti esterni alla società, entità giuridiche diverse dalla società o soggetti che agiscono per conto di queste ultime - obbligo non infranto se il beneficio non può essere ragionevolmente ritenuto idoneo a rappresentare una situazione di conflitto (*section 176*).

In caso di trasgressione, si aggiunge (*section 178*) che i *remedies* esperibili si rispecchiano in quelli già regolati dai principi di *common law* o dall'*equity*, azionabili con le stesse modalità con cui lo sono i *fiduciary duties* cui son tenuti i *manager* verso la società. Tra i rimedi prospettati dal *common law*: la *rescission*, l'*equitable compensation* e l'*accounting for profit*. La regola dell'annullamento, ad opera della società, di una transazione conclusa in spregio di uno dei *directors duties* è stata affermata¹⁵³, in origine, dai giudici del caso *Aberdeen Rail Co. v. Blaikie Bros.* (1854),

Report, scrivono "to confine the duty of disclosure of interest... would for example theoretical or fanciful risks or risk that could result in an actual conflict in a very remote contingency".

¹⁵⁰ "the other directors are treated as aware of anything which they ought reasonably to be aware".

¹⁵¹ In quest'ipotesi l'obbligo di informativa si rende non indispensabile dato il chiaro interesse collegato al *service contract* i cui termini (compenso e altri aspetti finanziari del rapporto che lega il gestore alla società) sono già stati o saranno presi in considerazione dagli amministratori o da un comitato per la remunerazione.

¹⁵² Per la delibera per l'autorizzazione è previsto un obbligo di astensione dal voto dell'amministratore interessato e di quelli a lui collegati.

¹⁵³ Ricorda Alessi *Il conflitto di interessi dell'amministratore nel Regno Unito*, Luiss Guido Carli, Dipartimento di Scienze Giuridiche, CERADI- Centro di ricerca per il diritto d'impresa, 2008, pag. 14.

1 Macq 46, e successivamente riaffermato nel caso *Hely-Hutchinson v. Brayhead Ltd*, (1968) 1 QB 549. Nel 1854 la Corte, infatti, sancì che “*a contract made by the company in which a director holds a contrary interest will be voidable at the instance of the company*”. Alla rimozione del contratto segue l’obbligo, per entrambe le parti, di restituire quanto trasferito con l’operazione. In *Hely-Utchinson v. Brayhead Ltd*, si affronta l’ipotesi di una *restituito in integrum* che non può essere effettuata, e si giunge alla conclusione che l’annullamento dell’atto viziato sia per questo impedito¹⁵⁴. Ove, poi, siano stati acquistati diritti da terzi, l’annullamento del contratto potrà esser promosso solo con la prova, gravante sulla società, che il terzo fosse a conoscenza della *breach of duty*, o si fosse rifiutato di ricevere informazioni relative a detta violazione¹⁵⁵. Sarà necessario e sufficiente fornire la prova del mancato o scorretto adempimento dell’obbligo di informativa o il difetto di autorizzazione del *board* richiesto dalla *section 175*, o del mancato adempimento dell’obbligo di *disclosure* relativo alla *section 177*.

In merito al secondo strumento, il risarcimento dei danni o *equitable compensation*¹⁵⁶, è inoltre necessario dimostrare che la società abbia effettivamente riportato una lesione e che tra questa e la violazione sussista un nesso di causalità. Per questi fini è d’ausilio, per i giudici, il c.d. “*but for*” *test*: attraverso una valutazione prognostica si valuta se il danno si sarebbe o meno verificato in assenza della trasgressione¹⁵⁷. Nel caso *Target holdings Ltd. v. Redferns, (1995) Uklh 10*, il convenuto studio legale curava gli affari della parte attrice, una società che conferiva prestiti, e anche quelli del soggetto

¹⁵⁴ “*the right of avoidance will be lost if such time elapses or such events occur as to prevent rescission of the contract*”.

¹⁵⁵ Il comma terzo del già citato art. 2391 c.c. fa salvi i diritti acquistati in buona fede dai terzi in base ad atti compiuti in esecuzione dalla deliberazione.

¹⁵⁶ Si noti che, allo stesso modo, il novellato art. 2391 c.c. sancisce al quarto comma che “l’amministratore risponde dei danni derivati alla società dalla sua azione od omissione”. Si tratta di risarcimento del danno integrale, esteso anche al mancato guadagno e non più limitato alle sole perdite come nel previgente regime.

¹⁵⁷ Alessi, *op. cit.*, pag. 15, rammenta, inoltre come riguardo al limite alla responsabilità dell’amministratore, in passato si riteneva che l’amministratore che avesse trasgredito ad un *fiduciary duty* fosse responsabile oltre che per i danni direttamente cagionati alla società a causa dell’infrazione, anche per i danni che si sarebbero verificati ugualmente anche senza di essa (*Canson Enterprise Ltd. V. Boughton and Co., (1991) 85 DLR (4th) 129*).

richiedente il prestito, i giudici non riconobbero esistente il diritto ad alcun risarcimento in virtù del fatto che, anche in mancanza di Redferns, l'operazione si sarebbe comunque perfezionata e Target avrebbe subito il medesimo nocumento.

In ultimo, un rimedio sconosciuto all'ordinamento italiano e più vantaggioso della *compensation* (in quanto suscettibile di superare l'entità del danno subito): l'*accounting for profit*¹⁵⁸, per effetto del quale l'amministratore è tenuto a far confluire nella società qualsivoglia profitto a lui derivato per effetto della *breach of duty* qualora: l'operazione sia stata "*related to the affairs of the company*" tale da far presumere che sia stata portata a termine nel corso dell'attività manageriale e in virtù di notizie ed opportunità conosciute in ragione della posizione occupata; a seguito dell'operazione sia derivato, all'*agent*, un profitto personale; ed anche nel caso si dimostri che la società non sarebbe stata in grado di ottenere per sé lo stesso guadagno se l'amministratore non si fosse reso inadempiente ai propri doveri¹⁵⁹. Il *profit* non assume la veste di risarcimento, piuttosto "*the company is entitled to call upon the directors to account for it*"¹⁶⁰.

Autori come Davies¹⁶¹ e Nolan¹⁶² segnalano come, nella pratica, detti strumenti di *enforcement* siano raramente opposti agli amministratori inadempienti da parte dei soggetti legittimati a promuovere le azioni¹⁶³, complice la già ricordata disciplina delle

¹⁵⁸ Emerso a seguito della pronuncia della "*no profit rule*" che stabiliva "*no agent in the course of his agency... can be allowed to make any profit without the knowledge and consent of his principal*" (*Parker v. McKenna*, (1874) LR 10 Ch 124).

¹⁵⁹ E' il caso del già citato *Regal Hastings v. Gulliver*.

¹⁶⁰ Così Davies, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 7a ed., London, 2003, pag. 580.

¹⁶¹ *Op. cit.*, 2008, pag. 605.

¹⁶² "*The legal control of directors' conflict of interest in the United Kingdom: non-executive directors following the Higgs Report*", *Theoretical Inquires in Law*, 2005, pag. 6.

¹⁶³ Si ricorda il caso *Foss v. Herbottle* (1843) 2 Heare 461, dove la corte impose la regola secondo cui l'azione contro gli atti e le delibere illegittimi posti in essere dai *directors* spetti non già al socio quanto alla società. Poi riformulata in *Prudential v. Newman Industries* (NO 2), [1982] ch. 204, 210-211 in cui la *Court of Appeal* ha affermato: "*A derivative action in an exception to the elementary principle that A cannot, as a general, rule, bring an action against B to recover damages or secure other relief on behalf of C for a injury done by B to C. C is the proper plaintiff because C is the party injured, and, therefore,*

derivative action troppo onerosa per l'azionista¹⁶⁴. Nolan rileva, a tal riguardo, come i titolari del potere gestorio siano poco proclivi a rispettare la disciplina, consapevoli che difficilmente saranno chiamati a rispondere della loro condotta; Davies, invece, evidenzia come i conflitti di interesse *ex* § 175- 177 “*aren't magically excluded from corporate decision- making on litigation*”.

1.3.2. *The Directors' Remuneration Report (DRR) Regulation* e il principio “*say on pay*”

Oltre al settore dell'autoregolamentazione, del tema della remunerazione degli amministratori si sono occupate le legislazioni nazionali che, fatta propria la lettera delle *best practice*, si sono sforzate di rendere più trasparente il processo di fissazione del compenso dei *directors*¹⁶⁵. Ne è un esempio il *Directors' Remuneration Report*, del quale se ne registra la nascita in Gran Bretagna nel 2002, inizialmente come emendamento al *Companies Act* del 1985 e poi successivamente assorbito nelle maglie

the person in whom the cause of action is vested. This is sometimes referred to as the rule in Foss v. Herbottle[...] when applied to corporations, but it has a wider scope and is fundamental to any rational system of jurisprudence”. Regola superata con la sentenza del caso *Edward v. Halliwell* (1950) 2 All ER, 1064.

¹⁶⁴ Bruno, *op.cit.* pag. 156, osserva come “l'assetto del regime della responsabilità civile dell'amministratore ... non viene irrigidito e perciò era e rimane estremamente blando”.

¹⁶⁵ Il *Final Report del 2002* redatto dall' *High Level Group of Company Law Expert* così osservava: “Some member States require, or are considering requiring, a form of mandatory or advisory vote by shareholders on the remuneration policy. We do not believe a shareholder vote on the remuneration policy generally should be an EU requirement, as the effects of such a vote can be different from Member State to Member State. The important thing is that shareholders annually have the opportunity to debate the policy with the board”.

del Codice riformato del 2006. Alla *section 439*¹⁶⁶ del suddetto atto si prescrive che gli amministratori predispongano un *remuneration report* per ogni esercizio finanziario (ai sensi della *section 420, Part 15, Chapter 6*¹⁶⁷), contenente precipue informazioni sui compensi dei *manager* compresi emolumenti, *share- option, long- term incentives plans, pensions*; detto *Report* deve essere assoggettato all'approvazione del consiglio d'

¹⁶⁶ **Quoted companies: members ' approval of directors' remuneration report**

(1) A quoted company must , prior to the accounts meeting , give to the members of the company entitled to be sent notice of the meeting notice of the intention to move at the meeting, as an ordinary resolution, a resolution approving the directors' remuneration report for the financial year.

(2) The notice may be given in any manner permitted for the service on the member of notice of the meeting.

(3) The business that may be dealt with at the accounts meeting includes the resolution.

This is so notwithstanding any default in complying with subsection (1) or (2).

(4) The existing directors must ensure that the resolution is put to the vote of the meeting.

(5) No entitlement of a person to remuneration is made conditional on the resolution being passed by reason only of the provision made by this section.

(6) in this section –

- “ the accounts meeting ” means the general meeting of the company before which the company ' s annual accounts for the financial year are to be laid; and
- “ existing director “ means a person who is a director of the company immediately before that meeting

¹⁶⁷ Il CA 2006, difatti, così prevede in ordine al dovere di redigere il *Directors' Remuneration Report*:

(1) The directors of a quoted company must prepare a directors' remuneration report , for each financial year of the company

(2) In the case of failure to comply with the requirement to prepare a DRR, every person who

(a) was a director of the company immediately before the end of the period for filing accounts and reports for the financial year in question, and

(b) failed to take all reasonable steps for securing compliance whit the requirement, commits an offence

(3) A person guilty of an offence under this section is liable

(a) on conviction on indictment to a fine;

(b) on summary conviction, to a fine not exceeding the statutory maximum.

amministrazione nonché firmato, per il consesso medesimo, da un *director*, e successivamente sottoposto all'approvazione, separatamente dal voto sulle altre materie, all'assemblea degli azionisti, ai quali deve esser data notizia della convocazione dell'assemblea in tempo sufficiente per consentire loro di partecipare; ed infine pubblicato annualmente nel registro delle imprese.

Il dettato normativo è qui evidentemente diretto ad accrescere il livello di *disclosure* dei compensi dei *management* verso il mercato e gli azionisti, al fine di permettere a questi ultimi di intervenire con efficacia e salda consapevolezza sul tema delle retribuzioni, allo stesso modo consentendo agli investitori un'adeguata valutazione sulla bontà delle politiche di remunerazione adottate dalla *quoted company*¹⁶⁸. Siffatto meccanismo dovrebbe, dunque, mettere tra parentesi la possibilità che direttamente o indirettamente gli amministratori confezionino il proprio pacchetto retributivo, sfuggendo al controllo dei soci. Gli scettici, tuttavia, al contempo sottolineano come esso sia assai scarso come strumento di monitoraggio dei compensi, essi catalizzano infatti la loro attenzione sul punto 5 della suddetta *section* (nota 65) dalla quale chiaramente risulta il carattere "*advisory, non - binding*" della citata risoluzione assembleare, senza tralasciare il fatto che il prospettarsi di un voto negativo dei soci sia comunque sintomo di evidente disapprovazione, se non addirittura di totale sfiducia verso l'operato del *remuneration committee*¹⁶⁹.

¹⁶⁸ Si rammenta inoltre che gli azionisti son poi chiamati anche ad esprimersi sui contratti di lavoro stipulati dalla società con i propri amministratori, se di durata superiore ai due anni (*section 188, Part 10, chapter 4 CA 2006*) termine ridotto rispetto ai cinque anni previsti nella *section 319* del *Companies Act 1985*; nonché a livello di autodisciplina, il *Combined Code* britannico del 2003, al punto B.2.4, raccomanda di sottoporre all'approvazione degli azionisti tutti i piani di incentivo di lungo periodo (*long-term incentive schemes* così come delineati nelle *Listing Rules della United Kingdom Listing Authority*).

Quanto al nostro ordinamento in tema di trasparenza informativa sui compensi si pensi all'art. 123 *-ter* del t.u.f., introdotto dal d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259, ai sensi del quale l'emittente deve rendere pubblica una relazione sulla remunerazione, almeno ventuno giorni prima dell'assemblea annuale di cui all'art. 2364 comma II. (*infra 3.1.2*)

¹⁶⁹ Così Conyon and Sadler, G.(2010), *Shareholder voting and directors' remuneration report legislation: say on pay in the Uk. Corporate Governance: an international review*, 18:296-312.

A tal proposito grande eco ha avuto il caso *GlaxoSmithKline* dove, nel maggio 2003, la multinazionale farmaceutica si è trovata a fronteggiare la rivolta del 50,72% degli azionisti che, in sede di *Annual General Meeting*, ha votato contro il *remuneration report* il quale contemplava un *pay – off* di £ 22 milioni per lo *chef executive* Jean Pierre Garnier.

Nell'aprile del 2009, l'assemblea degli azionisti della *Royal Bank of Scotland* ha bocciato il piano compensi dei dirigenti dell'istituto, all'interno del quale era stata quantificata, in 700 mila sterline, la pensione dell'ex amministratore delegato Fred Goodwin che nel 2008 portò la banca sull'orlo del fallimento¹⁷⁰. L'istituto in questione, è, infatti, simbolo del crollo finanziario della *City*, salvato dalla bancarotta per intervento dello Stato che ne è, ora, il maggiore azionista, avendo acquisito il 70% del capitale sociale. La rabbia degli azionisti (per il “no” hanno votato anche i rappresentanti del Tesoro) è stata tale da provocare la richiesta di arresto dei componenti il precedente *board*, ovvero quello che aveva imposto Goodwin alla guida dell'istituto¹⁷¹.

Nel maggio del 2009, hanno sollevato le ire degli azionisti anche i livelli retributivi dei *top manager* della *Royal Dutch Shell*. L'assemblea, tenutasi contemporaneamente all'Aja e a Londra, con il 59,42% dei voti ha respinto la proposta del BOD sugli emolumenti da corrispondere ai vertici del gruppo petrolifero anglo-olandese. Nel 2008, secondo l'*annual report*, erano stati corrisposti all'amministratore delegato van der Veer 10,3 milioni di euro, incrementando così del 58% il compenso percepito nel 2007¹⁷².

¹⁷⁰ La pensione annua di *Sir* Fred Godwin risulta pari a £ 703.000; lo stesso, appena cinquantenne, ha accettato di rinunciare, sotto la pressione della pubblica opinione, a circa £ 200.000 di pensione annua, autoriducendosi la prestazione in corso di erogazione (*EX-RBS Chief agrees to hand back more than a third of his pension*, J. Croft e J. Pickard, *Financial Times*, 19 giugno 2009).

¹⁷¹ 3 Aprile 2009, *Il Sole24ore.com*

¹⁷² K. Burgess e M. Steen *Investors rebel over Shell executive pay*, *Financial Times*, 19 maggio 2009. Cfr. l'articolo di P. Hodgson, in “*A brief history of say on pay*”, *Ivey Business Journal*, settembre-ottobre 2009.

Capitolo II

L'approccio comunitario alla regolamentazione delle remunerazioni dei *manager*

2.1 Le linee guida nelle recenti raccomandazioni della Commissione Europea: trasparenza informativa e misure di *corporate governance* sulla remunerazione degli amministratori esecutivi nei Paesi dell'Unione Europea

Sin dall'inizio del secolo¹⁷³, l'esigenza di innervare il ruolo degli azionisti in materia di remunerazione degli amministratori è stata oggetto d'attenzione a livello comunitario. Lo conferma il *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, del quale furono autori un gruppo di esperti, incaricati dalla Commissione di individuare aspetti del diritto delle società sui quali intervenire a livello comunitario. Si sono, poi, succedute nel tempo: la Comunicazione del 2003 dal titolo "Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione Europea- Un Piano per Progredire"; la Raccomandazione 2004/913/CE¹⁷⁴ sul regime informativo in materia di remunerazione dei *manager* nelle società quotate; la Raccomandazione 2005/162/CE¹⁷⁵ sul ruolo degli amministratori non esecutivi e dei comitati in seno al consiglio di amministrazione; ed

¹⁷³ Ricorda Nuzzo, *Legislazione d'impresa*, Luiss Press, 2011, pag. 106.

¹⁷⁴ In GU L 385 del 29.12.2004, pagg. 55-59.

¹⁷⁵ In GU L 52 del 25.2.2005, pagg. 51-63.

infine la Raccomandazione 2009/385/CE¹⁷⁶ mediante cui sono state fissate regole supplementari al fine di assicurare la stabilità a lungo termine delle società e rafforzare la relazione compenso- *performance*.

Con il “Piano di Azione”¹⁷⁷ redatto nel 2003, la Commissione Europea ha espresso la necessità di dare avvio ad un processo di modernizzazione del diritto societario europeo. La crescente tendenza delle imprese a operare nel mercato interno europeo, il rapido sviluppo delle nuove tecnologie dell’informazione e della comunicazione, le disastrose ripercussioni dei recenti scandali finanziari hanno sollecitato gli organi comunitari alla definizione delle priorità del processo di armonizzazione del diritto delle società e del governo societario¹⁷⁸. Il Piano, si legge nella comunicazione, identifica la natura ed il campo di applicazione degli interventi che appaiono necessari, propone il tipo di strumento regolamentare che si auspica venga utilizzato, e stabilisce le priorità definite a breve, medio e lungo termine. Tra le iniziative che la Commissione individua come urgenti si segnalano:

- l’introduzione di una dichiarazione annuale sul governo societario. Le società quotate¹⁷⁹ dovrebbero essere, quindi, tenute ad includere nei loro documenti di bilancio annuali una dichiarazione chiara ed esauriente in merito ai principali elementi strutturali della società e alle pratiche di governo societario. Si intende una dichiarazione dove figurino informazioni concernenti: a) il funzionamento dell’assemblea generale degli azionisti, la descrizione dei diritti degli azionisti e delle modalità del loro esercizio; b)

¹⁷⁶ In GU L 120 del 15.5.2009, pagg. 28-31.

¹⁷⁷ Comunicazione della Commissione “Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell’Unione Europea. Un Piano per progredire” del 21 maggio 2003 [COM (284) 2003 def.].

¹⁷⁸ Tra i principi OCSE del 1999 si legge: “ il governo societario si riferisce ad un insieme di relazioni tra i dirigenti di una società, il suo consiglio di amministrazione, i suoi azionisti ed altri interessati. Il governo societario rappresenta inoltre la struttura mediante al quale vengono fissati gli obiettivi della società e vengono determinati i mezzi per il conseguimento di tali obiettivi e per il controllo di tali risultati”.

¹⁷⁹ L’espressione utilizzata nella comunicazione si riferisce alle società i cui titoli sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato ai sensi della direttiva 93/22/CE del Consiglio (GU L 41 dell’11.6. 1993, pag. 27, modificata da ultimo dalla direttiva 2000/64/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio (GU L 290 del 17.11.2000 pag. 27)) in uno o più Stati membri.

la composizione ed il funzionamento del consiglio di amministrazione e dei suoi comitati; c) gli azionisti che detengono partecipazioni qualificate, i loro diritti di voto e di controllo; [...] f) l'esistenza e la natura di un sistema di gestione del rischio;

- la previsione di un obbligo per gli investitori istituzionali di dare maggiori informazioni sulle loro politiche in materia di investimenti ed esercizio di voto. Diversamente, non si ritiene auspicabile imporre agli investitori istituzionali di esercitare sistematicamente i loro diritti di voto, tenuto conto dei possibili effetti controproducenti che ciò comporterebbe (per mancanza di tempo o risorse, potrebbero votare a favore di qualsiasi proposta di risoluzione solo per ottemperare a detto obbligo);

- l'elaborazione di un valido quadro normativo per la tutela degli azionisti e la protezione dei dipendenti, dei creditori e delle altre parti con cui operano le società, in grado di assicurare un'elevata fiducia nelle relazioni commerciali. Il rafforzamento dei diritti degli azionisti dovrebbe basarsi essenzialmente: a) sulla disponibilità di informazioni esaurienti sui diversi diritti esistenti e sulle modalità del loro esercizio; e b) sulla messa a punto di meccanismi che garantiscano l'effettivo esercizio degli stessi;

- l'adozione di una raccomandazione volta a promuovere il ruolo degli amministratori privi di incarichi esecutivi e dei membri del consiglio di vigilanza, indipendenti, nelle aree suscettibili di determinare un conflitto di interessi per gli amministratori con incarichi esecutivi (remunerazione degli amministratori, vigilanza sulla revisione dei conti societari). Si ritiene, per questo, opportuno che *standard* minimi relativi alla creazione, composizione e ruolo dei comitati per la nomina, per la remunerazione, e degli *audit committee* siano definiti a livello europeo, e applicati dagli Stati membri sulla base del principio "*comply or explain*" in ragione del quale le condotte che si discostino dagli *standard* prefissati vengano debitamente giustificate¹⁸⁰;

¹⁸⁰ Si legge, inoltre, come lo studio comparativo completo, realizzato per la Commissione da Weil, Gotshal & Manges LLP, e completato nel 2002, sia giunto alla conclusione che non è auspicabile che l'UE consacrì tempo ed energia all'elaborazione di un codice sul governo societari: secondo lo studio è più proficuo che la Commissione europea concentri i suoi sforzi sulla riduzione degli ostacoli giuridici e regolamentari all'esercizio transfrontaliero del diritto di voto da parte degli azionisti ("ostacoli alla

- l'adozione di una raccomandazione sulla remunerazione degli amministratori. In particolare gli Stati membri saranno invitati a dotarsi di un regime regolamentare che garantisca agli azionisti la possibilità di valutare, sia *ex ante* che *ex post*, la relazione tra i risultati registrati dalla società ed il livello di remunerazione accordato ai *manager*¹⁸¹.
- la creazione di un Forum europeo sul governo societario che sarà invitato a riunirsi una o due volte l'anno per contribuire al coordinamento delle iniziative degli Stati membri.

La Commissione ritiene, poi, che in vista della crescente integrazione dei mercati europei dei capitali, sia opportuno adottare un approccio comune a livello di Unione Europea in relazione ad un numero limitato di norme essenziali, ed assicurare un adeguato coordinamento dei codici [nazionali] sul governo societario. Il provvedimento contemplato nell' *Action Plan* si è, difatti, tradotto in atti privi di valore cogente, due distinte raccomandazioni¹⁸², oggetto d'analisi nel prosieguo del lavoro.

partecipazione”), nonché sulla riduzione degli ostacoli che impediscono agli azionisti di valutare correttamente la gestione della società (“ostacoli all’informazione”).

¹⁸¹ Quattro i punti fondamentali tracciati, a tal proposito, dalla Commissione: informazioni sulla politica in materia di remunerazione nei conti annuali; informazioni dettagliate sulla composizione del pacchetto retributivo dei singoli amministratori; approvazione preventiva da parte dell’assemblea degli azionisti dei regimi che prevedono l’attribuzione agli amministratori di azioni ed opzioni sulle azioni; adeguata considerazione, nei conti annuali, dei costi sostenuti dalla società in relazione a tali regimi di incentivazione.

¹⁸² Raccomandazione 2004/913/CE, pubblicata sulla Gazzetta ufficiale dell’Unione Europea del 29 dicembre 2004; e la Raccomandazione 2005/162/CE, pubblicata sulla gazzetta ufficiale dell’Unione Europea del 25 febbraio 2005.

2.1.1 La Raccomandazione 2004/913/CE relativa alla promozione di un regime adeguato per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori delle società quotate

Fra le proposte volte a rafforzare i diritti degli azionisti e modernizzare il consiglio di amministrazione, il Piano appena passato in rassegna prevede un'iniziativa volta a favorire l'applicazione di una adeguata normativa in tema di remunerazione degli amministratori delle società quotate in mercati regolamentati europei, di cui tratta, in maniera pressoché esclusiva, la prima raccomandazione, 2004/913/CE, approvata il 14 dicembre 2004. Ampi gli obblighi di *disclosure* nei confronti del mercato e degli azionisti che gli Stati membri sono invitati ad introdurre entro il 30 giugno 2006¹⁸³. Tra le raccomandazioni meritano attenzione quelle che sollecitano la:

a) redazione e pubblicazione (anche sul sito *web* della società quotata) di una “dichiarazione relativa alle remunerazioni”, da includere nei conti annuali e nella relazione annuale o negli allegati ai conti annuali della società, ovvero da produrre separatamente (sez. II; 3.1). All'interno della stessa dovrebbe esporsi la politica retributiva che la società intende adottare nei confronti degli amministratori nell'esercizio successivo e in quelli seguenti, dando rilievo ai cambiamenti significativi della politica delle remunerazioni, fatti registrare dalla società, rispetto all'esercizio finanziario precedente (sez. II; 3.2). La dichiarazione dovrebbe includere informazioni concernenti la struttura della retribuzione, comprensiva delle sue componenti fissa e variabile; i parametri e le motivazioni che giustifichino la concessione di premi annuali ed ogni altra prestazione non monetaria; i criteri adottati per la valutazione degli obiettivi di *performance* sui quali sono basati gli incentivi azionari. Dovrebbe, poi, sintetizzare ed illustrare le principali condizioni contrattuali che regolano il rapporto tra la società e gli amministratori esecutivi, anche rispetto all'eventuale, anticipato scioglimento del rapporto stesso; oltre che pubblicare tutte le informazioni relative

¹⁸³ La Legge comunitaria per il 2009 (art. 24) ha conferito delega al Governo per l'attuazione delle sezioni II e III della raccomandazione 2004/913/CE, e della sezione II, §§ 5 e 6, della raccomandazione 2009/385/CE; delega esercitata con il d.lgs.30 dicembre 2010, n. 259, che ha introdotto il nuovo art. 123-ter t.u.f.. *infra* parag. 3.1.3.

all'*iter* preparatorio e decisionale necessario per la definizione del trattamento retributivo di cui beneficiano gli amministratori, indicando ragguagli inerenti il mandato e la composizione del comitato delle remunerazioni, i nomi dei consulenti esterni dei cui servizi la società si avvale, ed il ruolo rivestito dall'assemblea all'interno di detto procedimento (sez. II; 3.3-3.4-3.5);

b) la sottoposizione al voto dell'assemblea generale degli azionisti della dichiarazione relativa alla remunerazione. Sul punto si noti che la raccomandazione riconosce la facoltà degli Stati a prevedere effetti vincolanti o meno in caso di diniego¹⁸⁴ (sez. II; 4.1-4.2). La Commissione prevede, in aggiunta, che le legislazioni interne ai singoli Paesi dell'Unione Europea possano subordinare la convocazione di tale assemblea all'istanza di azionisti che rappresentino almeno il 25% del capitale sociale;

c) la pubblicazione nel bilancio annuale o all'interno della dichiarazione stessa, se separatamente prodotta, dei compensi percepiti da ciascun amministratore nel corso dell'esercizio finanziario considerato, facendo figurare in modo dettagliato: la struttura e la consistenza delle diverse componenti della remunerazione individuale degli amministratori, anche collegati ad incarichi eseguiti all'interno del gruppo cui appartiene la società (compresi compensi fissi, quelli variabili sottoforma di "gettoni di presenza", la remunerazione corrisposta in forma di partecipazione agli utili e/o pagamenti di premi, specificandone le motivazioni in ragione delle quali sono stati accordati; le somme corrisposte o dovute dalla società all'amministratore per cessazione delle funzioni nel corso dell'anno; il numero di azioni od opzioni su azioni concesse nel corso dell'esercizio considerato e le relative condizioni di attribuzione e di esercizio; il numero delle opzioni non esercitate a conclusione dell'anno, il loro prezzo di esercizio, la data di esercizio, nonché qualsiasi modificazione dei termini che disciplinano l'esercizio di opzioni sulle azioni intervenute nel corso dell'esercizio finanziario) (sez. III; 5-5.1-5.2-5.3-5.4).

¹⁸⁴ Il Regno Unito (§ 439 CA 2006), così come l'Italia (art. 123-*ter* comma sesto del d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259) hanno conferito valore meramente consultivo al suddetto voto assembleare. In caso di voto consultivo la Commissione precisa (considerando n. 8) sia tale da non alterare i diritti degli organi responsabili delle remunerazioni degli amministratori, non comportando alcun obbligo di modificare i diritti contrattuali degli amministratori, né la politica delle remunerazioni.

Si raccomanda, poi, agli Stati membri di adottare disposizioni normative necessarie affinché ogni piano di remunerazione, in virtù del quale gli amministratori sono remunerati in base al valore delle azioni della società, sia sottoposto, nel suo complesso, alla preliminare approvazione degli azionisti mediante risoluzione in assemblea generale annuale. La Commissione precisa che alla favorevole pronuncia degli azionisti siano subordinati non già i compensi che in attuazione del piano saranno destinati agli amministratori, quanto piuttosto: le condizioni di attribuzione delle opzioni e delle azioni; la fissazione del loro numero massimo; i termini che ne regolano l'esercizio; le circostanze che giustifichino modificazioni nel prezzo delle opzioni, ove consentito dalla legge; nonché qualsiasi "modificazione sostanziale" del piano¹⁸⁵ (sez. IV; 6.1-6.2 lett. a) b) c) d) e)-6.4).

Appare significativo che pur non essendo dotato di forza vincolante, l'intervento della Commissione abbia contribuito a rendere ulteriormente, a livello nazionale, la necessità di dare veste formale a regole di autodisciplina professionale, già ampiamente condivise dalla comunità internazionale, in vista di una futura armonizzazione delle legislazioni nazionali in materia di remunerazione degli amministratori¹⁸⁶.

¹⁸⁵ La raccomandazione in esame suggerisce che la previa approvazione assembleare sia disposta anche per ogni ulteriore "sistema di incentivi a lungo termine" destinato agli amministratori, senza precisare a quali forme di incentivazione riferire la locuzione. Cappiello, *La remunerazione degli amministratori. "Incentivi azionari" e creazione di valore*, Giuffrè, 2005, pagg. 92-93, rileva come un'interpretazione letterale della disposizione condurrebbe alla paradossale conclusione che la raccomandazione non concerna le formule retributive che pongono incentivi esclusivamente di breve periodo. Sembra preferibile, per l'autore, ritenere che la disposizione sia stata impropriamente formulata, e in realtà intenda riferirsi ad ogni forma di remunerazione aleatoria.

¹⁸⁶ Come sottolinea A. Zanardo, *I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2006, pag. 749.

2.1.2 La Raccomandazione 2005/162/CE sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza

La seconda raccomandazione è stata approvata il 15 febbraio 2005. Essa regola la funzione che gli “amministratori indipendenti” nella *corporate governance* delle società quotate si auspica assumano, e delinea il procedimento organizzativo che le stesse società dovrebbero seguire per la fissazione dei compensi del *management*. Viene, innanzitutto, riconosciuta agli ordinamenti nazionali la facoltà di optare, se introdurre le norme suggerite per mezzo di atti legislativi immediatamente vincolanti, ovvero mediante la predisposizione di un coacervo di norme di fonte non statale (i cc.dd. codici di *corporate governance* redatti dalle società di gestione dei mercati) rispetto ai quali le emittenti sono libere di attenersi o meno, esplicitando, in tal caso, in una relazione pubblica, le motivazioni che giustificano una condotta difforme da quelle che il mercato stigmatizza come *best practice* (è la più volte citata “*comply or explain rule*”)(sez. I; 1).

Con questo documento si raccomanda agli Stati membri di predisporre un complesso di norme che favorisca la costituzione di tre comitati interni al consiglio di amministrazione (ovvero, nel sistema dualistico, al consiglio di sorveglianza): per il controllo sulla gestione (*audit committee*), per le nomine (*nomination committee*) e per la remunerazione (*remuneration committee*). La Commissione nel disciplinare la struttura di detti comitati, evidenzia come i consigli di amministrazione o sorveglianza dovrebbero essere organizzati in maniera tale che un numero sufficiente di amministratori senza incarichi esecutivi o di membri del consiglio di sorveglianza indipendenti possa svolgere un ruolo efficace nei settori chiave in cui la possibilità che si verifichino conflitti di interessi è particolarmente elevata (sez. II; 5). Si badi al fatto che lo scopo principale dei comitati, sottolinea con particolare enfasi la raccomandazione, dovrebbe essere quello di contribuire ad accrescere l'efficienza del lavoro del consiglio di amministrazione o di sorveglianza, garantendo che le decisioni che esso adotta siano ben fondate e scevre da conflitti di interessi rilevanti, oltre che di

contribuire all'organizzazione del suo lavoro; non sono però istituiti allo scopo di esautorare i consessi di amministrazione o di sorveglianza per le questioni loro demandate, rimanendo questi ultimi responsabili delle risoluzioni adottate negli ambiti di loro competenza (sez. II; 6)¹⁸⁷.

Il punto n. 13 stabilisce, inoltre, che un amministratore dovrebbe essere considerato indipendente soltanto se è libero da relazioni professionali, familiari o di altro genere con la società, il suo azionista di controllo o con i dirigenti di entrambi, idonee a creare un conflitto di interessi tale da poter influenzare il suo giudizio¹⁸⁸.

Nelle linee guida dell'Allegato I la Commissione raccomanda che il comitato delle remunerazioni sia composto "esclusivamente" da amministratori non esecutivi, ovvero non coinvolti nella quotidiana gestione dell'emittente e, prevalentemente, da amministratori che vantino i requisiti di "indipendenza" di cui all'Allegato II (§ 3.1). Qualora il consiglio di amministrazione, o di sorveglianza, sia investito di una

¹⁸⁷ Il mandato dei comitati dovrebbe essere stabilito dal consiglio di amministrazione o di sorveglianza. Si aggiunge poi, che, se consentite dalla legge nazionale, le eventuali deleghe del potere decisionale dovrebbero essere dichiarate espressamente, descritte correttamente e rese pubbliche in maniera trasparente (sez. II; 6). La stessa trasparenza informativa che il consiglio di amministrazione o di sorveglianza dovrebbe garantire agli azionisti circa le attività della società, il suo approccio strategico, la gestione dei rischi e le situazioni di conflitto di interessi, i ruoli degli amministratori (sez. II; 9).

¹⁸⁸ L'allegato II (Profilo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza indipendenti) propone un elenco, meramente esemplificativo, di circostanze che, ove presenti, sarebbero sintomatiche di un difetto di indipendenza: a) l'amministratore senza incarichi non dovrebbe essere amministratore con incarichi esecutivi o con poteri di gestione della società o di una società collegata e non dovrebbe avere ricoperto tale incarico nel quinquennio precedente; b) non dovrebbe essere dipendente della società o di una società collegata e non dovrebbe aver ricoperto tale incarico nei tre anni precedenti [...]; c) non dovrebbe aver ricevuto una remunerazione aggiuntiva considerevole (intendendosi l'eventuale partecipazione a opzioni su azioni o ad altri sistemi di remunerazione legata ai risultati) dalla società o da una società collegata oltre al compenso ricevuto in quanto amministratore senza incarichi esecutivi [...]; d) non dovrebbe essere né rappresentare in alcuna maniera l'azionista o gli azionisti di controllo; e) non dovrebbe avere o aver avuto nel corso dell'ultimo anno un rapporto di affari di rilievo (intendendosi la situazione di fornitore di beni e servizi, compresi i servizi finanziari, legali e di consulenza) con la società o con la società collegata, né direttamente né come socio, azionista, amministratore o dirigente di un soggetto che abbia un tale rapporto di affari [...]; f) non dovrebbe essere stato nel corso degli ultimi tre anni partner o dipendente del revisore dei conti esterno della società o di una società associata; [...]; i) non dovrebbe essere legato da stretti vincoli di parentela a un amministratore con incarichi esecutivi o con poteri di gestione [...]. Cfr. Codice di Autodisciplina 3.P.1; 3.C., e la §1 B.2.2 del *Combined Code* (testo alla nota n. 79, capitolo D).

competenza decisionale inerente la remunerazione degli amministratori (qualunque ne sia in concreto la forma: compensi fissi, sistemi di remunerazione legata ai risultati, regimi pensionistici oltre che trattamenti di fine rapporto), al comitato si richiede di formulare, e quindi assoggettare all'approvazione del consiglio di amministrazione specifiche proposte (§ 3.2). L'accento è posto, in particolare, sull'accorta valutazione delle proposte relative alla generale politica di remunerazione prediletta dalla società e alla concessione di "incentivi azionari" ad amministratori e dipendenti. Si prevede, per ciò che concerne il funzionamento del comitato, una preliminare consultazione del presidente del consiglio e/o dell'amministratore esecutivo, in merito al trattamento economico degli altri amministratori con incarichi esecutivi o con poteri di gestione, oltre che la possibilità di impiegare consulenti esterni per ottenere informazioni circa le pratiche di mercato in materia di sistemi di remunerazione. Si specifica, poi, che la definizione dei criteri di selezione, nomina e definizione dei mandati di detti consulenti è di pertinenza del comitato (§ 3.3).

2.1.3 Recenti integrazioni alle raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE per quanto riguarda il regime concernente la remunerazione degli amministratori delle società quotate

La raccomandazione 2009/385/CE, approvata il 30 aprile 2009, esorta gli Stati membri a rafforzare il collegamento tra pacchetto retributivo e risultati fatti registrare dalla società; in particolare i criteri in materia di risultati dovrebbero promuovere la sostenibilità a lungo termine della società (sez. II; 3.2), intendendosi, così, scoraggiare la propensione allo *short-terminism* su cui, sovente, sono incentrati i meccanismi retributivi¹⁸⁹. A tal fine, la Commissione invita a: equilibrare componente fissa e

¹⁸⁹ Essa si basa, ricorda la Relazione della Commissione sull'attuazione della raccomandazione, sulle migliori pratiche per l'elaborazione di un'adeguata politica retributiva, soffermandosi, in particolare, su

variabile della remunerazione (sez. II; § 3.1); subordinare la concessione di quest'ultima a criteri predeterminati e misurabili correlati agli esiti della *performance* gestoria (§ 3.2); dilazionare nel tempo l'erogazione degli incentivi azionari (§ 3.3); predeterminare un periodo minimo di maturazione (non prima di tre anni dalla concessione) per l'esercizio delle opzioni sulle azioni¹⁹⁰ o di altri diritti di acquisto sulle azioni o di remunerazione in base alle variazioni del prezzo delle azioni (§ 4.1); conservare, dopo l'acquisizione di una quota minima, le azioni (ad esempio pari al doppio del valore della retribuzione annua complessiva) sino al termine del mandato (§ 4.3)¹⁹¹. Quale *extrema ratio* la raccomandazione in esame riconosce alla società la facoltà di chiedere la restituzione delle componenti variabili della remunerazione corrisposte sulla scorta di dati risultati, successivamente, manifestamente errati (§ 3.4). Parimenti, ciò che occorre evitare è che l'erogazione di indennità si sostanzi in un premio per il fallimento, a tal scopo il trattamento di fine rapporto non dovrebbe essere versato in caso di risultati inadeguati, né dovrebbe essere superiore a due anni di retribuzione, calcolata, questa, sulla base della componente non variabile (§ 3.5).

Al punto 5 si trova, poi, esplicito rinvio al punto 3.1 della raccomandazione 2004/913/CE, concernente “la dichiarazione relativa alle retribuzioni”, che oltre a mostrarsi chiara ed intellegibile, puntualizza il documento del 2009, dovrebbe recare informazioni: a) su come la scelta dei criteri relativi ai risultati contribuisca agli interessi di lungo termine della società; b) sui metodi applicati al fine di chiarire se i

taluni aspetti della remunerazione degli amministratori e sulla *governance* della stessa, compresa la sorveglianza da parte degli azionisti.

¹⁹⁰ Che la remunerazione degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza non dovrebbe includere (§ 4.4).

¹⁹¹ Cfr. le linee guida elaborate dal *Financial Stability Board*, in *Principles for Sound Compensation Practices. Implementation Standards. 25 September 2009, inter alia*: 1. Significant financial institution should have a board remuneration committee as an integral part of their governance structure and organization to oversee the compensation system's design and operation on behalf of the board of directors. [...] 5. Subdued or negative financial performance of the firm should generally lead to a considerable contraction of the firm's total variable compensation [...] 6. A substantial portion of variable compensation, such as 40 to 60 percent, should be payable under deferral arrangements over a period of years [...] [that] should not be less than three years [...] 15. An annual report on compensation should be disclosed to the public on a timely basis [...].

criteri in materia di risultati siano stati soddisfatti; c) sui periodi di dilazione applicati alle componenti variabili della remunerazione; d) sulla politica in materia di trattamento di fine rapporto; e) sui periodi di acquisizione della remunerazione basata su azioni; f) sulla politica relativa all'obbligo di mantenere le azioni dopo la loro acquisizione; g) sulla composizione di gruppi di società pari, la cui politica retributiva sia stata valutata per determinare la politica in materia di remunerazione della società in esame (§ 5.1-5.2).

Il punto successivo, raccordandosi alle raccomandazioni 2004/913/Ce e 2005/162/CE, è dedicato alla figura degli azionisti, specie quelli istituzionali, che la raccomandazione incoraggia ad una più attiva partecipazione alle assemblee generali, e ad esercitare i rispettivi diritti di voto in merito alla remunerazione degli amministratori¹⁹².

La Terza Sezione stabilisce, innovando, che i comitati per le remunerazioni dovrebbero contare tra i loro membri almeno uno con sufficiente esperienza e conoscenza in materia di meccanismi retributivi (§ 7.1). Opportune spiegazioni dovrebbero essere, inoltre, fornite dai componenti il comitato agli azionisti, in sede di approvazione della dichiarazione relativa alle remunerazioni, presso l'assemblea generale annua (§9.4). Si richiede ai membri del comitato di dar prova di indipendenza di giudizio e integrità nell'esercizio delle rispettive funzioni; a tal proposito, e al fine di ridurre al minimo le situazioni di conflitto di interessi, la Commissione precisa che nel caso si avvalga di consulenti esterni, il comitato dovrebbe appurare che questi non prestino simultaneamente la propria opera come consulenti di altri organi della società (§ 9.1-9.2)^{193 194}.

¹⁹² Cfr. il punto 6.1 con il *Principle n. 9 FSB* che recita, facendo, però, riferimento a tutti gli *stakeholders*: “Firms must disclose clear, comprehensive and timely information about their compensation practices to facilitate constructive engagement by all stakeholder”.

¹⁹³ D'altronde ciò è in linea con quanto il *Financial Stability Board* ha precisato: “The firm’s board of directors must actively oversee the compensation system’s design and operation. The compensation system should not be primarily controlled by the chief executive officer and management team. Relevant board members and employees must have independence and expertise in risk management and compensation” (*Principle n. 1*).

2.2 La direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti nelle società quotate

Nella comunicazione del 23 maggio 2003 la Commissione segnalava, al Consiglio e al Parlamento dell'Unione Europea, l'urgenza di adottare nuove misure tese a rafforzare i diritti degli azionisti delle società quotate, oltre che di trattare, più specificamente, il problema relativo all'esercizio transfrontaliero del diritto di voto, considerando che percentuali significative di azioni delle emittenti sono detenute da azionisti che non risiedono nello Stato membro nel quale la società ha la propria sede legale. Il Parlamento, che nel 2004 già aveva espresso il proprio sostegno all'iniziativa della Commissione¹⁹⁵, preso atto della lacuna che la legislazione comunitaria presentava in materia, ha adottato la succitata direttiva dell' 11 luglio 2007¹⁹⁶.

Ispirato, quindi, dall'intento di predisporre uno *standard* minimo di norme essenziali volte a proteggere gli investitori e a promuovere un esercizio agevole ed effettivo dei diritti degli azionisti, il legislatore comunitario ha disposto che gli Stati membri assicurino che le società emettano la convocazione dell'assemblea utilizzando mezzi di comunicazione idonei a garantire un'effettiva diffusione delle informazioni al pubblico su tutto il territorio della Comunità, e non oltre il ventunesimo giorno precedente la data dell'assemblea (art. 5 paragrafi 1-2)¹⁹⁷. La direttiva è esplicativa, inoltre, del contenuto

¹⁹⁴ Atto collegato alla presente raccomandazione, la Relazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale e al Comitato delle regioni sull'applicazione da parte degli Stati membri della raccomandazione 2009/285/CE ne registra un'insoddisfacente attuazione per lo più dovuta ad un difetto di chiarezza che investe taluni concetti quali quello di "dilazione" della remunerazione variabile che la Relazione provvede a definire come remunerazione che viene assegnata in base a risultati che si estendono in un arco pluriennale o la cui assegnazione viene differita di un certo numero di anni fino al conseguimento dei risultati.

¹⁹⁵ Con la risoluzione GU C 104 E del 30.4.2004, pag. 714, più dettagliatamente, prospettando tra i rimedi l'estensione delle norme sulla trasparenza, riconoscendo la legittimità dell'esercizio del diritto di voto per delega, oltre che garantendo l'esercizio transfrontaliero del diritto stesso, e regolando la possibilità di partecipare alle assemblee mediante mezzi elettronici.

¹⁹⁶ In GU L 184 del 14.7.2007, pagg. 17-24.

¹⁹⁷ Cfr. art. 125-*bis* t.u.f.; artt. 65 e ss. del Regolamento CONSOB di attuazione del d.lgs. 58/1998, adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come modificato dalla delibera n. 17592 del 14 dicembre 2010.

che la convocazione dovrà presentare: a) al giorno, all'ora, al luogo dell'adunanza e all'ordine del giorno proposto, si aggiunge b) una chiara e precisa descrizione delle procedure cui gli azionisti dovranno attenersi per poter prendere parte all'assemblea, comprese:

i)

informazioni riguardanti i diritti di cui sono titolari gli azionisti - diritto di iscrivere punti all'ordine del giorno dell'assemblea e di presentare proposte di delibera (art. 6 par. 1) – e i termini entro cui possono essere esercitati;

ii)

la procedura per l'esercizio del voto per delega (in particolare formulari e modalità che la società si dichiara disposta ad accettare per le notifiche elettroniche delle designazioni dei rappresentanti);

iii)

le procedure di voto per corrispondenza o con mezzi elettronici;

c) l'indicazione della data di registrazione¹⁹⁸, e la precisazione che solo coloro che risultano azionisti a tale data avranno il diritto di partecipare e votare in assemblea;

d) e) l'indicazione dell'indirizzo del sito Internet ove sarà possibile reperire il testo integrale delle proposte di delibera e gli altri documenti da sottoporre all'assemblea.

In sintesi, l'art. 8 stabilisce che gli Stati membri consentano alle società di offrire ai loro azionisti qualsiasi forma di partecipazione all'assemblea con mezzi elettronici (ricorso che potrà esser soggetto ai soli vincoli necessari ad assicurare l'identificazione degli

Prosegue il paragrafo 1 prevedendo che, qualora la società offra agli azionisti la possibilità di votare con mezzi elettronici accessibili a tutti gli azionisti, l'assemblea stessa possa decidere di emettere la convocazione, purché non si tratti di quella annuale secondo una delle modalità specificate al paragrafo 2 dell'articolo in esame, non oltre il quattordicesimo giorno precedente la data dell'assemblea. Tale decisione, si esige però, venga assunta da almeno due terzi dei voti conferiti dalle azioni o dal capitale sottoscritto rappresentati in assemblea e per una durata non superiore alla successiva assemblea.

¹⁹⁸ L'art. 7 par. 2 stabilisce, infatti, che “gli Stati membri provvedano affinché i diritti di un'azionista di partecipare all'assemblea e di votare, in funzione delle sue azioni, siano determinati dalle azioni detenute da tale azionista a una determinata data precedente l'assemblea (data di registrazione).

azionisti e la sicurezza delle comunicazioni elettroniche); l'art. 10 riconosce a ciascun azionista il diritto di designare una persona fisica o giuridica come rappresentante incaricato di intervenire e votare a suo nome in assemblea¹⁹⁹; l'art. 12, infine, dispone che gli Stati membri consentano alle società di offrire ai loro azionisti la possibilità di votare per corrispondenza prima dell'assemblea.

2.3 Libro Verde – il governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione. Il parere del Comitato economico e sociale europeo

In preparazione del Libro Verde²⁰⁰, la Commissione ha condotto una serie di colloqui con un campione di società quotate provenienti da Stati membri e settori economici diversi, caratterizzati da vari livelli di capitalizzazione e varie strutture di azionariato,

¹⁹⁹ Il paragrafo 1 impone che, a parte il requisito della capacità giuridica di cui il rappresentante deve disporre, gli Stati membri abroghino le norme giuridiche che limitino, o consentano alle società di limitare, l'idoneità di persone ad essere designate rappresentanti. Vengono, così, eliminati vincoli e limitazioni che rendono il voto per delega complesso ed oneroso. Nel considerando n. 10 si prescrive, al contempo, che, al fine di salvaguardarsi contro eventuali abusi, il rappresentante osservi pedissequamente le istruzioni eventualmente ricevute dall'azionista, permettendo agli Stati membri di introdurre misure appropriate per garantire che questo non persegua interessi diversi da quelli dell'azionista, disciplinando, poi, l'attività delle persone che sollecitino deleghe, al fine di garantirne affidabilità e trasparenza.

²⁰⁰ La Commissione ha lanciato, nell'aprile del 2011, una consultazione pubblica sulle possibilità di miglioramento del governo societario delle imprese europee; gli Stati membri, il Parlamento europeo, il Comitato economico e sociale europeo e le altre parti in causa sono stati invitati a trasmettere il proprio parere sulle proposte contenute nel Libro Verde entro il 22 luglio del 2011. La Commissione, esaminati i contributi ricevuti, provvederà a redigere un documento di sintesi dei risultati della consultazione. Secondo la definizione ufficiale riportata sul portale dell'Unione Europea, http://europa.eu/documentation/official-docs/index_it.htm: "I libri verdi sono documenti di riflessione su un tema politico specifico pubblicati dalla Commissione. Sono prima di tutto documenti destinati a tutti coloro- sia organismi che privati- che partecipano al processo di consultazione e di dibattito".

oltre ad aver interpellato esperti in materia di governo societario e rappresentanti degli investitori e della società civile.

Constatato che i meccanismi di remunerazione variabile incentivano i *manager* ad assumere rischi eccessivi e trascurare gli interessi di medio-lungo periodo delle società amministrare e che proprio questo genere di condotte ha contribuito alla crisi dei mutui *sub-prime* del 2007, al fine di limitare questa “pericolosa predilezione” per il breve termine la Commissione ha identificato tre temi di assoluta centralità in materia di buon governo societario²⁰¹:

- Il consiglio di amministrazione. Conservando un ruolo cruciale nella responsabilizzazione della società, si ritiene che solo un c.d.a efficiente e dalle prestazioni eccellenti sia in grado di contestare le decisioni degli amministratori con incarichi esecutivi. Dovrebbe, quindi, esser composto da membri senza incarichi esecutivi selezionati sulla base di un ampio ventaglio di criteri: merito, esperienze acquisite, indipendenza, qualità personali²⁰², qualifiche professionali²⁰³ (§§ 1.1-1.1.1). Ricollegandosi, poi, alla Raccomandazione della Commissione del 2005 sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate²⁰⁴, il Libro Verde si sofferma sulla necessità di una valutazione esterna, a scadenza regolare (triennale) della composizione, organizzazione e funzionamento del

²⁰¹ Ovvero “l’insieme dei rapporti che collegano tra loro i dirigenti di una società, il consiglio di amministrazione, gli azionisti e le altre parti in causa”. OCSE, *Principles of Corporate Governance*, 2004, pag. 11, disponibile all’indirizzo Internet: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

²⁰² Curioso il riferimento alla diversità dei profili e delle esperienze dei membri del consiglio: una maggiore diversità, si legge, alimenta il dibattito, favorisce la vigilanza e la messa in discussione di talune decisioni all’interno del consesso, potendone migliorare la qualità.

²⁰³ Attenzione è dedicata alle politiche di selezione che permettano di individuare le competenze puntuali richieste dal consiglio di amministrazione, esse ben potranno contribuire ad accrescere la capacità di un controllo efficace sulla società. Il 48% dei consigli di amministrazione europei non può contare su un amministratore con conoscenza legate al settore vendite o marketing e il 37% dei comitati per il controllo interno e per la revisione contabile non annovera tra i suoi componenti un direttore finanziario o un ex direttore finanziario. Heidrick & Struggles, *Corporate Governance Report 2009 – Boards in turbulent times*, relazione basata su un campione di 371 principali società in 13 paesi stabilito sulla base della borsa valori di riferimento.

²⁰⁴ Raccomandazione 2005/162/CE, *supra* par. 2.1.2.

consiglio, sulla competenza e l'efficienza di ciascun componente o dei comitati al suo interno, nonché dell'operato dello stesso rispetto ad obiettivi prefissati. Un'indagine, si aggiunge, che abbia riguardo anche della qualità e della tempestività delle informazioni rese dal c.d.a. (§ 1.3).

Venendo al tema della remunerazione degli amministratori, si passano i rassegna le principali raccomandazioni formulate dalla Commissione²⁰⁵, sottolineando, però, come un certo numero di Stati non abbia, in modo consono, affrontato dette problematiche²⁰⁶ (§ 1.4). La stessa Commissione ritiene, inoltre, che proprio il modo di valutare i risultati raggiunti dai gestori e la struttura di incentivo che caratterizza le loro retribuzioni incoraggino questi a perseguire obiettivi di breve termine, determinando un pericoloso impatto sulla generale apatia degli azionisti (§ 2.3.1).

E' ampia la congerie di rischi, interni ed esterni, (legati ai cambiamenti climatici, all'ambiente, alla salute, alla sicurezza etc.), cui deve far fronte ogni società. Una politica di gestione dei rischi funzionale e coerente, non essendo proponibile un modello unico per tutte le tipologie di società, deve "provenire dall'alto", ovvero essere decisa a livello di consiglio di amministrazione. Ecco che appare indispensabile delineare con chiarezza, e render pubblici, ruoli e responsabilità di tutte le parti coinvolte nel processo di gestione del rischio: c.d.a, dirigenti e tutto il personale operativo (§ 1.5).

²⁰⁵ Le già analizzate: Raccomandazioni 2004/913/CE, 2005/162/CE, 2009/385/CE, sulla divulgazione della politica retributiva e della remunerazione dei singoli amministratori con e senza incarichi esecutivi, sul voto degli azionisti circa la relazione concernente la remunerazione, sulla creazione di un comitato indipendente per le remunerazioni e gli incentivi idonei a stimolare sia i risultati che la creazione di valore aggiunto a lungo termine per le società quotate. *supra* paragrafi 2.1.1-2.1.2-2.1.3.

²⁰⁶ Relazione della Commissione SEC (2007) 1022 e (2010) 285. Si rammenta che la consultazione che, nel 2010, la Commissione aveva condotto sul tema, nell'ambito del Libro Verde sul governo societario negli istituti finanziari ha registrato che: i partecipanti si sono generalmente espressi favorevoli ad una più adeguata strutturazione degli incentivi destinati agli amministratori, dichiarando che positivamente accoglierebbero l'introduzione di un voto degli azionisti, non già di misure normative concernenti la struttura delle remunerazioni nelle società quotate. (Cfr. domanda 7.1). Così come *infra* parag. 2.3.1 "The UK government response to European Commission Green Paper- The EU Corporate Governance Framework" Introduction, pag. 4.

- Gli azionisti. Scarso l'interesse degli azionisti ad indurre i dirigenti a render conto del loro operato, così come carente l'impegno attivo degli stessi nella società: difetta una sorveglianza attenta della società ed un dialogo proficuo con il consiglio di amministrazione. I costi che una partecipazione attiva comporta, la difficoltà di quantificarne la redditività, l'incertezza dei risultati sono talune delle ragioni che determinano, in maniera sostanziale, l'atteggiamento degli investitori istituzionali che, interpellati dalla Commissione nel giugno 2010²⁰⁷, si sono dichiarati disponibili a divulgare le loro politiche di voto, nonché i risultati delle votazioni, consci che la circolazione di dette informazioni migliorerebbe la consapevolezza degli investitori stessi, ottimizzerebbe le decisioni di investimento, oltre che facilitare il dialogo tra investitori ed emittenti²⁰⁸ (§ 2.1.).

Si invoca, poi, maggior trasparenza in materia di esecuzione delle obbligazioni fiduciarie²⁰⁹ da parte dei gestori degli attivi: essa potrebbe essere d'ausilio agli investitori istituzionali per sottoporre a monitoraggio i loro "agenti" ed esercitare una maggiore influenza sul processo di investimento (§ 2.3.2). Significativo il richiamo al frequente ricorso, da parte degli investitori istituzionali²¹⁰ a consulenti in materia di voto (*proxi advisor*). L'influenza di questi sul voto è rilevante motivo di preoccupazione, in particolare, rispetto all'insufficiente trasparenza circa i metodi utilizzati per la preparazione della consulenza (si ritiene che i metodi di analisi non considerino le peculiarità della società, le caratteristiche della legislazione nazionale, le migliori prassi in materia di governo societario); e all'eventualità che detti consulenti siano soggetti a conflitti di interessi originati dai casi in cui prestino i loro servizi in materia di voto e contemporaneamente in materia di diritto societario per le società partecipate (§ 2.5).

²⁰⁷ Si tratta del Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari, pubblicato nel giugno 2010.

²⁰⁸ Cfr. *UK Stewardship Code, Principles* n. 6-7, *supra* cap. I, paragrafo 1.2.7.

²⁰⁹ Tra cui: l'indicazione delle strategie di investimento scelte, il costo della rotazione del portafoglio, la compatibilità o meno della rotazione del portafoglio con la strategia scelta, i costi e i benefici derivanti da un impegno attivo etc.

²¹⁰ Che in possesso di portafogli titoli estremamente diversificati affrontano difficoltà pratiche al momento di valutare nel dettaglio come votare sui singoli punti iscritti nell'o.d.g. delle assemblee generali delle società partecipate.

- L'approccio "rispetta o spiega". In questa sezione si dà conto di ciò che è emerso dallo "*Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*"²¹¹ il quale denuncia come nella maggior parte dei casi, la qualità informativa delle motivazioni fornite dalle società che intendono discostarsi dalle raccomandazioni del codice di governo societario sia insoddisfacente, così come insufficiente il monitoraggio sull'attuazione dei codici da parte di molti Stati membri.

Uno sguardo, in conclusione, al parere reso dal CESE in merito al Libro verde appena esaminato²¹². In ordine alla politica di remunerazione il Comitato ritiene, innanzitutto, che questa non dovrebbe concernere solo le retribuzioni delle posizioni di alto livello degli istituti finanziari ed esser meno rilevante per i dipendenti ordinari, ed etichetta, poi, come situazioni anomale che andrebbero evitate, i pacchetti remunerativi straordinari per singole persone (§ 3.8.6). Ma la sostanza dell'argomento sostenuto nel parere è che, pur essendovi margine per rendere più rigidi certi aspetti del governo societario degli istituti finanziari, finché le regole codificate del governo societario rimangono volontarie, sostiene il Comitato, è sulle autorità di vigilanza che incombe l'onere di garantire l'ossequio di dette regole in tutto il territorio dell'Unione Europea (§ 1.6).

²¹¹Disponibile all'indirizzo Internet: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf.

²¹² Bruxelles, 20 gennaio 2011

2.3.1 “*The UK government response to European Commission Green Paper- The EU corporate governance framework*”²¹³”

Il Regno Unito ha accolto con favore le proposte contenute nel “Libro verde – il governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione” considerandole utile rimedio alle carenze che, nel contesto delle crisi economiche-finanziarie, i sistemi di *corporate governance* hanno manifestato. Intese, dette proposte, come strumenti destinati a migliorare gli *standard* del governo societario, esse sono apparse essenziali per attrarre capitali di investimento, rafforzare la competitività e ricostruire la fiducia all’interno del mercato unico²¹⁴. Il governo britannico propende, però, più che per l’introduzione di nuove regole, per il rafforzamento dell’attuale quadro normativo comunitario. Eventuali proposte di riforma, prosegue, dovrebbero essere sorrette da argomenti che chiaramente illustrino l’esistenza di un problema, la necessità di un intervento a livello comunitario e la sicurezza che, adeguatamente, si giungerà a soluzione²¹⁵.

Rispetto alla *vexata questio* circa l’obbligatorietà o meno della divulgazione della politica retributiva, della relazione annuale sulla remunerazione (incentrata sull’attuazione della politica retributiva nel corso dell’esercizio precedente) e delle singole remunerazioni degli amministratori con e senza incarichi esecutivi, il documento manifesta una certa convergenza sull’opportunità di un’adeguata informativa societaria sui dettagli relativi ai livelli retributivi dei singoli amministratori di società quotate e sul coinvolgimento degli azionisti nell’attività di monitoraggio. Non manca, però, di sottolineare come l’osservanza di queste regole sia già raccomandata dai codici di buona pratica societaria inglesi²¹⁶. Per quel che riguarda, poi, l’opportunità di rendere obbligatorio o meno sottoporre al voto degli azionisti la politica di

²¹³ Consultabile all’indirizzo Internet: <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/europe/docs/u/11-1097-uk-government-response-eu-corporate-governance-framework>.

²¹⁴ 8830/11 COM(11)164, *Introduction*, pag. 2.

²¹⁵ *Introduction*, pag. 4.

²¹⁶ § “*UK government response to specific question*”; Q.9, pag. 9.

remunerazione e la relazione sulla sua attuazione²¹⁷, il governo ritiene che, in Stati caratterizzati da una estrema parcellizzazione della proprietà azionaria, sia più opportuno che una disposizione di legge prescriva l'obbligatorietà di una risoluzione assembleare sul tema.

In merito alla § 1.5 (Gestione dei rischi) del Libro verde²¹⁸, si legge che tra i “*general duties*” degli amministratori, secondo il diritto societario inglese, v'è quello di “*have regard (amongst other things) to the likely long-term consequences of their decisions*”; e rispetto a quelli che la Commissione designa come “rischi sociali”, si richiama il dovere di “*have regard to the impact of the company's operations on th community and the environment, and by the requirement for quoted companies to include information about environmental, social and community issues “to the extent necessary for a n understanding of the development, performance or position of the companies business” in the business review*”²¹⁹.

Riguardo alla necessità di adottare misure per la valutazione delle prestazioni dei *manager* che gestiscono i portafogli degli investitori istituzionali a lungo termine e per i relativi meccanismi di incentivazione²²⁰, si sottolinea il riferimento alla relazione che, nell'estate 2012, il Professor John Kay, incaricato dal *Secretary of State for Business, Innovation and Skills* J. Cable, pubblicherà in merito all'impatto del vigente quadro normativo, nazionale e comunitario sulle scelte di investitori e società nei mercati azionari inglesi²²¹.

²¹⁷ Q.10, pag. 10.

²¹⁸ *Supra* parag. 2.3. La XI domanda della Commissione è: “Siete d'accordo nel ritenere che il consiglio debba approvare ed essere responsabile della propensione al rischio della società e che ne renda conto con chiarezza agli azionisti? L'obbligo di informazione dovrebbe includere anche i principali rischi sociali?”.

²¹⁹ Il rinvio è alla *section 172* del *Companies Act 2006*.

²²⁰ Q. 14, pag. 12.

²²¹ Più specificatamente, J. Kay indagherà:

- whether government policies relevant to institutional investors and fund managers to promote long-term time horizons;

2.3.2 La risposta di Confindustria alla consultazione della Commissione europea

Nel luglio 2011 anche Confindustria ha dichiarato di condividere gli obiettivi della consultazione pubblica avviata dalla Direzione Generale per il Mercato Interno e i Servizi della Commissione Europea. Anch'essa²²² fa, innanzitutto, risaltare come “rigide regolamentazioni esterne rischierebbero di disincentivare l'attuale tendenza delle imprese a dotarsi di *best practice*”, meglio, quindi, se l'azione della Commissione sia rivolta ad una più efficace vigilanza sull'effettiva applicazione del complesso di regole già esistenti in materia.

Prosegue, poi, affacciandosi alle singole questioni tratteggiate nel Libro Verde. In tema di compensi degli amministratori, il documento²²³ fa seguire una dettagliata analisi delle iniziative legislative ed autoregolamentari di cui il nostro Paese si è reso autore in attuazione delle indicazioni comunitarie: il d.lgs. 30 novembre 2010, n. 259, il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 e l'art. 7 del Codice di Autodisciplina, come modificato nel

- whether there is sufficient transparency in the activities of fund managers, clients and their advisors, and companies themselves, and in the relationship between them;

- the quality of engagement between institutional investors and fund managers and UK quoted companies, and the importance attached to such engagement, building on the success of the Stewardship Code;

- whether the current legal duties and responsibilities of asset owners and fund managers, and the fee and pay structures in the investment chain, are consistent with the asset owners' long term objectives. (Q.14, pag.12).

Ed è alla stessa *Kay Review* che si rinvia per quanto concerne: la Q.15, che interroga gli Stati membri sulla opportunità di una normativa UE che promuova una vigilanza più efficace sui gestori di attivi da parte degli investitori istituzionali rispetto a strategie, costi, negoziazione e misura in cui i gestori devono impegnarsi nelle società partecipate; Q 16, ove si chiede se necessarie sono ulteriori misure (legislative) al fine di migliorare la divulgazione di informazioni e la gestione dei conflitti di interessi; la Q. 18, in tema di maggior trasparenza da imporre ai consulenti in materia di voto, ad esempio sui metodi di analisi utilizzati, sui conflitti di interessi e sulla politica adottata per gestirli, e/o sull'attuazione di un codice di condotta.

²²² Cfr. “*The UK government response to Europe Commission Green Paper*”, *supra* parag. 2.3.1.

²²³ Pag. 8.

2010²²⁴. Con la previsione di una relazione sulla remunerazione che le emittenti sono tenute a mettere a disposizione del pubblico almeno ventuno giorni prima della data dell'assemblea, si cerca di rafforzare il diritto degli azionisti di esprimersi in forma consapevole sulle politiche di remunerazione; parimenti è con la fissazione di criteri cui uniformare i compensi degli amministratori (e dei dirigenti con responsabilità strategiche) che si vuole assicurare equilibrio adeguato tra la loro componente fissa e quella variabile. Questo quadro spinge Confindustria a ritrarre l'ordinamento italiano come già perfettamente conforme agli obiettivi individuati nel Libro Verde oltre che a scongiurare ulteriori interventi da parte dell'Unione Europea in questo ambito.

Allo stesso modo ritiene che gli azionisti italiani “possano contare su di una sufficiente gamma di garanzie e di strumenti per valutare l'efficacia delle misure dirette a contenere i rischi aziendali”. Il rinvio, in questo caso, è alle specifiche previsioni dell'art. 1 del Codice di Autodisciplina, il quale recita: “il consiglio di amministrazione valuta l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile dell'emittente nonché quello delle controllate aventi rilevanza strategica, con particolare riferimento al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi (1.C.1, lett. c). Più specificamente, l'art 7. P.3, lett. a) dispone che il consiglio di amministrazione individua al suo interno:

- i) uno o più amministratori incaricati dell'istituzione e del mantenimento di un efficace sistema di controllo interno e gestione dei rischi [...], nonché;
- ii) un comitato controllo e rischi [...] con il compito di supportare con un'adeguata attività istruttoria, le valutazioni, le decisioni del c.d.a. relative al sistema di controllo interno e gestione dei rischi, nonché quelle relative all'approvazione delle relazioni finanziarie periodiche.

Il suddetto comitato è composto da amministratori indipendenti. In alternativa da amministratori non esecutivi in maggioranza indipendenti, in tal caso il presidente del comitato è scelto tra gli amministratori indipendenti (art.7.P.4).

Tra i *Criteri applicativi*, si legge che il c.d.a., previo parere del comitato controllo e rischi:

²²⁴ Nei paragrafi 3.1.3; 3.1.4; 3.2.2 si trova la versione aggiornata al 2011.

- a) definisce le linee di indirizzo del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, in modo che i principali rischi afferenti all'emittente e alle sue controllate risultino correttamente identificati, nonché adeguatamente misurati, gestiti e monitorati [...];
- b) valuta, con cadenza almeno annuale, l'adeguatezza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi rispetto alle caratteristiche dell'impresa [...], nonché la sua efficacia;
- c) approva, con cadenza almeno annuale, il piano di lavoro predisposto dal responsabile della funzione di *internal audit*;
- d) descrive nella relazione sul governo societario, le principali caratteristiche del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi [...];

In tema di tutela degli azionisti di minoranza²²⁵ Confindustria segnala come, in recepimento della Raccomandazione UE del 12 febbraio 2005, la legge n. 262 del 2005 abbia provveduto a rafforzarne il quadro di protezioni con l'introduzione di due figure: l'amministratore di minoranza e l'amministratore indipendente; ed è su quest'ultimo che pone l'accento il Codice di Autodisciplina, ravvisandovi colui che per l'assenza di relazioni con l'emittente, o con soggetti ad esso legati, può esprimere libero apprezzamento dell'operato del *management*²²⁶.

²²⁵ Pag. 11.

²²⁶ In *Commento* all'art.3

Capitolo III

Il regime normativo dei compensi degli amministratori di s.p.a

3.1 Il rapporto tra amministratori e società. Il diritto al compenso

Autorevole dottrina²²⁷ ha osservato come “l’organo amministrativo, in particolare quello collegiale, [sia] stato, nel nostro paese, raramente protagonista delle scelte strategiche delle società essendo la realtà italiana caratterizzata, in modo alquanto anomalo rispetto agli altri sistemi, dalla forte presenza degli azionisti proprietari del capitale di comando e ciò sia nelle società familiari, sia nelle maggiori società azionarie: tanto che esso aveva finito per avere, troppo spesso, un ruolo debole, di pura forma”.

La reazione del legislatore a questa denuncia è stata quella di elevare la diligenza, la professionalità e la specializzazione del gestore di interesse altrui, di affidargli la partecipazione effettiva, oltre che esclusiva, alle scelte direzionali dell’impresa; di avviare un circuito informativo tra i consiglieri e tra questi e l’organo di controllo, preoccupandosi, al contempo, di mitigare il sistema di responsabilità solidale per danni verso la società tramite l’esimente delle “singole attribuzioni” proprie del comitato esecutivo, o delle “funzioni in concreto” esercitate dai singoli componenti dell’organo amministrativo (o consessi a questo assimilati) che abbiano violato i doveri imposti dalla legge o dallo statuto (art. 2392)²²⁸. E’ stato, difatti, osservato²²⁹ che la norma di cui all’art. 2380-bis c.c. nell’affidare la gestione dell’impresa esclusivamente agli

²²⁷ L. Nazzicone- S. Providenti, *Società per azioni. Amministrazioni e controlli*, Milano, 2003, pagg. 8 e ss.

²²⁸ Come rileva A. Bianchi, *La responsabilità dell’organo amministrativo e di controllo. Società di capitali e società di persone*, IPSOA, 2009, pag. 6.

²²⁹ N. Abriani, *Commento Sub art. 2380-bis c.c., Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da G. Cottino- G. Bonfante- O. Cagnasso- P. Montalenti, I, Bologna, 2004, pag. 671.

amministratori, stabilendo che detta attività si sostanzia nel compimento di tutte le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale, "scolpisce con plastica incisività il ruolo centrale che la riforma [d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6] ha inteso assegnare agli amministratori nell'assetto del nuovo governo societario". Poteri di gestione sono stati estesi, dunque, a tutti gli atti che rientrano nell'oggetto sociale (tanto che qualcuno²³⁰ ha teorizzato un "aumento delle competenze degli amministratori") e un potere di rappresentanza generale è stato attribuito agli amministratori dalla statuto o dalla deliberazione di nomina *ex art.* 2384, comma 1°, c.c..

Gli amministratori sono certamente legati alla società da un rapporto interno di immedesimazione ma, indagando sulla tipologia contrattuale entro cui inquadrare detto rapporto, ci si confronta con un ventaglio di soluzioni discordanti. Vi è chi²³¹ sostiene non si tratti di mandato da parte dei soci, chi²³² lo considera rapporto tipico a sé stante, altri²³³ lo riconducono ad una particolare sottospecie di contratto di lavoro, caratterizzata, allo stesso tempo, da connotati di autonomia e subordinazione.

Quanto ai principali orientamenti giurisprudenziali, la Suprema Corte si è pronunciata²³⁴ per l'esistenza di un rapporto nascente da un'attività continua, coordinata, di contenuto strettamente personale, assimilandolo alla categoria della "parasubordinazione" ai sensi dell'art. 409, n. 3, c.p.c.. Ma si segnala anche l'indirizzo di chi²³⁵ ritiene che le prestazioni degli amministratori in favore della società siano riconducibili al lavoro professionale autonomo. In generale, qualora sia accertata l'attribuzione delle mansioni

²³⁰ S. Ambrosini, *L'amministrazione e i controlli nelle società per azioni*, in *La riforma delle società: profili della nuova disciplina*, Torino, 2003, pag. 61.

²³¹ *Ex multis* Galgano- Genghini, *Il nuovo diritto societario*, Tr. G.,XXXIX, Padova, 2006, pag. 443, ma si tratta di opinione piuttosto consolidata in dottrina.

²³² Campobasso, in *Diritto commerciale*, II, 7° ed., Torino, 2009, pag. 360.

²³³ Cottino, in *Diritto societario*, 2° ed., Padova, 2011, pag. 402.

²³⁴ Recentemente con la sentenza del 20.2.2009 n. 4261, *FI* 2009, 12, 3386; più risalenti quelle Cass. s.u. 14.12.1994 n. 10680, *Soc* 1995, 635; e Cass. 14.2.2000 n. 1662, *DPS* 2000, 12, 75.

²³⁵ *Inter alia*, Cass. 1.4.2009 n. 7961, *GC* 2009, 6, I, 1242; oltre che Cass. 26.2.2002 n. 2861, *FI* 2003, I, 273.

diverse dalle funzioni proprie della carica sociale rivestita, la qualità di amministratore di società di capitali risulta compatibile con la qualifica di lavoratore subordinato della medesima (Cass. 12.1.2002 n. 329²³⁶) escludendo detta compatibilità nel caso dell'amministratore unico e, al ricorrere di determinate circostanze, del presidente e dell'amministratore delegato.

Questa premessa avvia al discorso sull'esistenza di una presunzione di onerosità dell'incarico dell'amministratore di s.p.a.. In realtà tra gli operatori del diritto²³⁷ è pacifico il riconoscimento di un diritto soggettivo al compenso; (dottrina del tutto isolata è quella che, sotto il vigore del previgente regime normativo, riteneva che l'art. 2389 c.c. stabilisse le sole modalità di determinazione del compenso senza assurgerle ad "elemento naturale del rapporto di amministrazione")²³⁸. Ne discende che nel caso in cui l'assemblea non abbia liquidato il compenso (e non vi sia menzione nello statuto) o sia stato attribuito compenso inadeguato, l'amministratore può rivolgersi al giudice del lavoro per la sua esatta quantificazione considerando l'importanza e la mole dell'opera prestata (si veda Trib. Firenze 2.5.2001²³⁹). Si è, inoltre, precisato²⁴⁰ che la determinazione quantitativa vada operata in via equitativa, potendo attingere agli elementi indicativi dalle tariffe professionali, in relazione al tipo di prestazioni offerte oltre che alla qualifica professionale dell'amministratore.

²³⁶ In *Le Società*, 2002.

²³⁷ Si veda, tra gli altri, Bonafini, *Commento all'art. 2389, Commentario alla riforma delle società*, a cura di Marchetti- Bianchi- Ghezzi- Notari, 3, *Amministratori*, a cura di Ghezzi, Milano, 2005, pag. 344; Bonelli, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, pag. 126; De Crescenzo, *Gli amministratori nel sistema tradizionale, Le nuove s.p.a.*, diretto da Cagnasso- Panzani, Torino, 2010, pag. 675. E, per quel che concerne la giurisprudenza, si segnalano: Cass. 24.2.1997 n. 1647 disponibile su Banca Dati *juris data*, Giuffrè; Cass. 18.3.2003 n. 3964, in *Diritto & Pratica delle Società*, 12, 2003, pag. 71; Cass. 9.8.2005 n. 16764, in *Le società*, 2006, pag. 973 ; Cass. 20.2.2009 n. 4261, in *FI* 2009, 12, 3386.

²³⁸ Come si esprime I. De Feo, *Commento all'art. 2389 c.c.*, in *Codice commentato delle società*, a cura di Salafia, Marziale, Corapi, Bonfante, Milano, 2007, pag. 484.

²³⁹ In *FTosc* 2002, pag. 93.

²⁴⁰ Trib. Milano 23.5.1991, in *GI* 1991, I, 2, 545.

Non vi è consenso unanime, in giurisprudenza, circa la competenza a risolvere le controversie in materia di compenso dovuto dalla società al proprio amministratore: contrasto, questo, composto dalla Suprema Corte che ha escluso la competenza del giudice ordinario in favore del giudice del lavoro²⁴¹. Si aggiunga poi, come ha confermato una recente pronuncia del Tribunale di Milano che, poiché le obbligazioni degli amministratori nei confronti della società vanno annoverate nella categoria giuridica delle obbligazioni di mezzo e non di risultato, il diritto al compenso spetta quale che sia il risultato dell'attività, sia esso apprezzabile o meno in termini economici, conforme alle aspettative dei soci o criticabile²⁴².

Difettando un referente normativo espresso, è tramite un approccio sistematico che può desumersi la naturale remunerabilità della carica amministrativa. Tra gli argomenti testuali a sostegno dell'esistenza di un vero e proprio diritto soggettivo al compenso rilevano: l'art. 2364, comma 1°, n. 3 c.c., che, tra le competenze dell'assemblea ordinaria, vi inserisce quella di determinazione del compenso degli amministratori, ove nulla sia disposto dallo statuto; e l'art. 2383, comma 3° c.c.²⁴³, che, "riconoscendo all'amministratore revocato senza giusta causa un diritto incondizionato al risarcimento, presuppone che lo stesso abbia in ogni caso diritto al compenso"²⁴⁴. Si tratterebbe, dunque, di una norma che regola il risarcimento del lucro cessante, ovvero destinato a coprire la retribuzione che l'amministratore avrebbe ricevuto in caso di svolgimento del rapporto fino alla sua naturale scadenza, decurtata, però, di quanto egli, nel medesimo

²⁴¹ Cass. S.U. 14.12.1994 n. 10680, in *FI* 1995, I, pag. 1486; tutt'altra sarebbe stata la conclusione nel caso si fosse sposata la tesi che predica la configurabilità del rapporto di lavoro autonomo, anziché la parasubordinazione.

²⁴² Così Trib. Milano 29.12.2010, in *Le società* 2011, pag. 350; ma anche Cass. 26.2.2002, n. 2769, in *GC* 2002, I.

²⁴³ Oltre che gli artt. 2409-*novies*, comma 5°, e 2409-*noviesdecies*, comma 1° c.c. per le s.p.a. che abbiano adottato i sistemi dualistico o monistico di amministrazione e controllo.

²⁴⁴ Così Positano, AA.VV. "*Società per azioni-Società in accomandita per azioni*", a cura di Sandulli M., Santoro V., Vol. 2/I, Giappichelli, Torino, 2003, pagg. 450 e ss.

lasso temporale, abbia potuto conseguire dall'esercizio di altre attività, quelle rese possibili dall'anticipata cessazione della carica (c.d. *compensatio lucri cum damno*)²⁴⁵.

Si ricordi, infine, che, nel vigore della normativa previgente lo stesso art. 2392 c.c., nel definire il grado di diligenza richiesto all'amministratore, esplicitamente richiamava la figura del mandatario, in capo al quale vige la presunzione di onerosità *ex art. 1709 c.c.*. La novata formulazione della disposizione porterebbe ad escludere la sostenibilità di detta argomentazione, sebbene taluni²⁴⁶ osservino che "ragioni di affinità tra le due fattispecie poss[a]no ancora essere intraviste in quel nucleo centrale del mandato che sta nell'agire per conto altrui, fondamento dell'art. 1709 c.c.; anzi è prevedibile che il rinvio a tale disciplina si limiterà proprio a quest'ultima disposizione (e all'art. 1720, comma 2°, c.c. che pure è espressione del medesimo principio)".

I soggetti tenuti alla corresponsione del compenso spettante all'amministratore possono essere:

- la società in quanto beneficiaria delle prestazioni gestorie;
- un terzo, sia egli socio o meno che abbia assunto l'obbligo di remunerare l'amministratore in luogo della società amministrata, in base ad un accordo che dottrina e giurisprudenza riconducono entro lo schema del contratto a favore di terzi *ex art. 1411 c.c.*: colui che si impegna a versare la retribuzione rappresenta lo *stipulans*; il soggetto che si obbliga ad amministrare la società veste i panni del *promittens*; e la società sollevata dall'onere del pagamento è il terzo beneficiario²⁴⁷.

²⁴⁵ E' quanto osservano D. Cremasco, V. Nicosia, "Cumulabile il compenso dell'amministratore con la retribuzione del lavoratore dipendente", *Guida alle novità fiscali*, Il Sole -24 ore, 6, 2007, pag. 11.

²⁴⁶ Ovvero Bonafini, AA.VV. "Amministratori", a cura di Ghezzi, in "Commentario alla riforma delle società", diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Giuffrè, Milano, 2005, pag. 345.

²⁴⁷ In dottrina, tra gli altri: Bonelli, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1985, pag. 137; Minervini, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1956, pag. 72; Bonafini, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, *Quaderni di giur. comm.*, Milano, 2005, XIX, pag. 89, afferma trattarsi di "uno degli strumenti più usati per risanare società pericolanti, garantendone la conduzione da parte di persone serie e di comprovato valore, le quali presumibilmente non accetterebbero l'incarico in assenza di tale convenzione". In giurisprudenza piuttosto risalenti le pronunce di Cass.

Si presti attenzione, da ultimo, al fatto che l'onerosità del mandato cui s'è fatto riferimento è considerata quale "elemento naturale ma non essenziale"²⁴⁸ del rapporto di amministrazione, dunque suscettibile di essere convenzionalmente esclusa. In tal senso, la giurisprudenza ha dichiarato legittima la clausola statutaria che:

- preveda espressamente la gratuità dell'incarico gestorio, escludendo la spettanza di qualsiasi forma di retribuzione²⁴⁹;
- condizioni la corresponsione al compenso al verificarsi di determinati presupposti²⁵⁰.

Inoltre, in quanto disponibile, il diritto al compenso può costituire oggetto di rinuncia, anche tacita²⁵¹, da parte del suo titolare, ad esempio nel caso l'amministratore accetti la nomina in una società che statutariamente disponga la gratuità dell'incarico²⁵². Non è pacificamente interpretata, invece, l'approvazione, con il voto favorevole del socio-amministratore, del bilancio che non riporti la voce attinente ai compensi: la giurisprudenza²⁵³ esclude che si possa configurare come una forma di rinuncia tacita al compenso.

10.4.65 n. 635, in *Rivista di Diritto Commerciale*, 1966, pag. II/5; Cass. 2.7.75 n. 2578, in *Foro Italiano*, 1976, pag. I/85.

²⁴⁸ Cecchi, *Gli amministratori di società di capitali*, Giuffrè, Milano, 1999, pag. 33. In giurisprudenza si è espresso in senso analogo, tra le altre, Trib. Roma 3.36.96, in *Le Società*, 10, 1996, pag. 1193.

²⁴⁹ Tra le altre, Cass. 26.2.2002 n. 2861, in *Foro Italiano*, 1, 2003, pag. I/273 e in *Le società*, 11, 2002, pag. 1371, anche se pronunciatasi per società cooperativa, afferma principi estensibili a tutte le società di capitali. In particolare, la Suprema Corte ha considerato dirimente la natura dell'attività non equiparabile ad una prestazione di lavoro subordinato in senso stretto, e, per questo, non ad essa applicabile la garanzia *ex art. 36 Cost.* concernente il diritto del lavoratore dipendente ad una remunerazione proporzionata alla qualità e quantità del lavoro prestato.

²⁵⁰ Cass. 26.1.76 n.243, in *Foro Italiano*, 1976, pag. I/613.

²⁵¹ Si veda Trib. Milano 7.4.2000, disponibile nella Banca Dati *Juris Data*, Giuffrè.

²⁵² Così Cass. 26.2.2002 n. 2861, in *Foro Italiano*, 1, 2003, pag. I/273.

²⁵³ Trib. Lucca 18.1.1989, in *Le Società*, 7, 1989, pag. 702.

3.1.1 Individuazione dei possibili “pagamenti” in favore degli amministratori: il compenso e la remunerazione *ex art. 2389 c.c.*

Il legislatore nazionale regola lo statuto legale dei compensi degli amministratori all'art. 2389 c.c.. La versione scaturita dalla novella del 2003 ha registrato l'inserimento di un nuovo comma. Oggi, difatti, leggiamo che i compensi spettanti ai membri del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo sono stabiliti all'atto della nomina o dall'assemblea, mentre il secondo comma prescrive che essi possono essere costituiti in tutto o in parte²⁵⁴ da partecipazioni agli utili o dall'attribuzione del diritto di sottoscrivere a prezzo predeterminato azioni di futura emissione. Si statuisce, poi, che “la remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche in conformità dello statuto è stabilita dal consiglio d'amministrazione, sentito il parere del collegio sindacale”²⁵⁵, disposizione questa immediatamente temperata dalla seguente: se lo statuto lo prevede, infatti, l'assemblea può determinare un importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori, inclusi quelli investiti di particolari cariche.

Ove si approfondisse l'esame del dato normativo, sarebbe ravvisabile una congerie di possibili pagamenti erogabili in favore dell'amministratore. Un primo pagamento è il compenso che il legislatore radica nei primi due commi dell'art. 2389 c.c. e che ben può essere definito²⁵⁶ la remunerazione “base” spettante a tutti gli amministratori in quanto

²⁵⁴ Locuzione attraverso cui si riconoscono anche forme miste di corresponsione del compenso, in misura fissa e in parte variabile, conferendo dignità legislativa ad una prassi piuttosto consolidata, mutuata dal diritto anglosassone, quella dei piani di azionariato (*stock option plans*). Una pronuncia di merito (App. Milano 8.12.1990, in *GI* 1991, I, 2, 793) ha escluso che il compenso degli amministratori possa essere fissato in una percentuale calcolata sul fatturato, potendo, questo sistema retributivo, indurre gli amministratori ad una gestione spregiudicata. De Crescenzo, op.cit., pag. 770.

²⁵⁵ Per i modelli alternativi di amministrazione e controllo si ricorda che l'ambito di applicazione dell'art. 2389 è dal 2003 esteso al sistema monistico in virtù del richiamo allo stesso ad opera dell'art. 2409 *noviesdecies*. Per il sistema dualistico invece, non v'è alcun rinvio: il compenso dei consiglieri di gestione è determinato dal consiglio di sorveglianza, salvo che lo statuto lo rimetta alla competenza dell'assemblea (art. 2409 *terdecies*, primo comma lett. a)).

²⁵⁶ Così A. Pisani Massamormile, *Uno sguardo (appena un po' indiscreto) sui pagamenti, diversi da quelli di cui parla l'art. 2389 c.c., della s.p.a. in favore dei propri amministratori*, in *La remunerazione degli amministratori nelle società di capitali*, a cura di Amatucci, Giuffrè, 2010, pag. 109.

tali ed in forza del ruolo di cui sono investiti, ovvero: in un consiglio privo di organi delegati, la gestione dell'impresa sociale, quindi il compimento di ogni operazione necessaria per l'attuazione dell'oggetto sociale (art. 2380-*bis*, comma 1°, c.c.); diversamente, in caso di organi delegati in seno al collegio, i compiti di ogni amministratore coincidono con quelli che l'art. 2381 c.c. riferisce al consiglio (comma 3°²⁵⁷), con quelli non delegabili (comma 4°), senza dimenticare l'obbligo dell' "agire informato" (comma 6°).

Un secondo pagamento è rintracciabile nel terzo comma dell'art. 2389 c.c., si tratta della remunerazione che, in aggiunta al compenso-base, può essere accordata solo ad alcuni dei membri dell'organo gestorio, ovvero a coloro che risultino investiti di "particolari cariche": gli amministratori delegati, ovvero una stretta minoranza, mentre sono esclusi i componenti del comitato esecutivo che sono espressamente indicati dall'art. 2389, comma primo, c.c. tra gli amministratori il cui compenso è stabilito dall'assemblea dei soci²⁵⁸. E' opinione di alcuni Autori²⁵⁹ che "investito di particolari cariche" sia non soltanto l'amministratore delegato munito di poteri di rappresentanza, bensì anche l'amministratore che abbia una delega relativa alle sole funzioni gestionali interne, prive di rilevanza esterna (si pensi ad una delega per la logistica o per le relazioni interne, conferita statutariamente).

Dal combinato disposto degli artt. 2381, comma secondo, c.c. e 2389, comma terzo, c.c. si evince che al consiglio di amministrazione è demandata la fissazione del compenso dei soli amministratori che siano stati destinatari di delega per previsione statutaria,

²⁵⁷ Che recita: "Il consiglio di amministrazione determina il contenuto, i limiti, e le eventuali modalità di esercizio della delega; può sempre impartire direttive agli organi delegati e avocare a sé operazioni rientranti nella delega. Sulla base delle informazioni ricevute valuta l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società; quando elaborati, esamina i piani strategici, industriali e finanziari della società; valuta, sulla base della relazione degli organi delegati, il generale andamento della gestione".

²⁵⁸ Così, *ex multis*, Caselli, *Amministratori- Direttore generale*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo, Portale, vol. 8, UTET, Torino, 1991, pag. 51.

²⁵⁹ Cfr. Cremasco, Nicosia, *Dalla convocazione dell'assemblea alla delibera tutte le tappe per determinare il corrispettivo*, in *Guida alle novità fiscali*, Il Sole- 24 ore, 6, 2007, pag.21 e Bonafini, A.L. in AA.VV. *Amministratori, op.cit.*, pag. 359.

essendo, invece, ricompresa nella più generale competenza dell'assemblea la determinazione del trattamento economico spettante agli amministratori delegati in forza di deliberazione assembleare²⁶⁰.

La prevalente dottrina²⁶¹ ritiene applicabile la citata disposizione anche al presidente del consiglio di amministrazione; per taluni²⁶² anche al vice-presidente: sebbene nulla vieti che lo statuto disponga per una remunerazione ulteriore a favore del vice-presidente nel caso assuma detta carica, sembrerebbe ostarvi, più in generale, la mancanza di “un vero e proprio incarico istituzionale, [trattandosi] solo [dell'] eventuale esercizio di funzioni di supplenza a carattere temporaneo”²⁶³. La giurisprudenza ha fatto proprie le conclusioni della dottrina in merito al significato da attribuire alla formula “amministratori investiti di particolari cariche in conformità dello statuto”, essa ha asserito che le citate cariche riguardano “le mansioni inerenti a funzioni particolari istituzionalmente previste dall'atto costitutivo [oggi l'art. 2389, comma 3°, c.c. parla di statuto], come la carica di amministratore delegato o di presidente del consiglio di amministrazione”²⁶⁴.

Non si tralasci, poi, il riferimento del comma in esame al “parere del collegio sindacale”: si attribuisce²⁶⁵ natura imperativa a questa disposizione, con conseguente nullità delle delibere consiliari assunte in assenza del parere. Si tratta, va evidenziato, di

²⁶⁰ In questo senso, Mignoli, *Le partecipazioni agli utili nelle società di capitali*, Giuffrè. Milano, 1966, pagg. 115 e ss.; Positano, *op. cit.*, pag. 454; Caselli, *op. cit.*, pag. 52. In giurisprudenza Trib. Milano 5.11.2001, in *Le Società*, 6, 2002, pag. 729.

²⁶¹ Positano, *op.cit.*, pag. 454; Caselli, *op.cit.*, pag. 51.

²⁶² Così G. Frè, “*Società per azioni*”, in commentario del codice civile a cura di Scialoja A., e Branca G., Bologna-Roma, Zanichelli, 1982, pag. 487.

²⁶³ Così Cremasco, Nicosia, *Dalla convocazione dell'assemblea alla delibera tutte le tappe per determinare il corrispettivo*, *op.cit.*, pag. 22. Invece, secondo Sala, *Compenso degli amministratori con particolari cariche*, in *Le Società*, 7, 1987, pag. 727, “il prestigio della carica merita un adeguato compenso a prescindere dal conferimento o meno di funzioni operative”.

²⁶⁴ Trib. Firenze 18.3.2002, in *D&L 2002*, pag. 667.

²⁶⁵ Caselli, *op.cit.*, pag. 54; Rainelli, AA.VV. *Il nuovo diritto societario*, commentario diretto da Cottino e Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Vol. 2, Zanichelli, Bologna, 2004, pag. 742, nota n. 27.

un parere obbligatorio ma non vincolante, ciò significa che nel caso in cui, acquisito il parere dell'organo di controllo, il consiglio di amministrazione non si conformi al suo contenuto nella determinazione del compenso, il mancato adeguamento “[esporrà] gli amministratori a responsabilità, ma non determin[erà] di per sé l’invalidità della delibera”²⁶⁶.

Per qualcuno va segnalato un terzo pagamento, non nominato dal testo della legge, ma “di sicuro affermabile sulla scorta del sistema e dei principi generali”²⁶⁷. Ci si riferisce al corrispettivo spettante a fronte di “particolari incarichi” endoconsiliari. La considerazione si basa sul fatto che il corretto adempimento delle funzioni affidate all'organo di amministrazione può richiedere, in ragione delle dimensioni della società e delle peculiarità dell'attività esercitata, una ripartizione del lavoro all'interno del consiglio e, per questo, l'assegnazione ai singoli consiglieri di mansioni specifiche (fermo restando che si tratta pur sempre di incarichi volontari, nel senso che non conseguono obbligatoriamente ed automaticamente all'accettazione della nomina).

Un ultimo pagamento è quello che la società potrebbe eventualmente corrispondere al proprio amministratore a fronte di attività professionali a questo affidate, per un'opera o servizio compiuti (art. 2222 c.c.), o in forza di un mandato eseguito (art. 1720 c.c.) dall'amministratore in adempimento ad un contratto stipulato con la società. Si precisa che è questo il caso in cui la società, nel normale corso della sua azione, si trovi a

²⁶⁶ Franzoni, *Gli amministratori e sindaci*, in *Le società*, diretto da Galgano, UTET, Torino, 2002, pag. 94.

²⁶⁷ Ancora A. Pisani Massamormile, *op.cit.*, pag. 110, che per quel che concerne detta fattispecie (che egli stesso ammette poco studiate in dottrina e confusamente affrontate dalla giurisprudenza, sebbene di frequente applicazione concreta) ne individua la fonte oltre che nel disegno dell'art. 2381 c.c., in particolare richiamando la complessità dei compiti affidati ai deleganti, anche nella prassi e nella normativa emersa in sede di autodisciplina delle società di medio-grandi dimensioni. L'Autore distingue la “carica” identificando una valenza organizzativa dei compiti attribuiti all'amministratore, dall'“incarico” che ha, invece, valenza meramente funzionale. La prima riporta ad una collocazione stabile della figura all'interno dell'organizzazione del consiglio e della società stessa (si pensi al presidente o all'amministratore delegato), i cui compiti trovano radice nella legge e solo un'eventuale integrazione nell'autonomia statutaria e nella volontà consiliare ed assembleare. Il secondo, viceversa, riporta a specifici compiti da svolgere, occasionalmente attribuiti, che prescindono da una stabile collocazione endoconsiliare.

stipulare contratti di prestazione d'opera intellettuale, di lavoro autonomo, di mandato con professionisti esterni alla compagine sociale. Nulla osta, sul piano generale, (e²⁶⁸ salve, *inter alia*, le regole in tema di “interessi” degli amministratori e quelle sulle operazioni con “parti correlate” ex artt. 2391- 2391-bis c.c.), che detti contratti vengano conclusi con uno o più dei propri amministratori.

La dottrina maggioritaria²⁶⁹, tuttavia, predica l'inapplicabilità dell'art. 2389 c.c. a queste ultime due ipotesi di remunerazione. Nel caso delle cc.dd. “deleghe atipiche”, frutto cioè di una mera ripartizione di competenze interne al c.d.a. in assenza di previsioni statutarie e consenso da parte dell'assemblea, ci si appella al dettato del terzo comma dell'articolo in commento, che prende in considerazione i soli amministratori investiti di particolari cariche “in conformità dello statuto”.

A proposito, poi, degli amministratori che dalla società abbiano ricevuto incarichi professionali estranei al rapporto di amministrazione e disciplinati da specifico accordo si sottolinea²⁷⁰ come la rubrica, la collocazione e la stessa lettera dell'art. 2389, comma 3°, c.c. siano dimostrazione del fatto che esso “riguarda proprio l'attività amministrativa. Il caso dell'amministratore che svolge prestazioni ulteriori e differenti rispetto a quelle riconducibili al rapporto di amministrazione, per le quali spetta una retribuzione aggiuntiva, costituisce una fattispecie del tutto diversa da quella oggetto della norma in esame”.

Un ultimo problema interpretativo che la norma presenta deriva, ancora, dal terzo comma della disposizione: qui il legislatore abbandona il termine “compenso”, utilizzato per disciplinare la retribuzione che in via generale spetta agli amministratori, per quello di “remunerazione” destinata agli amministratori investiti di particolari

²⁶⁸ Come sottolinea Massamormile, *op.cit.*, pag. 112.

²⁶⁹ Cfr. Caselli, *op.cit.*, pag. 51; Sala, *op.cit.*, pag. 727; Bonafini, in AA.VV. *Amministratori*, *op.cit.*, pag. 359; Rainelli, *op.cit.*, pag. 743; Cremasco, Nicosia, *Dalla convocazione dell'assemblea alla delibera tutte le tappe per determinare il corrispettivo*, *op.cit.*, pag. 22.

²⁷⁰ Salvato, *Competenza alla determinazione del compenso di amministratori investiti di particolari cariche*, in *Le società*, 6, 2002, pag. 734.

cariche in conformità dello statuto. Un'evidente discrasia, questa, che ha sollecitato dibattiti accesi in dottrina²⁷¹: non è chiaro se i commi primo e terzo diano vita a due fattispecie distinte; se possa ancora predicarsi, come sotto il precedente regime, che i compensi avrebbero natura e disciplina giuridica diversa rispetto alla remunerazione attribuita ai soli amministratori delegati.

Ove risposta positiva si desse all'interrogativo, si giungerebbe alla conclusione che il legislatore ha in questo modo statuito che solo il compenso può consistere in forme di remunerazione aleatoria o incentivi azionari. E' nell'ultimo periodo che si ravvisa la soluzione al quesito: qui, ammettendo la definizione dell'importo complessivo di tutti gli amministratori, si etichetta come remunerazione il compenso degli amministratori privi di deleghe. Sembra dunque doversi concludere per un uso eclettico, quello che il legislatore propone dei due termini, che impedisce di dubitare che anche la remunerazione possa comporsi di retribuzioni variabili e incentivi azionari alla stessa maniera dei compensi²⁷².

²⁷¹ Si veda Rainelli P., *Commento a Trib. Milano 5.11.2001*, in AA.VV. *Il nuovo diritto societario*, commentario diretto da Cottino G. e Bonfante B., Cagnasso O., Montalenti P., vol. 2°, Zanichelli, Bologna, 2004, pag. 1444; e conformemente Salvato L., *Competenza alla determinazione del compenso di amministratori investiti di particolari cariche*, in *Le Società*, 6, 2002, pagg. 732 e ss., entrambi sostengono che la lettera dell'art. 2389 c.c. individua chiaramente, al comma 1° e al comma 3°, due differenti fattispecie, attribuendo nel secondo caso, all'organo amministrativo un autonomo parere di determinazione della remunerazione, non limitato dalla cifra complessiva indicata dall'assemblea. Gli Autori argomentano tale tesi facendo leva sulla diversità terminologica tra il primo comma che parla di "compenso", ed il terzo comma dell'art. 2389 c.c., che parla di "remunerazione".

²⁷² Lo stesso Codice di autodisciplina delle società quotate propende per un uso del tutto fungibile dei due termini, riferendosi indistintamente ora all'uno ora all'altro.

3.1.2 Competenza dell'assemblea e del Consiglio di amministrazione nella definizione della retribuzione. La novella del 2003

L'art. 2389 c.c. (per ciò che riguarda il sistema di amministrazione tradizionale) nel delineare le competenze dell'assemblea e del consiglio di amministrazione per la determinazione della retribuzione degli amministratori distingue tra amministratori "investiti di particolari cariche in conformità allo statuto", membri del comitato esecutivo e amministratori che non rientrano in alcuna di queste due classi. Si può asserire che è all'assemblea ordinaria che la disposizione conferisce la competenza generale a definire la retribuzione degli amministratori, mentre al c.d.a. è rimesso il compito di fissare l'ulteriore compenso eventualmente spettante ai delegati. Le ragioni che giustificano questa scelta sono chiare: non è l'assemblea con una valutazione squisitamente politica, ma l'organo amministrativo che meglio può apprezzare, in relazione alle esigenze palesate dall'impresa, la prestazione manageriale offerta dall'amministratore impegnato nella gestione²⁷³, sulla scorta di un giudizio eminentemente tecnico.

Non è più plausibile quindi quella tesi che, ancorandosi al dettato previgente, rimetteva all'assemblea la determinazione del compenso globale di tutti gli amministratori e al consiglio il solo compito di differenziare la remunerazione in ragione delle diverse mansioni espletate dai singoli amministratori: il terzo comma dell'art. 2389 c.c. ammette che nello statuto si stabilisca "un importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori, inclusi quelli investiti di particolari cariche". Ciò significa che, fuori da questa ipotesi eccezionale, il consiglio di amministrazione può stabilire, seppur con norma statutariamente derogabile, una retribuzione addizionale a quella fissata dall'assemblea.

²⁷³ Così Minervini, *Cronache della grande impresa*, in *Giur. Comm.*, 2004, I, pag. 889; e Bonafini, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, *Quaderni di giur. comm.*, Milano, 2005, XIX, pagg. 123 e ss.

Non pochi dubbi²⁷⁴ sono sorti, però, in merito alla formulazione della prima parte di questo terzo comma – rimasta invariata rispetto alla precedente, avendo riproposto la deroga al principio generale di cui all’art. 2364, comma primo, n. 3, c.c.– per il fatto che l’assemblea resterebbe spogliata della funzione di determinare il compenso degli amministratori delegati, ovvero quelli dal compenso più elevato. E’ a tal riguardo che la novella del 2003, (pur continuando, il legislatore, ad esigere per la validità delle delibere del c.d.a. il previo parere del collegio sindacale), ha inserito la disposizione che, qualora lo statuto lo preveda, l’assemblea può, definendo la retribuzione globale degli amministratori, fissare un “tetto” massimo per tutti i compensi, sia quelli dei consiglieri ex art. 2389, primo comma, c.c., sia quelli aggiuntivi, attribuibili ai membri delegati del consiglio ex art. 2389, terzo comma, c.c.. Nessuna perplessità dunque rispetto ad una disposizione che introduce un correttivo alla perdita di potere degli azionisti circa l’entità della remunerazione degli amministratori destinatari degli emolumenti più elevati²⁷⁵. Si rimette quindi ad una deliberazione assembleare il potere di limitare, se non di escludere del tutto, la competenza residua del c.d.a. in materia, ma occorre anche mettere in luce che “richiedendo la norma che la pronuncia assembleare sia accompagnata da una previsione statutaria *ad hoc*, delimita così le fattispecie nelle quali le istanze di tutela degli azionisti possono ritenersi prevalenti rispetto all’interesse all’efficienza dell’azione sociale, che costituisce la ragione dell’attribuzione della competenza del consiglio di amministrazione in materia”²⁷⁶.

E’, però, dal combinato disposto degli articoli 2389 e 2364 c.c. che può tracciarsi il quadro delle competenze di assemblea e consiglio di amministrazione. Cardine della

²⁷⁴ Autori come Corsi, *Le nuove società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2003, apg. 37; Positano, *op.cit.*, pagg. 435 e ss., identificano questo sistema come potenzialmente iniquo.

²⁷⁵ Così Mosco, *Commento all’art. 2389, Società di capitali. Commentario*, II, Napoli, 2004, pag. 638. Ma anche Nazzicone la quale sostiene che il terzo comma dell’art. 2389 non deroga al primo, bensì stabilisce un vincolo all’entità dei compensi, lasciati altrimenti alla discrezionalità degli amministratori della prima parte del medesimo comma; *Commento all’art. 2389*, in *La riforma del diritto societario*, a cura di G. Lo Cascio, Milano, 2003, V, pag. 140.

²⁷⁶ Così Cappiello, *La remunerazione degli amministratori, “incentivi azionari” e creazione di valore*, Giuffrè, 2005, pag. 117.

“struttura retributiva manageriale” prevista dal legislatore²⁷⁷, l’art. 2364 c.c. al primo comma, n. 3, dispone che nelle società prive di consiglio di sorveglianza, l’assemblea ordinaria determina il compenso degli amministratori e dei sindaci se non è stabilito dallo statuto. Una competenza “generale” quella dell’assemblea cui si accosta quella “speciale” del c.d.a. *ex art. 2389*, comma terzo, c.c.²⁷⁸; la giurisprudenza, sul punto, ha inquadrato la remunerazione prevista da quest’ultima norma in termini di compenso “autonomo e ulteriore” rispetto a quello che gli amministratori ricevono in qualità di semplici consiglieri²⁷⁹.

L’inderogabilità della norma *ex art. 2364 c.c.* deriva, oltre dal fatto che si tratta di una norma che attiene all’organizzazione della società ed è nulla ogni modificazione pattizia, anche dalla constatazione che il conferimento statutario di competenze dell’assemblea ad altri organi è possibile solo se esplicitato dalla legge e, a tal proposito, essa tace. Ciò è stato puntualizzato nonostante l’apertura all’autonomia negoziale sia tra i principi ispiratori della riforma, ma qui il punto è un altro: “la rigida ripartizione di competenze e l’estraneità dei soci [alla gestione] pongono, da un lato, l’esigenza di tecniche di controllo che in un certo modo sopperiscano alla passività, dall’altro, la necessità di una definizione da parte del legislatore degli organi cui sono affidati tale controllo e quella gestione. Sicché ai privati è soltanto consentito operare una scelta tra soluzioni alternative predisposte dall’ordinamento [...]”²⁸⁰, dunque è solo entro questi confini che l’autonomia privata può muoversi, per il resto è la legge ad esser determinante.

La disposizione in commento precisa che l’assemblea può procedere alla determinazione del compenso “se non è stabilito dallo statuto”. Nello statuto ciò può

²⁷⁷ Così si esprime Bonafini, *op.cit.*, pag. 116.

²⁷⁸ Rainelli, *op. cit.*, pagg. 741 e ss.

²⁷⁹ Il Trib. Firenze 18.3.2001 ha affermato che la rinuncia, da parte dell’amministratore cui sono state conferite specifiche deleghe, alla relativa remunerazione non è sinonimo di rinuncia ai compensi spettanti in qualità di consigliere.

²⁸⁰ Così Angelici, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, CADAM, 2003, p. 116.

essere disposto in sede di costituzione della società, ovvero in momento successivo. La Suprema Corte ha precisato²⁸¹ che la definizione del compenso in via generale e preventiva in sede di costituzione della società e l'attribuzione del potere di fissazione dello stesso all'assemblea dei soci devono intendersi disposti in via alternativa e non cumulativa. L'assemblea, dunque, laddove già delineato dallo statuto, non ha competenza a modificare o integrare il compenso, con la conseguenza che un delibera a ciò destinata sarebbe annullabile *ex art. 2377 c.c.*.

Data la scarsa flessibilità dello strumento, che per essere modificato richiede la convocazione di un'assemblea straordinaria, si privilegia, in luogo di una remunerazione fissa stabilita una volta per tutte nello statuto, una variabile, di volta in volta delineata dall'assemblea in considerazione delle peculiarità del rapporto società-amministratore²⁸².

In difetto, dunque, di indicazione statutaria sul punto, l'assemblea può procedere a stabilire il compenso (in seduta ordinaria e con le maggioranze per questa previste dalla legge o dallo statuto, artt. 2368-2369 c.c.):

- al momento della nomina²⁸³;
- durante l'esercizio della carica;
- successivamente alla cessazione delle funzioni.

²⁸¹ Cass. 7.4.2006 n. 8230, in *Le Società*, 6, 2007, pag. 698.

²⁸² Come nota F. Tosco, *Gli amministratori. Disciplina civilistica, fiscale e previdenziale*, a cura di Mauro, Meoli, Negro, IPSOA, 2007, pag. 176.

²⁸³ Rainelli, *op. cit.*, pag. 741, sottolinea che “la determinazione del compenso dei primi amministratori verrà effettuata, di norma, nell'atto costitutivo, stante la perfetta identità tra quest'ultimo e l'atto di nomina”.

Si ritiene²⁸⁴ che la definizione dei compensi degli amministratori non debba necessariamente essere inserita nell'ordine del giorno dell'assemblea: laddove questo preveda si deliberi in materia di nomina degli amministratori, si considera compreso nell'argomento relativo alla nomina anche quello concernente la determinazione del compenso. Diversamente, qualora la fissazione del compenso avvenga in un momento successivo alla nomina, essa dovrà essere inclusa nell'ordine del giorno, non potendo, questo argomento, rientrare nella generica indicazione delle materie "varie ed eventuali"²⁸⁵.

3.1.3 Decreto legislativo 259/2010: art. 123-ter t.u.f. e la relazione sulla remunerazione

Con la legge comunitaria per il 2009 (legge 4 giugno 2010 n. 96, art. 24) è stata conferita delega al governo per l'attuazione delle raccomandazioni 2004/913/CE (II e III sezione) e 2009/385/CE (sezione II) relative alla relazione illustrativa della politica di remunerazione da assoggettare al vaglio assembleare e alla *disclosure* dei compensi percepiti dai singoli amministratori. La suddetta delega ha portato all'entrata in vigore del d.lgs. 30 dicembre 2010 n. 259 introduttivo dell'art. 123-ter del t.u.f.. Ai sensi dell'art. 1 del decreto l'emittente deve rendere pubblica una relazione sulla remunerazione, presso la sede sociale, sul proprio sito Internet e con le altre modalità

²⁸⁴ Così Franzoni, *op.cit.*, pag. 88; Pizzirusso, *Presunzione di onerosità del rapporto società-amministratori*, in *Diritto e pratica delle società*, 12, 2003, pag. 74, che aggiunge che in tal caso si è in presenza di "una c.d. deliberazione consequenziale ed accessoria la quale, come noto, è quella che accede e/o consegue automaticamente a quelle poste all'ordine del giorno, sì da esserne una naturale conseguenza".

²⁸⁵ In tal senso Cremasco, Nicosia, in *Dalla convocazione dell'assemblea alla delibera tutte le tappe per determinare il corrispettivo*, *op.cit.*, pag. 17. Secondo Franzoni, poi, *op.cit.*, pag. 88, nota n. 20, "è annullabile la deliberazione con cui si stabilisca un compenso in misura più elevata di quella predeterminata in altra deliberazione, qualora l'argomento non sia stato posto all'ordine del giorno".

prescritte dalla CONSOB con regolamento, almeno ventuno giorni prima dell'assemblea annuale (art. 2364 secondo comma, art. 2364–bis secondo comma c.c.). La stessa relazione si compone di due sezioni: con la prima si chiede di illustrare la politica che la società intende assumere in materia di remunerazione di amministratori, direttore generale e dirigenti con responsabilità strategiche²⁸⁶ con riferimento almeno all'esercizio successivo.

Non puntualmente definito il contenuto della relazione, è stato conferito alla CONSOB il compito di emanare, d'intesa con la Banca d'Italia e l'Isvap, un regolamento che indichi le informazioni da includere nella prima parte della relazione, "comprese le informazioni volte ad evidenziare la coerenza della politica delle remunerazioni con il perseguimento degli interessi a lungo termine della società e con la politica di gestione del rischio" secondo quanto previsto dalle raccomandazioni della Commissione.

La seconda sezione è destinata ad estendere l'informativa sui compensi percepiti dai componenti degli organi di amministrazione e controllo, dai direttori generali e dai dirigenti di cui sopra: è difatti stabilito che sia fornita:

a) un'adeguata rappresentazione delle singole voci che compongono la remunerazione, inclusi i trattamenti previsti in caso di cessazione della carica o di risoluzione del rapporto di lavoro, sottolineandone la coerenza con la politica di remunerazione approvata nell'esercizio precedente, ed

b) un'illustrazione analitica dei compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma dall'emittente o da altre società collegate o controllate, specificando quali importi si riferiscono ad attività svolte negli esercizi precedenti e quali verranno corrisposti in esercizi futuri a fronte dell'attività eseguita nell'esercizio di riferimento.

²⁸⁶ La categoria non viene in realtà definita nel dettaglio, sembra tuttavia potersi fare riferimento alla definizione contemplata nello IAS 24 dove si intendono " quei soggetti che hanno il potere e la responsabilità, direttamente o indirettamente, della pianificazione, della direzione e del controllo dell'attività dell'entità, compresi gli amministratori (esecutivi e non) dell'entità stessa ".

V'è poi il comma quinto che dispone, affinché la relazione assurga a documento informativo dell'intero trattamento economico dei soggetti coinvolti, che alla stessa siano allegati i piani di compensi di cui all'art. 114-*bis* t.u.f., o almeno indicata la sezione del sito Internet della società dove detti documenti sono reperibili.

Ma è il comma successivo che merita attenzione: se il secondo comma esige che la relazione venga approvata dal consiglio di amministrazione o di sorveglianza, se è stato adottato il sistema dualistico, il legislatore espressamente prevede, altresì, che la stessa sia sottoposta al voto dell'assemblea che, però, non assume carattere vincolante per gli organi competenti. Ferme restando quindi le disposizioni legislative che regolano la competenza a fissare la remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, si è imposto il coinvolgimento dei soci nell'approvazione della politica di remunerazione: nonostante la previsione di un parere vincolante fosse consentita dalla raccomandazione 2004/913/CE, diversa scelta ha effettuato il legislatore.

L' articolo 123 -*bis* t.u.f. è stato interpretato come completamento di un percorso iniziato cinque anni prima con l' avvento dell'art. 114 -*bis* t.u.f.²⁸⁷ in materia di approvazione assembleare dei piani di *stock option*; esso nasce dopo aver riscontrato, a livello internazionale, come i meccanismi di remunerazione variabile tendano a stimolare i *manager* ad assumere rischi eccessivi che non tengono nella giusta considerazione gli interessi di medio – lungo termine della società amministrata. Parallelamente, tra i rimedi prospettati il Regno Unito, lo si è visto, già nel 2002 aveva introdotto una previsione analoga disciplinando le “*Directors' Remuneration Reporting Regulation*” e successivamente inserendo il § 439 nel *Companies Act*: si tratta della regola “*say on pay*” con la quale si mira a gestire conflitti di interesse ed abusi, frequenti in materia, concentrandosi sulla trasparenza del processo di determinazione della remunerazione volta ad allontanare il rischio di autodeterminazione del compenso. Per l'Italia, si anticipa²⁸⁸ che il Comitato per la *Corporate Governance* ha introdotto un nuovo art. 6 nel Codice di Autodisciplina della Borsa Italiane S.p.a che

²⁸⁷ Testo *infra* parag. 3.2.3.

²⁸⁸ *Infra* paragrafo 3.1.3.

suggerisce alle emittenti, in materia di remunerazione dei *manager*, di redigere annualmente una relazione dettagliandone i contenuti.

Ad oggi, dunque, le informazioni sulla remunerazione degli amministratori da veicolare al pubblico attraverso il bilancio sono contemplate all'art. 78 del Regolamento Consob n. 11971/1999; il contenuto della pubblicità per i piani di *stock option* si rintraccia nell'art. 114- *bis* t.u.f. oltre che nell'art. 84- *bis* del Regolamento succitato; mentre nell'art. 123- *bis* troviamo le informazioni sui trattamenti retributivi in generale che spazio devono trovare nella relazione sulla politica di remunerazione²⁸⁹.

3.1.4 L'esperienza italiana dell'autoregolamentazione. Dal Codice Preda al nuovo Codice di Autodisciplina. Il "capitale di reputazione"

Nel 1999 si è costituito un Comitato con il chiaro intento di redigere un Rapporto sulla *corporate governance* delle società quotate ed elaborare un Codice di Autodisciplina sul tema. Nella relazione per l'anno 2000 della Consob si legge "un buon sistema di regole di *corporate governance* è tale se limita il rischio, sempre presente, che *manager* e soci di controllo possano ledere i diritti degli azionisti di minoranza: migliori garanzie ai soci di minoranza favoriscono lo sviluppo dei mercati azionari e rendono la raccolta di capitale più economica". E' però con il d.lgs. 58/1998 che l'intervento riformatore dei mercati finanziari trova compimento, qui si dà risposta ad urgenti istanze quali la delineazione di precise regole di condotta ispirate a prudenza, correttezza e trasparenza oltre che la stesura di disposizioni che precisamente demarchino i ruoli di chi gestisce e chi investe nell'impresa. Nel T.u.f si punta soprattutto sull'autonomia statutaria, ben potranno essere introdotte clausole di maggior *favor* per gli azionisti di minoranza, così come potranno trovare ingresso regole tese ad

²⁸⁹ *Infra* paragrafo 3.2.3 per una più ampia trattazione della materia.

innalzare il livello efficienza, affidabilità dei sistemi di amministrazione e controllo delle società. Il tutto da registrare sulla scia degli incessanti processi di globalizzazione che premono per un allineamento delle regole di *best practice* più in uso negli altri ordinamenti²⁹⁰.

Luigi Spaventa, presidente Consob all'epoca dell' avvento del primo Codice di Autodisciplina (Codice Preda), asserì che l'iniziativa del Codice seguiva la logica economica dei marchi di qualità che, con la garanzia sulle caratteristiche del prodotto offerta al consumatore, assicurano alle imprese che si adeguano agli *standard* richiesti accesso ai mercati. Il codice italiano, quindi, parallelamente agli omologhi europei, non è vincolante per le società emittenti ma sottoposto alla loro volontaria soggezione, salvo l'obbligo di informare il pubblico circa l'attuazione o meno del dettato codicistico, dunque la trasparenza è l'unico *diktat*, il resto può essere disatteso. Certo per gli investitori l'omaggio o meno al codice ben potrà orientare l'investitore nella scelta delle società emittenti, è per questo che si parla di "capitale di reputazione", la sanzione irrogabile è una: la perdita di *market credibility*, un mercato quindi, quello a cui ci si riferisce, non insensibile al mancato assoggettamento al Codice.

Il Codice Preda individua quale obiettivo fondamentale la massimizzazione dello *share value*, finalità, questa, che nel medio- lungo periodo dovrebbe consentire di "innescare un circolo virtuoso in termini di efficienza ed integrità aziendale, con effetti positivi anche sugli altri *stakeholders*"²⁹¹. Difatti, secondo il Codice "il consiglio di amministrazione rappresenta uno snodo fondamentale per il perseguimento di una politica di trasparenza dell'attività di impresa, di una corretta informazione sia endosocietaria che nei confronti di terzi, per il raggiungimento della cosiddetta *accountability*", che si prevede un c.d.a. composto da amministratori esecutivi e non, e fra questi di "un numero adeguato di amministratori indipendenti". Il Codice

²⁹⁰ Si ricorda quanto analizzato nel I capitolo, in particolare ciò che è stato realizzato nel corso degli anni '90 dalle Commissioni *Cadbury*, *Greenbury* ed *Hampel*.

²⁹¹ Così M.F. Izzo "Corporate Governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informativa contabile" a cura di Fiori e Tiscini, Franco Angeli Edizioni, 2005, cap. 6 *Analisi empiriche sull'attuazione della legge Draghi e del Codice Preda*, pagg. 145 e ss.

raccomanda, poi, all'art. 8, l'instaurazione di un comitato per la remunerazione degli amministratori costituito da non esecutivi (si vuole impedire che i titolari del potere gestorio possano condizionare la fissazione del loro compenso), nonché palesa la necessità di ancorare una porzione della remunerazione ai risultati in termini economici registrati dalla società, o ad obiettivi predeterminati, in un'ottica di allineamento di interessi: quelli dei delegati e della classe degli *stakeholders*. Un comitato, più precisamente, che formuli proposte per la remunerazione degli amministratori delegati e di quelli che ricoprono particolari cariche.

Venendo ora al nuovo Codice di Autodisciplina della Borsa Italiana che sostituisce quello redatto nel 1999, così come rivisitato nel 2011, si trova subito conferma della regola “*comply or explain*” stigmatizzata nei principi guida, dove si precisa che l'emittente che aderisce al Codice fornisce nella relazione sul governo societario e gli assetti proprietari (per mezzo di una “relazione sul governo societario”) informazioni accurate e di agevole comprensione, sui comportamenti attraverso i quali le singole raccomandazioni sono state concretamente applicate nel periodo cui si riferisce la relazione. Qualora l'emittente non abbia fatto proprie, in tutto o in parte, una o più raccomandazioni, fornisce adeguate informazioni in merito ai motivi della mancata o parziale applicazione.

Come anticipato ²⁹² è nell'art. 6 P. 1 del Codice che incontriamo la prima novità, tra i principi infatti si legge che la remunerazione degli amministratori e dei dirigenti con responsabilità strategiche è stabilita in misura sufficiente ad attrarre, trattenere e motivare persone dotate delle qualità professionali richieste per gestire con successo l'emittente. Le parole chiave sono quindi incentivare e fidelizzare l'alta dirigenza; la remunerazione dei suddetti soggetti è definita in modo da allineare i loro interessi con il perseguimento dell'obiettivo primario della creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo (art. 6.P.2.).

In particolare, per gli amministratori che sono destinatari di deleghe gestionali o che svolgono, anche solo di fatto, funzioni attinenti alla gestione dell'impresa, nonché per i

²⁹² *Supra* paragrafo 3.1.2.

dirigenti con responsabilità strategiche una parte significativa della remunerazione è legata al raggiungimento di specifici obiettivi di *performance*, anche di natura non economica, preventivamente indicati e determinati in coerenza con le linee guida contenute nella politica per la remunerazione degli amministratori definita dal consiglio di amministrazione, su proposta del comitato per la remunerazione (art. 6.P.2).

Diversamente per gli amministratori non esecutivi, la cui remunerazione non è legata a risultati economici bensì commisurata all'impegno richiesto a ciascuno di essi, tenuto conto dell'eventuale partecipazione ad uno o più comitati. L'art. 6.C.4 specifica, inoltre, che gli amministratori non esecutivi non sono destinatari di piani di remunerazione basati su azioni, salvo motivata decisione dell'assemblea.

Rilievo si dà, poi, a detti soggetti trattando, all'art. 6.P.3, dove si stabilisce, in piena armonia con le disposizioni delle *best practice* delle società quotate²⁹³, che il consiglio di amministrazione costituisce al proprio interno un comitato per la remunerazione, composto da amministratori indipendenti, o, in alternativa, da amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti. Tali sono coloro che non intrattengono, né hanno di recente intrattenuto, neppure indirettamente, con l'emittente o con soggetti legati all'emittente, relazioni tali da condizionarne attualmente l'autonomia di giudizio (art. 3.P.1), e prosegue elencando talune tra le più comuni fattispecie sintomatiche di assenza di indipendenza, non esaustive né vincolanti per il consiglio di amministrazione²⁹⁴. Un amministratore non appare, di norma, indipendente (*inter alia*) se: a) direttamente o indirettamente [...] controlla l'emittente o è in grado di esercitare su di esso un'influenza notevole [...]; b) è o è stato nei precedenti esercizi, un esponente di rilievo dell'emittente, di una sua controllata avente rilevanza strategica o di una società sottoposta a comune controllo con l'emittente [...]; c) direttamente o

²⁹³ Gemelle alcune disposizioni del *Combined Code* tra cui § 1 , B.2.2 sul tema: "Remuneration Committee should consist exclusively of non- executive directors who are independent of management and free from any business or other relationship which could materially interfere with the exercise of their independent judgement". Ma anche *inter alia* § 1 . B.1 che dispone " Level of remuneration should be sufficient to attract and retain the directors needed to run the company successfully [...] ".

indirettamente [...] ha, o ha avuto nell'esercizio precedente una significativa relazione commerciale, finanziaria o professionale: con l'emittente, una sua controllata, o alcuno dei relativi esponenti di rilievo; con un soggetto che, anche insieme con altri attraverso un patto parasociale, controlla l'emittente [...]; ovvero è, o è stato nei precedenti tre esercizi, lavoratore dipendente di uno dei predetti soggetti; d) riceve, o ha ricevuto nei precedenti tre esercizi, dall'emittente o da una società controllata o controllante una significativa remunerazione aggiuntiva rispetto all'emolumento "fisso" di amministratore non esecutivo dell'emittente, ivi inclusa la partecipazione a piani di incentivazione legati alla *performance* aziendale, anche a base azionaria [...].

Tra i *Criteri applicativi* si precisa:

- a) che la componente fissa e la componente variabile sono adeguatamente bilanciate in funzione degli obiettivi strategici e della politica di gestione dei rischi dell'emittente, tenuto conto del settore di attività in cui esso opera e delle caratteristiche dell'attività d'impresa concretamente svolta;
- b) sono previsti limiti massimi per le componenti variabili;
- c) la componente fissa è sufficiente a remunerare la prestazione dell'amministratore qualora la componente variabile non fosse erogata a causa del mancato raggiungimento degli obiettivi di *performance* indicati dal c.d.a.;
- d) gli obiettivi di *performance* [...] sono predeterminati, misurabili e collegati alla creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo;
- e) la corresponsione di una parte rilevante della componente variabile della remunerazione è differita di un adeguato lasso temporale rispetto al momento della maturazione [...];
- f) l'indennità eventualmente prevista per la cessazione anticipata del rapporto di amministrazione o per il suo mancato rinnovo è definita in modo tale che il suo ammontare complessivo non superi un determinato importo o un determinato numero di

anni di remunerazione. Tale indennità non è corrisposta se la cessazione del rapporto è dovuta al raggiungimento di risultati obiettivamente inadeguati (art. 6.C.1).

Si presti attenzione all'art. 6.C.2 che a proposito dei piani di remunerazione basati su azioni, stabilisce che il consiglio di amministrazione si assicuri che:

- a) le azioni, le opzioni e ogni altro diritto assegnato agli amministratori di acquistare azioni o di essere remunerati sulla base dell'andamento del prezzo delle azioni abbiano un periodo medio di *vesting* pari ad almeno tre anni;
- b) il *vesting* sia soggetto a obiettivi di *performance* predeterminati e misurabili;
- c) gli amministratori mantengano sino al termine del mandato una quota delle azioni assegnate o acquistate attraverso l'esercizio dei diritti di cui al punto a).

Altra novità da segnalare è quella rappresentata dal divieto di prendere parte alle riunioni in cui si decide del proprio trattamento retributivo, intuitivamente imposto per allontanare il pericolo di conflitto di interessi (art. 6.C.6).

Da ultimo, il Codice passa in rassegna le funzioni a cui è preposto il comitato per la remunerazione. Quest'ultimo valuta periodicamente l'adeguatezza, la coerenza complessiva oltre che la concreta applicazione della politica per la remunerazione degli amministratori e dei dirigenti con responsabilità strategiche [...]; formula al consiglio di amministrazione proposte in materia; presenta proposte o esprime pareri al consiglio di amministrazione sulla remunerazione degli amministratori esecutivi e degli altri amministratori che ricoprono particolari cariche, nonché sulla fissazione degli obiettivi di *performance* correlati alla componente variabile di tale remunerazione; monitora, infine, l'applicazione delle decisioni adottate dal consiglio stesso verificando l'effettivo raggiungimento degli obiettivi di *performance* (art. 6.C.5.). Qualora, poi, intenda avvalersi dei servizi di un consulente al fine di ottenere informazioni sulle pratiche di mercato in materia di politiche retributive, il comitato per le remunerazioni verifica preventivamente che esso non si trovi in situazioni che ne compromettano l'indipendenza di giudizio.

3.2 Interessi degli amministratori: il nuovo art. 2391 c.c. e il voto del socio – amministratore nelle deliberazioni relative al proprio compenso

La lettera dell'art. 2391 nel codice civile del 1942 portava la rubrica “conflitto di interessi”: l'amministratore che in una determinata operazione avesse, per conto proprio o altrui, un interesse in conflitto con la società doveva darne notizia agli amministratori e al collegio sindacale, oltre che astenersi dal partecipare alle deliberazioni riguardanti l'operazione stessa. La disposizione prevedeva, in caso di trasgressione, sul piano civilistico²⁹⁵, la responsabilità dell'amministratore per le perdite derivate alla società dal compimento dell'azione. La deliberazione del consiglio, ove potesse cagionare danno alla società, era impugnabile dagli amministratori assenti o dissenzienti e dai sindaci, se il voto dell'amministratore che doveva astenersi era stato determinante (fatti salvi i diritti dei terzi acquistati in buona fede in base agli atti compiuti in esecuzione della deliberazione).

Per l'art. 2391 c.c. nel testo della riforma del d.lgs. 6/2003 l'amministratore non è più obbligato a dichiarare solo gli interessi confliggenti con la società; è divenuto necessario, infatti, che lo stesso denunci agli altri amministratori e al collegio sindacale, l'esistenza di un qualsiasi interesse che, per conto proprio o di terzi, abbia nell'operazione (oggetto di decisione del c.d.a. o del comitato esecutivo) sulla quale è chiamato a pronunciarsi, specificando natura, termini, origini e portata dell'interesse²⁹⁶.

²⁹⁵ Sotto il profilo penalistico l'art. 2631 c.c., (testo precedente), comminava le sanzioni pecuniaria e detentiva – reclusione fino a tre anni – se dalla deliberazione cui l'amministratore aveva indebitamente preso parte, o dall'operazione compiuta fosse derivato pregiudizio alla società.

²⁹⁶ Nota Bianchi, *La responsabilità dell'organo amministrativo e di controllo. Società di capitali e società di persone*, IPSOA, 2009, pag. 38, che l'art. 150 del TUF impone agli amministratori di riferire al collegio sindacale sulle operazioni in potenziale conflitto di interessi: “l'art. 2391 c.c. ha recepito e generalizzato tale obbligo, imponendolo anteriormente al compimento dell'operazione, indipendentemente dalla valutazione della compatibilità o meno dell'interesse privato con quello sociale, essendo sufficiente la sussistenza di *qualsiasi e generale interesse* su quella determinata operazione”.

E' la dottrina²⁹⁷ ad aver offerto una definizione di queste ultime espressioni: “per *natura* si intende la sfera di rilevanza, patrimoniale o no, individuale o collettiva etc., dell’interesse extrasociale; per *termini* (non certamente intesa come nozione tecnico-giuridica, quale termine del contratto o dell’adempimento), può intendersi qualsiasi connotato individuatore dell’interesse, dunque è locuzione residuale; per *origine* la precisazione se l’interesse sussista per conto proprio o di terzi, con l’obbligo di indicare il soggetto diretto titolare di esso, nonché da quanto tempo l’interesse particolare sussista; per *portata*, l’entità, non soltanto economica dell’interesse medesimo”.

E' scomparso anche l’obbligo di astensione dall’amministratore interessato²⁹⁸, mentre sarà il consiglio di amministrazione (o il comitato esecutivo) ad adeguatamente motivare le ragioni e la convenienza per la società dell’operazione. Deve invece astenersi, e investire dell’operazione l’organo collegiale competente, l’amministratore delegato: prescrizione più severa questa, dato che lo stesso assisterà ad una sospensione dei suoi poteri senza alcuna valutazione dell’eventuale conflittualità dei suoi interessi con quelli della società. Il d.lgs. 310/2004 ha, poi, integrato il comma primo: nulla era infatti previsto per l’amministratore unico cui ora è richiesto di dare notizia

²⁹⁷ Nazzicone – Providenti, *Società per azioni. Amministrazione e controlli (artt. 2380 - 2409-novesdecies c.c.)*, Milano, 2003, pag. 154; concorda Bianchi, *op.cit.*, pag. 39. Solimena, *Il conflitto di interessi dell’amministratore nelle società per azioni*, Milano, 1990, pag. 149, aggiunge che l’obbligo di informazione deve essere soddisfatto anche in caso di assenza dell’amministratore interessato dalla riunione del consiglio, per cui “sarebbe troppo facile, altrimenti, aggirare il relativo obbligo, e l’esigenza sottostante, con una comoda assenza”. In giurisprudenza si è, inoltre, precisato che non soddisfa l’esigenza di legge allontanarsi dalla riunione in occasione delle deliberazioni in cui gli amministratori sono interessati, trattandosi, in quel caso, di “un accorgimento che solo formalmente soddisfa l’esigenza di estraneità alle deliberazioni, ma che in effetti non vale ad eliminare la frequente commistione di interessi che si realizza tra i consiglieri”, C. App. Milano 6.2.1998, *GI*, 1998, pag. 2350. Per completezza, in senso contrario si esprime Minervini, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, pag. 406, il quale ritiene che è da escludersi che un obbligo di informazione sussista in capo all’amministratore assente all’adunanza, quando il c.d.a. deve deliberare su un oggetto rispetto al quale egli sia in conflitto di interessi.

²⁹⁸ Montalenti, *Società per azioni corporate governance e mercati finanziari*, Giuffrè, 2011, pag. 149 rileva come in questo quadro normativo riformato, che appronta “un sistema di *disclosure* obbligatoria, e di decisione informata”, possa ben meravigliare il dato che non sia più previsto un obbligo di astensione dal voto per l’amministratore.

dell'interesse anche alla prima assemblea utile, in modo che i soci siano nelle condizioni di valutare il suo operato.

Legittimati all'impugnazione sono il collegio sindacale e gli amministratori, esclusi quelli consenzienti purché l'obbligo di informazione sia stato adempiuto dall'interessato. Non è chiaro se in capo ai soggetti legittimati gravi un vero e proprio obbligo di impugnare le deliberazioni potenzialmente pregiudizievoli²⁹⁹, o se l'impugnativa sia solo facoltativa³⁰⁰.

E', invece, indubbio che solo previa deliberazione collegiale l'organo di controllo della società può procedere all'impugnazione: non sono, dunque, legittimati i sindaci ad agire *uti singuli* .

L'interessato risponderà, altresì, dei danni che siano derivati alla società dalla utilizzazione a vantaggio proprio o di terzi di dati, notizie o opportunità di affari appresi nell'esercizio del suo incarico³⁰¹. Il legislatore parla oggi di un danno integrale che l'amministratore responsabile è chiamato a risarcire (art. 2391, comma quarto, c.c.): danni, dunque, non già perdite come recitava l'art. 2391 c.c. nella versione precedente, questo, come precisa la Relazione illustrativa, consente di affermare che esso sia comprensivo del danno emergente e del lucro cessante.

La Relazione governativa al d.lgs. 6/2003 segala un "maggior rigore" della disciplina riformata rispetto a quella previgente; Marchetti³⁰² fa, in realtà, riferimento a due modelli diversi non comparabili: il precedente testo dell'art. 2391 c.c. concentrava la disciplina sul problema dei conflitti di interessi come *vulnus* nella gestione della società, oggi l'attenzione è spostata sulla necessità trasparenza dei processi

²⁹⁹ Come sostiene Minervini, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, pagg. 414-430.

³⁰⁰ Come, invece, ritengono Frè- Sbisà, *Società per azioni*, in *Com. S.B.*, Bologna- Roma, 1997, pag. 835.

³⁰¹ Per una più approfondita trattazione dell'ultimo comma della disposizione in commento *infra* parag. 3.2.1.

³⁰² "Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni: i modelli di definizione di un problema in un'analisi economica comparata" , in *Giur. Comm.*, 2004, I, pag. 1229.

decisionali. Minervini³⁰³ sottolinea come la strategia sfruttata dal legislatore consista nell'estensione quantitativa e qualitativa dell'obbligo di "dare notizia": tenuto a palesare ogni interesse³⁰⁴ che in una determinata operazione vanti, non si fa più carico all'amministratore di effettuare una autovalutazione del rapporto fra il proprio interesse e quello della società, detto onere è trasferito al c.d.a. (o al comitato esecutivo); si esige, però, al contempo, che l'interessato ne precisi le caratteristiche (natura, termini e origine dell'interesse), così ausiliando l'organo amministrativo nella valutazione cui è preposto. Quest'ultimo, qualora volesse, comunque, compiere l'operazione è tenuto a motivarne adeguatamente "le ragioni e la convenienza per la società": si tratta, quindi, di una deliberazione che dovrà indicare la funzionalità dell'operazione al perseguimento dell'interesse sociale e l'utilità economica della stessa per la società³⁰⁵.

In realtà un obbligo di auto analisi dei propri interessi permane in capo all'amministratore viste le conseguenze che discendono dall'omessa informazione: la legge 28-12-2005, n. 262, cd. Legge per la tutela del risparmio, ha sanzionato penalmente la violazione dell'obbligo di comunicazione dell'interesse che l'amministratore abbia in una operazione, introducendo nel codice civile, con l'art. 2629-*bis* per le società con azioni quotate o diffuse, la reclusione da uno a tre anni, "se siano derivati danni alla società o a terzi". L'attuale quadro normativo sul conflitto di interessi si compone, quindi, della fattispecie omissiva di cui all'art. 2629-*bis* c.c.,

³⁰³ "Gli interessi degli amministratori di s.p.a.", in *Il nuovo diritto delle società*, UTET giuridica, 2007, a cura di Campobasso, pag. 587.

³⁰⁴ Autori come Enriques, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, I, Padova, 2005, pagg. 759 e ss.; e Ventrizzo, *Commentario Marchetti- Bianchi- Ghezzi- Notari, Amministratori*, Milano, 2005, pagg. 440 e ss., sottolineano l'esistenza di una "soglia critica di rilevanza dell'interesse": esso dovrà apparire non "marginale, remoto, insignificante, minimale", ma tale da poter ragionevolmente condizionare le scelte di un amministratore mediamente diligente. Ventrizzo segnala, in verità, "qualche incertezza interpretativa" al riguardo, egli concentra, poi, la propria attenzione, in modo particolare, sulla questione se sia soggetto a comunicazione l'interesse dell'amministratore coincidente con l'interesse della società: per Enriques, pag.760, è da escludersi; per Ventrizzo, pag. 442, al contrario, è di tutta evidenza che il novellato art. 2391 abbia sottratto all'amministratore detta valutazione di rilevanza dell'interesse.

³⁰⁵ Così Patroni Griffi, *Commento sub art. 2391*, in *la riforma delle società*, Commentario a cura di Sandulli-Santoro, I, Torino, 2003, pag. 464.

relativamente ai soggetti indicati³⁰⁶, e dall'art. 2634 c.c. – oggetto del successivo paragrafo- che colpisce il comportamento che sfocia nel compimento di atti di disposizione di beni sociali.

Un'altra parentesi va aperta prima di esaminare cosa il legislatore prevede in caso di infrazione ai suoi precetti. L'art. 2373 c.c. al primo comma dispone: “la deliberazione approvata con il voto determinante di soci che abbiano, per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto con quello della società è impugnabile a norma dell'art. 2377 c.c. qualora possa arrecarle danno”. La norma come riformata dal d.lgs. 6 /2003 risolve la questione dell'ammissibilità del voto del socio in conflitto di interessi nel senso di ammetterne il voto, salva la facoltà di impugnazione qualora ricorrano i requisiti di cui al primo comma. In sede di determinazione del compenso è chiaro, infatti, il conflitto che vede da un lato la società con un interesse ad esborsare la minor somma possibile, dall'altro gli amministratori che pretenderanno il più sostanzioso emolumento. In passato si è assistito a forti momenti di contrasto in ordine alla possibilità che il socio amministratore potesse partecipare al voto nelle deliberazioni concernenti il proprio compenso. Un primo indirizzo giurisprudenziale faceva derivare l'annullabilità della delibera riguardante il compenso del socio – amministratore che versava in una situazione di conflitto, se la stessa fosse stata assunta con il suo voto determinante.

Secondo altra corte di merito³⁰⁷ all'annullamento non poteva procedersi ove non fosse stata accertata una irragionevole sproporzione tra compenso e attività gestoria, ovvero se non ne fosse stato altrimenti pregiudicato l'interesse sociale secondo la giurisprudenza di legittimità³⁰⁸. Fermo restando che l'onere della prova della suddetta

³⁰⁶ Ovvero: l'amministratore o il componente del consiglio di gestione di una società con titoli quotati in mercati regolamentati italiani o di altro Stato dell'Unione Europea [...] ovvero da un soggetto sottoposto a vigilanza ai sensi del testo unico di cui al d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385, del testo unico di cui al d.lgs. n. 58 del 1998, del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209 o del d.lgs. 21 aprile 1993, n. 124.

³⁰⁷ Trib. Milano 27.4.89, disponibile in massima, nella Banca Dati *Juris Data*, Giuffrè. Ma anche App. Milano 8.11.96, in *Le Società*, 5, 1997, pag. 547.

³⁰⁸ E' ai sensi dell'art. 2373 c.c. che in tema di annullamento per conflitto di interessi della delibera assembleare, nella specie determinativa del compenso degli amministratori, la Cassazione ha chiarito che il vizio ricorre quando essa è diretta al soddisfacimento di interessi extrasociali, in danno alla società,

sproporzione e, quindi, della potenzialità del documento, grava su colui che agisce per l'annullamento della delibera, probabilmente è proprio l'irragionevolezza del compenso, che talora viene indicata come alternativa al danno, che dovrebbe essere apprezzata come indice sintomatico, come sua concretizzazione contenutistica³⁰⁹.

E' stata, di fatto, superata dalle sentenze più recenti la posizione di chi negava al socio-amministratore la possibilità di partecipare alle deliberazioni concernenti la fissazione della propria retribuzione: egli non può, dunque, aprioristicamente considerarsi in conflitto di interessi con la società, ben potendo risultare "un coincidente interesse del primo e della seconda a pervenire ad una determinazione adeguata del compenso, tale da garantire la profusione del giusto impegno nello svolgimento della funzione amministrativa"³¹⁰. Volendo, allora, sintetizzare l'orientamento della Suprema Corte³¹¹: questa ha puntualizzato che il socio può legittimamente esercitare il proprio diritto di voto per realizzare (anche) un fine personale, salvo che, attraverso quel voto, egli non sacrifichi, a proprio vantaggio, un interesse sociale.

Si ricorda, altresì, che la giurisprudenza³¹² ha riconosciuto la possibilità di impugnare la delibera assembleare per abuso di potere della maggioranza, a fronte dell'attribuzione di un compenso eccessivo e irragionevole, con o senza il voto dell'amministratore interessato. Si è al riguardo posto l'accento, in dottrina, sul fatto che assai poche differenze residuano tra la fattispecie di conflitto di interessi e abuso di potere, in entrambi i casi "il sindacato di legittimità della deliberazione ruota intorno al giudizio di

senza che ne risulti condizionante in sé [...] la decisività del voto da parte dell'amministratore che sia anche socio (Cass. 3-12-2008, n. 28748).

³⁰⁹ Cass. 23 Marzo 2000, n. 3312, in *Foro Italiano*, 2001, I, pag. 2329 e ss.

³¹⁰ Caselli, *op. cit.*, pagg. 50 e ss.. Cremasco e Nicosia, in *Dalla convocazione dell'assemblea alla delibera tutte le tappe per determinare il corrispettivo*, *op. cit.*, pag. 17, sottolineano che si tratta di problema tanto più sentito quanto maggiori sono le probabilità che la figura del socio e quella dell'amministratore coincidano, ovvero nel caso di società a ristrette base azionaria.

³¹¹ Che si è espressa con sentenza del 23.3.2000 n. 3312, *cit.*

³¹² Si vedano Trib. Milano 19.11.2001, in *Giurisprudenza Italiana*, 7, 2002, pag. 1439 e Trib. Milano 13.4. 2005, disponibile in massima, nella Banca Dati *Juris Data*, Giuffrè.

ragionevolezza dei compensi e porta all'accertamento di un interesse configgente con quello della società che, nella maggior parte dei casi, coincide con l'intento di danneggiare i soci di minoranza"³¹³.

3.2.1 Come fronteggiare le condotte infedeli del potere gestorio in ambito societario. Dall'art. 2630 c.c. all'infedeltà patrimoniale

Dottrina e giurisprudenza³¹⁴ predicano la natura imperativa della norma contemplata all'art. 2389 c.c., imperatività che un tempo derivava dalla sanzione penale che era posta a suo presidio nell'art. 2630 c.c. rubricato "violazioni degli obblighi incombenti agli amministratori", la quale contemplava la reclusione fino a un anno e la multa da duecentomila a due milioni di lire per gli amministratori che avessero percepito compensi o partecipazioni in violazione dell'art. 2389 c.c.. *Ratio* dell'incriminazione risiedeva nell'esigenza di preservare l'integrità del patrimonio sociale, oltre che in quella di dissuadere i *manager* da operazioni scorrette, assicurando quindi che "i

³¹³ Così Fiorio, *Osservazioni in tema di intestazione fiduciaria di quote sociali, voto divergente e compensi eccessivi agli amministratori*, *Giurisprudenza Italiana*, 7, 2002, pag. 1440, il quale asserisce che "il danno subito dalla società ed il pregiudizio dei soci sembrano due facce della stessa medaglia: in un caso si sottolinea il danno per la società, consistente nell'attribuzione di un compenso eccessivo, nell'altro si pone l'attenzione sugli effetti che la deliberazione ha per i soci di minoranza, consiste nell'irragionevole ed ingiustificata privazione degli utili".

³¹⁴ Cass. 12-04-1976, n. 1289, in *Dir. Fall.*, 1976, II, pag. 368: la Corte aveva chiarito che è nullo, per contrarietà alla norma, penalmente sanzionata dall'art. 2389 comma secondo, il contratto stipulato dal presidente di una società per azioni, di sua sola iniziativa, con un consigliere delegato della stessa e che si risolveva nell'attribuzione al secondo di un compenso non fissato dal consiglio di amministrazione, previo parere del collegio sindacale. Giannattasio, con nota adesiva, in *Giust. Civ.*, I, 1997, pag. 502, riscontra sul tema che obiettivo precipuo degli artt. 2364 n. 3 e 2389 e quello di evitare che proprio il c.d.a debba procedere alla determinazione di questo compenso.

detentori del potere di amministrazione non ne abusassero per finalità extrasociali”³¹⁵. La stessa non è tuttavia andata esente da critiche: per la sua intrinseca severità, perché puniva prescindendo da qualsivoglia requisito di danno o pericolo concreto per i fondi della società; per l’inadeguatezza, si è, infatti, osservato³¹⁶ che il legislatore è stato vigile quando ha dovuto punire l’irregolare, sebbene equa nella misura, percezione di compensi, ma ha fatto sfuggire dall’ambito di applicazione della norma in commento la concreta malversazione dei beni sociali, ovvero la condotta di chi, pur nell’ossequio formale del dettato legislativo e statutario, si è reso destinatario di una remunerazione eccessiva, sfruttando una posizione di preminenza verso il consesso degli amministratori, dei soci e dei sindaci. Con il d.lgs. 61/2002 si è provveduto ad abrogare detta fattispecie di reato di pericolo presunto.

Con l’ultimo comma dell’art. 2389 c.c. il legislatore della novella dimostra chiaramente di ispirarsi all’esperienza anglosassone in tema di “*corporate opportunities*”, facendo divieto all’amministratore di trarre profitto dalle opportunità che, in forza del ruolo ricoperto, potrebbero avvantaggiarlo³¹⁷. Trattasi³¹⁸ di responsabilità aggiuntiva (“risponde altresì”) la quale ha origine in caso di danno la cui effettività deve essere provata da coloro i quali intendano agire giudizialmente. Si noti, poi, che la formula

³¹⁵ Così Foffani, *La tutela della società commerciale contro le infedeltà patrimoniali degli amministratori. I*, *La problematica penalistica*, in *Giur. Comm.*, 1987, II, pag. 120, ricordando quanto scritto da Pedrazzi, *Gestione d’impresa e responsabilità penali*, in *Riv. Soc.*, 1962, pag. 222.

³¹⁶ Foffani, *La tutela della società commerciale contro le infedeltà patrimoniali degli amministratori. II. Insufficienza della normativa vigente e prospettive di riforma*, in *Giur. Comm.*, 1987, II, pagg. 647 e ss.

³¹⁷ Si segnala, inoltre, che la disciplina *ex art. 2391 c.c.*, estesa anche alle deliberazioni del comitato esecutivo, è applicabile anche ai nuovi sistemi di amministrazione e di controllo: per quel che concerne il sistema dualistico, l’art. 2409-*undecies c.c.*, comma 2°, prevede che alle deliberazioni del consiglio di gestione si applica (oltre che l’art. 2388) l’art. 2391 c.c. e che la legittimazione ad impugnare le deliberazioni assunte in sua violazione spetta anche ai componenti del consiglio di sorveglianza. Per quanto riguarda il sistema monistico, la regola dell’art. 2391 c.c. si applica al consiglio di amministrazione (art. 2409-*noviesdecies c.c.*), ma l’obbligo di dare notizia di ogni interesse in una determinata operazione della società deve ritenersi riferibile anche ai membri del comitato per il controllo sulla gestione (art. 2409-*octiesdecies c.c.*); spettano a questi i diritti d’informazione e di impugnativa previsti dall’art. 2391 c.c..

³¹⁸ Come nota Bianchi, *op.cit.*, pag. 48.

adoperata è assolutamente ampia³¹⁹ (“utilizzazione [...] di dati, notizie, opportunità di affari”): l’intento è quello di ricomprendere ogni tipo di informazione rivolta al mercato che l’amministratore sleale abbia appreso nell’esercizio delle sue funzioni.

Le moderne trasformazioni dei mercati finanziari hanno reso necessario un adeguamento della legislazione penale societaria per fronteggiare efficacemente le condotte infedeli dei titolari del potere gestorio. Lo sviluppo delle moderne società commerciali comporta, difatti, sempre più frequentemente uno “scollamento” tra interessi di cui è portatrice la proprietà (rappresentata dall’assemblea dei soci) ed interessi dell’organo di gestione (rappresentato essenzialmente dagli amministratori)³²⁰; è in questa cornice che si inserisce il d.lgs. 11 Aprile 2002 n. 61 introduttivo della fattispecie dell’infedeltà patrimoniale. L’art. 2634 c.c. punisce con la reclusione da sei mesi a tre anni gli amministratori (i direttori generali, i liquidatori) che avendo un interesse in conflitto con quello della società, compiono o concorrono a compiere, atti di disposizione dei beni sociali, cagionando intenzionalmente alla società un danno patrimoniale³²¹. Si esige dunque il dolo, il danno deve essere cagionato intenzionalmente, al fine di procurare a sé o ad altri un ingiusto profitto o altro vantaggio (così introducendosi la perseguibilità a querela di parte). In questo modo si tenta di sopperire alle palesate inefficienze del regime previgente mirando all’aggressione patrimoniale subita dalla società ad opera di chi ha agito abusando dei propri poteri, in spregio dei doveri di fedeltà impostigli. Si noti che ai fini della configurabilità del reato rileva l’interesse in conflitto da parte dell’amministratore sia nel caso in cui abbia compiuto un atto di disposizione dei beni sociali, sia nel caso abbia

³¹⁹ Ancora Bianchi, *op.cit.*, pag. 48.

³²⁰ Amati, *Le singole fattispecie. Infedeltà patrimoniali*, in *I Grandi temi. Reati societari*, a cura di A. Rossi, Torino, 2005, pag. 400.

³²¹ Per completezza: il secondo comma dispone che la stessa pena venga applicata se il fatto è commesso in relazione a beni posseduti o amministrati dalla società per conto di terzi, cagionando loro un danno patrimoniale; mentre il comma successivo delimita il concetto di ingiustizia del profitto: non è ingiusto il profitto della società collegata o del gruppo se compensata da vantaggi, prevedibili, derivanti dal collegamento o dall’appartenenza al gruppo (teoria della *compensatio lucri cum damno*). La legittimazione alla proposizione della querela non spetta solo alla società nel suo complesso ma anche e disgiuntamente al singolo socio (Cass. 37033/2006).

concorso a deliberare detto atto dispositivo. Va, inoltre, sottolineato che la fattispecie delittuosa è consumata esclusivamente nel caso da essa risulti un danno per la società, è, di conseguenza, esclusa³²² la natura di reato di pericolo, prevista, invece, ai fini dell'impugnativa della delibera consiliare nell'art. 2391, comma terzo, c.c.. Ampia appare, poi, la previsione normativa se solo si pensa al fatto che per atti di disposizione il legislatore intende "ogni tipo di atto- a titolo gratuito od oneroso- in virtù del quale l'utilizzatore si privi della disponibilità della *res sociale*"³²³.

Se la determinazione della retribuzione spettante ai *manager* debba essere oggetto di esplicita deliberazione assembleare o meno è questione annosa. Recentemente, i giudici di legittimità³²⁴ hanno censurato, in particolare, l'atto di autoattribuzione di compensi promosso dagli amministratori, ovvero quell'atto che non segua ad una espressa deliberazione assembleare come esplicitato dall'art. 2389 c.c., ma che venga ratificato implicitamente dall'assemblea stessa per mezzo dell'approvazione del bilancio (dove figura una posta relativa al compenso) a fine esercizio. Una siffatta corresponsione di emolumenti integra un comportamento illegittimo perché sfugge alla puntuale ripartizione delle competenze stabilita da una regola legale inderogabile. Oggi, venuto meno l'argomento dell'art. 2630 c.c., l'imperatività, l'inderogabilità della norma *ex art.* 2389 c.c. discenderebbe dalla necessità di tutelare l'interesse pubblicistico "al regolare svolgimento dell'attività commerciale ed industriale del Paese"³²⁵. La Suprema Corte di Cassazione si è così discostata dall'indirizzo da lei stessa fornito in precedenza³²⁶, ove

³²² Come ritiene Bianchi, *op.cit.*, pag. 49.

³²³ E quindi vendita, permuta, comprese locazione e comodato. Ancora Bianchi, *op.cit.*, pag. 49, che rileva come nell'art. 2634 c.c. manchi del tutto il richiamo a comportamenti omissivi degli amministratori.

³²⁴ Cass. 29 Agosto 2008, n. 21933, in *Foro Italiano*, 2008, I, pag. 3544.

³²⁵ Considerazione che Mangiapane "Retribuzione degli amministratori e governo societario: "appunti " su statuto legale dei compensi e competenza degli organi sociali alla luce della riforma del diritto societario ", *Giureta Rivista di diritto dell'economia, dei trasporti e dell'ambiente*, Vol. VIII, 2010, pag. 270, ricorda essere stata effettuata anche in passato dal Trib. Torino 12 Maggio 1987 (in *Soc.*, 1987, pag. 1160).

³²⁶ Si veda Cass. 17.5.2007, n. 11490, disponibile nella Banca Dati *Juris Data*, Giuffrè; e Cass. 27.2.2001 n. 2832, in *Le Società*, 9, 2001, pag.1064, dove si legge che "l'inclusione di una voce di spesa nel

aveva sostenuto che “l’approvazione del bilancio, nel quale figura iscritta la voce relativa al compenso di un amministratore, non può non avere valore giuridico di approvazione e ratifica dell’operato dell’amministratore stesso anche relativamente all’attribuzione del compenso”. V’è, poi, la posizione meno estremistica di chi³²⁷ predica la necessità di procedere ad una valutazione caso per caso che adoperi quale criterio scriminante la consapevolezza dei soci deliberanti.

Un’ultima considerazione: e’ la correttezza nel senso della ragionevolezza a rappresentare un principio inderogabile, reale limite agli eccessi della remunerazione³²⁸. La dottrina richiama come prima esigenza l’adeguatezza della remunerazione che inquadra come frutto di una negoziazione volta ad evitare abusi come quelli appena passati in rassegna. Una negoziazione che, si è visto, avviene in primo luogo tra amministratori ed azionisti (art. 2389 I comma c.c.), o per i compensi dei delegati e in assenza di diversa disposizione statutaria, che si sviluppa tra amministratori non esecutivi e gli altri (art 2389 III comma c.c.). V’è chi³²⁹, a tal proposito, sottolinea come gli stessi benefici che scaturiscono da una negoziazione siffatta ben possano essere azzerati se difetta un valido strumento di monitoraggio degli azionisti, essenziale anche per le operazioni di controllo delle autorità preposte a tutela del mercato. Se, come sappiamo, il conflitto è generato dalla eccezionale sproporzione tra gli interessi di quei soggetti chiamati alla direzione dell’impresa e gli interessi della proprietà, e degli *stakeholders* in genere, condivisibile l’opinione di chi ritiene³³⁰ che il punto di risoluzione della composizione degli interessi stia in una *rule of reason*: il

bilancio non ha valore di mera presa d’atto dei dati contabili delle scritture ma costituisce un atto di approvazione del rapporto da parte della società”.

³²⁷ Posizione occupata da Sangiovanni, *Determinazione del compenso dell’amministratore da parte del giudice*, in *Le Società*, 8, 2006, pagg. 978 e ss.

³²⁸ Cfr. D.U. Santosuosso, “*il principio di ragionevolezza nella disciplina della remunerazione degli amministratori*”. *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Campobasso, UTET giuridica, 2007, pag. 376 e ss.

³²⁹ Santosuosso, *op.cit.*, pagg. 376 e ss.

³³⁰ Ancora Santosuosso, *op.cit.*, pagg. 376 e ss.

compenso deve essere adeguato (nel senso di soddisfare le esigenze del *manager*) ma anche ragionevole, ossia non eccessivo rispetto alle *performance*, nell'interesse degli *stakeholders* e in primo luogo degli azionisti. Una ragionevolezza, questa, che deve essere assicurata in ogni fase: durante la negoziazione e successivamente, al momento del monitoraggio sulla esecuzione delle deliberazioni, nella consapevolezza che quanto più saranno trasparenti le procedure e corretta l'informazione, tanto più attiva sarà la partecipazione degli azionisti.

3.2.2 Decreto legislativo 27/2010: rivitalizzare la partecipazione del socio all'assemblea

Il contenuto della direttiva comunitaria 2007/36/CE³³¹ del Parlamento europeo e del Consiglio sull'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, è stato recepito con il decreto legislativo n. 27/2010 con il mirato obiettivo di far "rinvigorire" la partecipazione del socio alla vita della società, oltre quello di consentire agli azionisti di esercitare i loro diritti in tutta l'Unione Europea³³². Il decreto è rivolto alle società quotate e, solo per talune norme, alle società quotate e non, emittenti azioni diffuse tra il pubblico in maniera rilevante o emittenti valori mobiliari diversi dalle azioni con diritto di voto, negoziati sui mercati regolamentati o diffusi tra il pubblico in maniera rilevante. Il legislatore comunitario prima, quello nazionale poi, lo si è visto, prevedono con la nuova disciplina di superare gli ostacoli, anche economici, che tradizionalmente impediscono agli azionisti non residenti di avere accesso alle informazioni strumentali al loro ruolo in assemblea, e ad esercitare il loro diritto di

³³¹ *Supra* Capitolo II, paragrafo 2.2.

³³² Si tratta del piano "Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione Europea – Un piano per progredire" (Comunicazione della Commissione al Consiglio europeo e al Parlamento europeo del 21 maggio 2003) *supra* paragrafo 2.1.

voice senza che sia necessaria la loro presenza fisica. E' un processo di democrazia societaria e finanziaria, oltre che di parità di trattamento dei soci che si vuole assicurare³³³, un *plafond* di tutele minime ed ineludibili³³⁴ volte ad agevolare un consapevole intervento nel governo societario.

Il Decreto modifica in più punti il codice civile ed il d.lgs. 58/1998 (t.u.f.). Volendo indicare le novità più significative: l'art. 2372 c.c. e l'art. 135-*novies*, comma sesto, del t.u.f. affrancano la società dai previgenti limiti previsti in merito alla rappresentanza dei soci in assemblea³³⁵, oggi difatti lo statuto non può più vietare la rappresentanza in assemblea, anzi dovrà favorirla indicando almeno una procedura per la notifica in via elettronica della delega; è il regolamento della Consob a fissare il contenuto del modulo sul quale la delega verrà rilasciata; l'art. 135 - *decies* t.u.f. permette anche la delega ad un rappresentante in conflitto di interessi purché ne dia notizia per iscritto al socio, ed il successivo articolo 135-*undecies*, al primo comma, punisce con l'inefficacia la delega non accompagnata da specifiche istruzioni di voto. Ancora, salvo lo statuto disponga altrimenti (c.d. clausola *opt- out*), le società con azioni quotate nominano un soggetto a cui i soci possono conferire, senza spese, la delega e relative istruzioni relative all'o.d.g.. In tema di convocazione dell'assemblea l'art. 125 - *bis* stabilisce che l'avviso debba essere pubblicato sul sito Internet della società, nel rispetto delle altre modalità espresse da regolamento Consob e dovrà contenere *inter alia*: le procedure per partecipare e votare in assemblea, per le deleghe di voto, per il voto per corrispondenza o in via elettronica [...]; il c.d. *record date*, ossia ciò che

³³³ Così M. Nuzzo, *La legislazione d'impresa*, Luiss University Press, 2011, pagg. 91 e ss.

³³⁴ Sempre M. Nuzzo, *op. cit.*, pag. 96, manifesta una difficoltà interpretativa relativa alla necessità o meno di adeguamento degli statuti alla nuova disciplina, il decreto in esame infatti non prevede alcun obbligo in merito sebbene contenga norme vincolanti. La questione viene risolta distinguendo tra adeguamenti statutori obbligatori e facoltativi [...]: emerge un'unica modifica obbligatoria, quella dell'art. 135-*novies* t.u.f. che prescrive che lo statuto deve indicare almeno una modalità di notificazione elettronica alla società della delega rilasciata a un socio per essere rappresentato in assemblea. Per il resto si tratta di modifiche solo opportune.

³³⁵ Il regime previgente vietava il conferimento di deleghe agli organi amministrativi e di controllo e ai dipendenti dell'emittente o di controllate, limitando poi il numero di soci che potevano essere rappresentati da una sola persona.

consente all'azionista di partecipare al voto di assemblea anche in caso di alienazione della partecipazione dopo la "data di registrazione" escludendo colui che ha acquistato dopo tale data; l'indirizzo del sito Internet dell'emittente [...].

E' stato modificato l'art. 2367 c.c.: per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, gli amministratori devono convocare l'assemblea quando ne facciano richiesta soci che rappresentino 1/20 del capitale sociale o la minore percentuale fissata dallo statuto (per le altre società il 10 % del capitale sociale). Lo statuto può inoltre prevedere la facoltà di esprimere il voto in via elettronica, viene infatti equiparato all'intervento per corrispondenza (art. 2370, comma quarto, c.c.). I soci vantano poi il diritto, ex art. 127- *ter* t.u.f., di porre domande anche prima dell'assemblea ed in quella sede sarà al più tardi fornita risposta, salvo l'informazione sia disponibile sul sito Internet nel formato "domanda e risposta".

Vi è chi³³⁶, sulla scia dei commenti di Confindustria, rileva come la nuova disciplina abbia ommesso di confrontare i costi con i benefici: se da un lato l'accesso a sistemi telematici dovrebbe concorrere a neutralizzare il *gap* informativo ed annullare le distanze, dall'altra espone ad abusi. Il riferimento è alla posta elettronica certificata che non offre garanzie indiscusse, ma soprattutto ai costi di cui si grava la società stessa in termini di aggiornamento sistematico del sito Internet, delle informazioni usufruibili e dello statuto sociale e oltre che per l'accresciuto numero di adempimenti per la convocazione dell'assemblea, in una logica, quindi, contraria allo snellimento delle procedure che assistono il funzionamento dell'organo.

Da ultimo, merita riportare quanto raccomandato nel "Codice di Autodisciplina" in merito al rapporto azionisti – amministratori. All' art. 9.P.1. si legge che il c.d.a. promuove iniziative volte a favorire la partecipazione più ampia possibile degli azionisti alle assemblee e a rendere agevole l'esercizio dei diritti dei soci. Esso si adopera per instaurare un dialogo continuativo con gli azionisti fondato sulla comprensione dei reciproci ruoli (art. 9.P.2); assicura che venga identificato un responsabile incaricato della gestione dei rapporti con gli azionisti [...] (art. 9.C.1); riferisce in assemblea

³³⁶ Nuzzo, *op.cit.*, pag. 98.

sull'attività svolta e programmata e si adopera per assicurare agli azionisti un'adeguata informativa circa gli elementi necessari perché essi possano assumere, con cognizione di causa, le decisioni di competenza assembleare (art.9.C.2). Infine, [...] garantisce il diritto di ciascun socio di prendere la parola sugli argomenti posti in discussione nelle riunioni assembleari (art. 9.C.3).

3.2.3 Ruolo e valore dell'informativa societaria: l'art. 114– *bis* e la regolamentazione secondaria della Consob

L'avvento del Testo Unico sull'intermediazione finanziaria, del Codice Preda prima e di quello di Autodisciplina poi, dei successivi regolamenti di attuazione emanati dalla Consob ben può essere interpretato come un primo sforzo del legislatore nazionale teso alla promozione di una maggiore trasparenza informativa per servire al meglio l'interesse del singolo investitore e per l'integrità dei mercati. In sintonia con l'approccio europeo, è questo un sistema di norme in materia di informazione societaria orientato a salvaguardare la razionalità, l'efficienza e dunque la credibilità del mercato, un insieme di “iniziative coordinate per il miglioramento della fiducia”³³⁷. E' stata dato particolare rilievo³³⁸ alle principali problematiche che l'informativa pone: politiche comunicazionali irregolari sommate a contenuti economico – finanziari “manipolati” danno luogo ad una rappresentazione falsata dei risultati gestionali oltre che ad una minore imposizione fiscale. Si auspica³³⁹ che al più presto si affermi “la consapevolezza che ogni informazione trasmessa all'esterno contribuisca a qualificare

³³⁷ Come si legge nel Documento di ABI, ANIA, Assonime e Confindustria.

³³⁸ Fiori, “*Corporate governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informativa aziendale*”, di Fiori e Tiscini, Franco Angeli Edizioni, 2005, pag. 21.

³³⁹ Ancora Fiori, *op.cit.*, pag. 21.

l'immagine dell'impresa", a creare "good corporate reputation" in caso di neutralità e trasparenza informativa o all'opposto perdita di consenso, sfiducia del mercato.

Non sono certo sconosciuti al Paese scandali finanziari connessi anche a sistematiche alterazioni dei dati contabili condite da una fuorviante informativa volta a mascherare manovre truffaldine che, senza il filtro di alcun controllo, hanno causato ingenti danni al sistema economico³⁴⁰. Ferma la considerazione che l'esistenza di vincoli, anche esplicitati da fonti normative, non sempre è garante della qualità delle notizie diffuse, parametrata come è alle specificità della società, l'istanza cui l'ordinamento italiano ha voluto dare risposta concerne la prevenzione di detti comportamenti opportunistici da parte degli amministratori. La normativa speciale applicabile alle società quotate impone obblighi particolarmente stringenti in ordine alle comunicazioni sui compensi dei *manager* da destinare agli azionisti come a tutti gli operatori del mercato che da queste notizie fanno derivare le loro scelte d'investimento.

Ben più alto grado di dettaglio rispetto alla disposizione codicistica (art. 2427, n. 16, c.c. che in merito al contenuto della nota integrativa del bilancio prevede che si indichi cumulativamente per ciascuna categoria l'ammontare dei compensi spettanti agli amministratori ed ai sindaci) l'art. 78 del Regolamento Emittenti Consob dispone che in quella sede vengano indicati i compensi percepiti a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma, anche da parte delle società controllate, dai componenti degli organi di amministrazione e controllo e dai direttori generali, per i quali è richiesta un'indicazione nominativa. Prima dell'introduzione dell'art. 114-*bis* t.u.f.³⁴¹ non era stabilito alcun obbligo informativo relativo all'approvazione di piani di compensi basati su strumenti finanziari³⁴². Attualmente, per tale categoria di compensi³⁴³ il legislatore ha prescritto

³⁴⁰ Si veda il "caso Parmalat", sentenza 18 dicembre 2008 del Tribunale di Milano.

³⁴¹ Testo dell'articolo riportato alla nota n. 11.

³⁴² Le informazioni si ricavavano applicando norme generali quali l'art. 114 t.u.f. secondo il quale il mercato deve essere informato qualora l'approvazione dei piani integri informazione privilegiata (art. 181 t.u.f.), nonché gli artt. 72 e 73 del Regolamento Emittenti in materia di informazione preventiva in occasione di aumenti, acquisti o alienazioni di azioni proprie.

l'obbligo della pubblicazione, almeno quindici giorni prima dell'assemblea, di un documento informativo contenente tutte le informazioni contemplate dall'art. 114 – bis I comma t.u.f.³⁴⁴, ulteriormente puntualizzate dalla Consob (a ciò delegata dal terzo comma³⁴⁵) in relazione alle varie modalità di realizzazione del piano. La disciplina si allinea con quanto auspicava la Commissione Europea con l' art. 6 della Raccomandazione 2004/913/CE relativa “ alla promozione di un regime adeguato per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori delle società quotate”: “l'approvazione preliminare degli azionisti, mediante una risoluzione dell'assemblea

³⁴³ Che la Consob, nel Documento di consultazione , indica come una tipologia del più ampio universo dei piani di compenso basati su incentivi di performance di lungo periodo.

Si ricorda inoltre che il *Combined Code* britannico del 2003 raccomanda di sottoporre all'approvazione degli azionisti tutti i piani di incentivo di lungo periodo (*long term incentive scheme* come definiti nelle *Listing Rules* della *United Kingdom Listing Authority*.

³⁴⁴ Art. 114– bis Informazione al mercato in materia di attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori

1 . I piani di compensi basati su strumenti finanziari a favore di componenti del consiglio di amministrazione, ovvero del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori non legati alla società da rapporti di lavoro subordinato, ovvero di componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori di altre società controllanti o controllate sono approvati dall'assemblea ordinaria dei soci. Almeno quindici giorni prima del termine fissato per l'assemblea, convocata per le deliberazioni di cui al presente comma, l'emittente mette a disposizione del pubblico la relazione con le informazioni concernenti: a) le ragioni che motivano l'adozione del piano; b) i componenti del consiglio di amministrazione [...] che beneficiano del piano ; b) bis [...]; c) le modalità e le clausole di attuazione del piano , specificando se la sua attuazione è subordinata al verificarsi di condizioni e, in particolare, al conseguimento di risultati determinati; d) [...]; e) le modalità per la determinazione dei prezzi o dei criteri per la determinazione dei prezzi per la sottoscrizione o per l'acquisto delle azioni; f) [...].

2. Le disposizioni del presente articolo si applicano agli emittenti quotati e agli emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante ai sensi dell'art. 116.

3. La Consob definisce con proprio regolamento le informazioni, relative agli elementi indicati nel comma I, che devono essere fornite in relazione alle varie modalità di realizzazione del piano, prevedendo informazioni più dettagliate per piani di particolare rilevanza .

³⁴⁵ Delega attuata con delibera n. 15915 del 3 maggio 2007 che ha inserito nel Regolamento Emittenti l'art. 84 – bis e lo Schema 7 dell'allegato 3 A il quale definisce il contenuto del documento informativo pre – assembleare.

generale annuale dei regimi secondo i quali gli amministratori sono remunerati in azioni, opzioni su azioni o altri diritti di acquistare azioni [...]”.

Ancora, la Consob all’art. 84– *bis* del Regolamento, oltre a definire il contenuto minimo del comunicato stampa richiedendo la sintetica descrizione delle ragioni che motivano i piani, gli elementi essenziali ecc., disciplina anche nuovi obblighi di informazione successiva: pone, infatti, in capo agli emittenti il dovere di informare il pubblico delle decisioni dell’organo competente inerenti all’attuazione dei piani già approvati, nonché degli aggiustamenti intervenuti a seguito di operazioni straordinarie sul capitale. Rispetto poi ai piani “di particolare rilevanza”, ovvero quelli destinati agli amministratori e ai dirigenti con responsabilità strategiche, (diversamente da quelli propri della generalità dei dipendenti), la Consob ha avvertito la necessità di “informazioni più dettagliate” collegate alla tipologia dei soggetti beneficiari del piano (art. 84– *bis* secondo comma): tra le altre, sono richieste informazioni sul ruolo svolto da ciascun amministratore nella determinazione delle caratteristiche del piano, ovvero sull’eventuale sussistenza di situazioni di conflitto di interesse, nonché sul ruolo dell’eventuale comitato remunerazioni (artt. 3.5 – 3.7 dello schema 7).

Anche il Codice di Autodisciplina dedica attenzione al trattamento delle informazioni societarie: all’art. 1.C.1, lett. j, si legge che, al fine di assicurare la corretta gestione delle informazioni societarie, il c.d.a. adotta, su proposta dell’amministratore delegato o del presidente del consiglio di amministrazione, una procedura per la gestione interna e la comunicazione all’esterno di documenti ed informazioni riguardanti l’emittente, con particolare riferimento alle informazioni privilegiate³⁴⁶. Il Presidente del consiglio di

³⁴⁶ Ai sensi dell’art. 181 t.u.f. per poter essere privilegiata l’informazione deve avere:

- a) carattere preciso
- b) non deve essere stata resa pubblica
- c) deve concernere, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari
- d) se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari. Si tratta del requisito della *price sensitivity*: la capacità dell’informazione di influire sulle scelte di investimento dell’investitore ragionevole.

amministrazione assicura la tempestività e completezza dell'informativa pre-consiliare, adottando le modalità necessarie per preservare la riservatezza dei dati e delle informazioni fornite³⁴⁷.

3.3 Dal c.d. modello renano verso il modello anglosassone: le “*stock option*”. La riforma del 2003: l'art. 2389 c.c.

Nel nostro ordinamento il fenomeno delle *stock option* si è originariamente diffuso, specie per le società quotate, pur in mancanza di una precisa disciplina normativa. Solo la regolamentazione secondaria di settore³⁴⁸, con lo sguardo rivolto, però, ai soli profili contabili, e l'autoregolamentazione (ovvero il Codice di autodisciplina delle società quotate del 2002) si sono occupate di detta prassi societaria. Il legislatore con l'inserimento del secondo comma dell'art. 2389 c.c. ha riconosciuto la liceità dell'attribuzione di *stock option* a titolo di compenso, prevedendo che i compensi degli amministratori possano essere costituiti, anziché da un compenso in denaro in misura fissa, dall'attribuzione del diritto di sottoscrivere ad un prezzo determinato azioni di futura emissione.

³⁴⁷ In *Commento*.

³⁴⁸ Il Regolamento Consob n. 11971/99 allegato 3 C, schema 2, richiede (lo si è visto) alle società di indicare nella nota integrativa al bilancio di esercizio i compensi a qualunque titolo e sotto qualunque forma prestati ad amministratori, sindaci e dirigenti; inoltre la Comunicazione Consob n. 11508 del 15 febbraio 2000 fornisce prescrizioni dettagliate circa le informazioni da rendere in occasione delle delibere assembleari o del c.d.a. relative all'adozione dei piani di *stock option* e sulle informazioni da inserire nel bilancio di esercizio.

Il codice di Autodisciplina delle società quotate del 2002 invece, all'art. 8 raccomandava, allineandosi alle *best practice* internazionali, che le società costituissero all'interno del consiglio di amministrazione, un comitato per la remunerazione e per gli eventuali piani di *stock option*, (con funzioni consultive e propositive), così stimolando il ricorso a detto strumento di remunerazione variabile.

E' una norma di carattere generale, quella ex art. 2389 c.c., secondo comma, nulla di specifico è difatti stabilito in ordine al procedimento di realizzazione del piano o del relativo regime informativo, per questo è al già accennato art. 114- *bis* del t.u.f. che deve farsi rinvio ³⁴⁹. Vi è chi ³⁵⁰ ha osservato che sarebbe stata più opportuna una disciplina di dettaglio in particolar modo nelle ipotesi in cui l'intera operazione si esaurisca all'interno del consiglio di amministrazione, provvedendo questo anche ad aumentare il capitale sociale, dietro delega dell'assemblea. Qui, oltre al già rilevato pericolo di autoliquidazione dei propri compensi, possono sorgere situazioni di conflitto. In questi casi taluni autori³⁵¹ parlano di larghi e continui obblighi di *disclosure* che graverebbero in capo a ciascun consigliere su ogni operazione di gestione suscettibile di generare aumento o diminuzione della possibilità di un guadagno personale.

Nella prassi si sono sviluppati diversi tipi di *stock option*, tra cui, in particolare: le *stock – purchase*, che conferiscono la facoltà di acquisto immediato di azioni ad un prezzo predeterminato; le *stock – grant*, che attribuiscono gratuitamente azioni; e le *stock option* in senso stretto, che consistono nella concessione di opzioni per il futuro acquisto o la futura sottoscrizione di azioni a scadenze prefissate ad un prezzo predefinito. Il legislatore del 2003 ha fatto espresso riferimento, come si è detto, alla sola attribuzione del diritto di sottoscrivere a prezzo determinato azioni di futura

³⁴⁹ Con riferimento alle sole società quotate (oltre che agli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante) la legge sulla tutela del risparmio, l. n. 262 del 2005, ha introdotto questa nuova disposizione la cui applicabilità è subordinata all'emanazione di apposito regolamento Consob. Viene regolata l'approvazione dei piani basati su azioni e strumenti finanziari da parte dell'assemblea, e imposto che informazioni dettagliate a mezzo di un comunicato devono essere trasmesse alla Consob, alla società di gestione del mercato e almeno a due agenzie di stampa al più tardi quindici giorni prima dell'esecuzione dei piani.

Si aggiunga, poi, che si è anche persa l'occasione per regolare le società non quotate che sfuggono alle regole emanate dalla Consob e alle raccomandazioni dell'autodisciplina.

³⁵⁰ Zanardo, *I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano*, *Giur. comm.*, 2006, pag. 747.

³⁵¹ Cfr. Bonelli, *La responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Milano, 2004, pag. 17.

emissione, ma si milita a favore del carattere esemplificativo della norma “non potendo interpretarsi l’omissione come un divieto di utilizzo delle altre modalità”³⁵².

La previsione contenuta all’ art. 2389 c.c. va letta in combinato disposto con gli artt. 2441 (in tema di diritti di opzione dei soci) e 2443 c.c. (delega agli amministratori dell’operazione di aumento del capitale sociale) del codice civile. La società, dunque, per attuare il piano di *stock option*, dovrà provvedere ad aumentare il capitale sociale, escludendo o limitando il diritto d’opzione che spetterebbe ai vecchi azionisti. Si distingue a seconda dei soggetti destinatari del piano: se si tratta di amministratori che siano anche direttori generali, ovvero dirigenti o dipendenti della società *nulla questio*, si darà applicazione all’ottavo comma dell’art. 2441 c.c.³⁵³, qui l’esclusione/limitazione del diritto d’opzione si presume, *ex lege*, conforme all’interesse sociale. Diversa la prescrizione se protagonisti sono amministratori che non siano anche dipendenti della società, in questo caso si applicherà il quinto comma del medesimo articolo che prevede che: “quando l’interesse della società lo esige, il diritto di opzione può essere escluso o limitato con la deliberazione di aumento del capitale, approvata da tanti soci che rappresentino oltre la metà del capitale sociale, anche se la deliberazione è presa in assemblea di convocazione successiva alla prima”. Detta norma, letta assieme al successivo comma sesto, subordina l’esclusione/limitazione del diritto di opzione alla predisposizione di una motivata relazione degli amministratori “[...] dalla quale devono risultare le ragioni dell’esclusione o della limitazione” (sesto comma); una

³⁵² Così si esprime Nazzicone, “ *Commento all’art. 2389* ” , *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, pag. 136. Non è mancato, certo, chi nella disciplina previgente sosteneva (Trib. Milano 1 settembre 1987) che la remunerazione dell’amministratore di società di capitali può consistere o in un compenso fisso o /e in una partecipazione agli utili, non già una remunerazione legata al fatturato dell’esercizio, in quanto parametro che non scontando i costi dell’esercizio è idoneo a superare il limite dell’art. 2431 (oggi art. 2432) a tutela del patrimonio sociale.

³⁵³ Che recita: “ Con deliberazione dell’assemblea presa con la maggioranza richiesta per le assemblee straordinarie può essere escluso il diritto di opzione limitatamente a un quarto delle azioni di nuova emissione, se queste sono offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società o di società che la controllano o che sono da essa controllate. L’esclusione dell’opzione in misura superiore al quarto deve essere approvata con la maggioranza prescritta nel quinto comma”.

relazione che va quindi redatta con precisione³⁵⁴, da cui dovrà necessariamente emergere esatta e concreta indicazione dell'interesse sociale perseguito. Nonostante il legislatore usi (al quinto comma) la rigorosa locuzione "si esige", si esclude che l'esclusione/limitazione debba interpretarsi come *conditio sine qua non* della soddisfazione dell'interesse sociale, ben potendo la promozione della massimizzazione del valore delle azioni essere perseguita con altri strumenti. Si privilegia, quindi, l'interpretazione per cui sufficiente a sacrificare il diritto di opzione sia l'esistenza di un interesse obiettivo e concreto la cui valutazione risponda semplicemente ad esigenze di opportunità gestionale.

Altra condizione cui l'esclusione/limitazione è subordinata è ravvisabile al sesto comma dell'art. 2441 c.c.: il prezzo di emissione delle azioni va calcolato sulla base del valore del patrimonio netto. E', in altre parole, obbligatoria l'emissione di azioni con sovrapprezzo, ciò consente di mantenere inalterato il rapporto tra patrimonio e capitale sociale, così scongiurando il pericolo di depauperamento del valore reale del titolo, e che risulti diluita la partecipazione dell'azionista. Si tratta di tutelare sotto il profilo patrimoniale i vecchi azionisti dall'operazione medesima e, più in particolare, assicurare che i nuovi sottoscrittori, esterni ed estranei alla compagine sociale, non si avvantaggino ingiustificatamente delle attività sino ad allora accumulate dalla società sotto forma di utili³⁵⁵.

Con il decreto legge n. 303 del 2006, di attuazione della delega per il coordinamento e l'adeguamento del t.u.f e del t.u.b., è stata innovata la legge n. 262 del 2005 sulla tutela del risparmio. Si chiarisce il tenore delle informazioni sui piani di *stock option* che l'emittente è tenuta a divulgare. La Consob, in forza del terzo comma dell'art. 114-bis³⁵⁶, ha conservato il potere di regolamentare le informazioni che devono essere fornite dalle società potendo controllare le stesse senza alcun potere di merito, bensì

³⁵⁴ Per Nazzicone, *op.cit.*, pag. 137, nella relazione dovranno menzionarsi l'entità delle opzioni concesse e la sua congruenza con le finalità della società, con i compiti attribuiti all'amministratore.

³⁵⁵ Così Zanardo, *op.cit.*, pag. 754.

³⁵⁶ Testo alla nota n. 44.

solo in conformità coi “principi internazionali in materia di vigilanza sull’informazione societaria”(art.118- *bis* t.u.f.). La nuova formulazione dell’art. 114 -*bis* prescrive genericamente che i piani siano “approvati dall’assemblea ordinaria dei soci”; il contenuto dell’informazione appare più puntuale con riferimento ai piani attinenti alle azioni - lettere e) ed f) - ma la norma in questione disciplina “i piani di compensi basati su strumenti finanziari”, tra questi vi rientrano oltre che azioni ed obbligazioni, anche quegli strumenti negoziabili sul mercato dei capitali previsti dal codice civile e strumenti derivati, quindi, sia quelli emessi dalla stessa società quotata sia quelli diffusi dalle società in rapporto di controllo con la prima, anche se non quotate. Infine il terzo comma, come più volte accennato nel corso della trattazione, stabilisce che la Consob “definisce con proprio regolamento le informazioni, relative agli elementi indicati nel comma primo, che devono essere fornite in relazione alle varie modalità di realizzazione del piano, prevedendo informazioni più dettagliate per piani di particolare rilevanza”. La regolamentazione Consob non ha ancora individuato un criterio uniforme per la individuazione degli stessi, sebbene sia stato segnalato³⁵⁷ “che i piani destinati agli amministratori, ai soggetti con funzioni di direzione ed ai dirigenti di più alto livello presentino maggiore interesse per la formazione delle aspettative degli investitori e delle relative decisioni rispetto a quelli destinati agli altri dipendenti”.

Sin qui, dunque, il quadro tratteggiato descrive i piani di *stock option* come strumenti che si è spinti ad adottare per una pluralità di ragioni: contribuiscono a ridurre i costi di *agency* relativi al rapporto di delega tra soci investitori e amministratori fornendo a questi ultimi incentivi volti a massimizzare l’interesse sociale e, più precisamente ancora, come si esprime Cappiello³⁵⁸, essi trasferiscono parte del “rischio d’impresa “

³⁵⁷ Consob, Reg. Emittenti, *Disciplina attuativa dell’art.114-bis del t.u.f. introdotto dalla legge n. 262/05 su informazione al mercato in materia di attribuzione di piani di compensi basati su strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori*, Documento di consultazione, 23 febbraio 2007.

³⁵⁸ L’autore, “ *Stock option e corporate governance* “, AGE , 2003, pagg. 48 e ss., rileva come lo scarto tra l’ipotetico valore di mercato delle azioni e opzioni concesse e, dall’altro lato, il valore che il management attribuisce alle stesse (il c.d. valore idiosincratico) si spiega come il “premio” che i *manager* esigono per la sopportazione del rischio d’impresa, rispetto al quale tendono ad essere avversi in ragione della concentrazione nella società del loro investimento in capitale umano. Conferma questa forbice nell’apprezzamento dello strumento da parte degli amministratori Hall, *Six challenges in designing*

degli azionisti al *management*, al fine di limitare la divergenza degli interessi tra le parti.

Si è giunti ad affermare³⁵⁹ che le *stock option* siano “ una delle tante novità alle quali ci sta abituando il passaggio ad un tipo di ordinamento societario più orientato al mercato, più sensibile ai valori e alle esigenze finanziarie che a quelle prettamente industriali. Anche questa è forse una conseguenza del progressivo spostamento della nostra economia e del nostro diritto societario dal c.d. modello renano verso il modello anglosassone “.

3.3.1 L'evoluzione del regime fiscale delle “*stock option*”

Il regime fiscale agevolato per le *stock option*, introdotto dal decreto legislativo n. 505 del 1999, consistente nella esclusione da imposizione in capo al lavoratore dipendente del reddito in natura derivante dalla assegnazione di azioni della società con la quale il lavoratore intrattiene il rapporto di lavoro o di altra società del gruppo (art. 51 comma II lettera g-bis del testo unico delle imposte sui redditi (t.u.i.r.)), successivamente modificato dal decreto legge n. 262 del 2006 (convertito con modificazioni dalla legge n. 286 del 2006), è stato abolito dal decreto legge n. 112 del 2008 (convertito con modificazioni dalla legge 26 agosto 2008, n. 133). Ciò è quanto si legge dalla Circolare 9 settembre 2008, n. 54 dell' Agenzia delle Entrate. Ai sensi del d.l. n. 262 del 2006, collegato alla Legge Finanziaria 2007, il reddito escluso da imposizione è costituito dalla differenza tra il valore delle azioni al momento dell'assegnazione e l'ammontare corrisposto dal dipendente, a condizione che il predetto ammontare sia almeno pari al

equity-based pay, NBER Working Paper 9887, 2003, pag. 5, il quale afferma che questo scarto per le *stock option* si aggira intorno al 40%.

³⁵⁹ Rordorf, “*Stock option* “ ed informazione del mercato”, in *Soc.*, 2001, pag. 151.

valore delle azioni stesse alla data dell'offerta e che le partecipazioni possedute dal dipendente rappresentino una percentuale di diritti di voto o di partecipazione al capitale della società non superiore al 10%. L'art. 51, comma 2°*bis*, del t.u.i.r. disponeva che per poter usufruire dell'agevolazione fiscale dovevano ricorrere congiuntamente le seguenti ulteriori condizioni:

a) che l'opzione fosse esercitabile non prima che fossero scaduti tre anni dalla sua attribuzione;

b) che al momento in cui l'opzione fosse esercitabile la società risultasse quotata in mercati regolamentati;

c) che il beneficiario mantenesse almeno per i cinque anni successivi all'esercizio dell'opzione un investimento nei titoli oggetto di opzione non inferiore alla differenza tra il valore delle azioni al momento dell'assegnazione e l'ammontare corrisposto dal dipendente. Con la prima condizione, spiegava la Circolare applicativa dell'Agenzia delle Entrate n. 1/E emanata in data 19-01-2007, la norma intendeva incentivare il processo di fidelizzazione dei destinatari dei piani di *stock option*, in genere legati al periodo di crescita di valore dei titoli ai quali si riferisce il diritto di opzione (c.d. *vesting period*); che tale condizione andava verificata in concreto secondo le specifiche previsioni contenute nei piani deliberati dalla società; che a tal fine, i piani in corso, già deliberati prima dell'entrata in vigore della nuova disciplina (3 ottobre 2006), ove non prevedessero un termine obbligatorio per l'esercizio dell'opzione, oppure prevedessero un *vesting period* inferiore ai tre anni, potevano essere adeguati per poter usufruire dell'agevolazione, senza che tali modifiche costituissero fattispecie novative.

La seconda condizione imposta difettava di chiarezza, non specificava, infatti, se quotata dovesse essere la società le cui azioni fossero oggetto di opzione o quella con cui il beneficiario conservava un rapporto di lavoro, né precisava se il requisito della "quotazione" dovesse sussistere nel momento in cui l'opzione diveniva esercitabile, o anche successivamente, purché prima dell'effettivo esercizio da parte del suo titolare³⁶⁰.

³⁶⁰ Cfr. Iannello, *Collegato fiscale 2007: le principali novità della legge di conversione*, in *Le Società*, 2007, pag. 99.

L'amministrazione finanziaria, in merito a ciò, osservava "come non fosse sufficiente il fatto che la quotazione delle azioni fosse stata semplicemente disposta, essendo necessario che le azioni risultassero effettivamente negoziate nei mercati regolamentati al momento in cui l'opzione era esercitabile".

Per la terza condizione, contrariamente al regime previgente che imponeva un vincolo di indisponibilità delle azioni assegnate per un quinquennio, la nuova norma prevedeva che il beneficiario dovesse mantenere per almeno cinque anni successivi all'esercizio dell'opzione non la totalità delle azioni che gli fossero state attribuite, ma un investimento nei titoli oggetto di opzione non inferiore alla differenza tra il valore delle azioni al momento dell'assegnazione e l'ammontare corrisposto dal dipendente.

L'art. 82, comma ventitreesimo, prosegue invece la Circolare 54/E/2008, del d.l. 25 giugno 2008 n. 112 (convertito con modificazioni dalla l. n. 133 del 2008) ha provveduto ad abolire il suddetto regime agevolato³⁶¹. La citata disposizione ha previsto l'abrogazione della lettera *g-bis* dell'art. 51 del t.u.i.r.; di conseguenza, la differenza, cui prima si è accennato, tra valore delle azioni al momento dell'assegnazione del diritto di opzione e l'ammontare corrisposto dal dipendente concorre sempre a formare il reddito imponibile da lavoro dipendente³⁶². L'eventuale plusvalenza derivante dalla cessione delle azioni ricevute sarà assoggettata a tassazione quale *capital gain*³⁶³, ai sensi dell'art. 68, comma sesto, del t.u.i.r. con l'aliquota del 12,50%.

Si fa poi presente che nessuna modifica è stata apportata alla disciplina fiscale delle azioni assegnate alla generalità dei dipendenti di cui all'art. 51, comma secondo, lettera

³⁶¹ Fenomeni di doppia tassazione, che originavano dalla normativa previgente, hanno sollecitato l'abrogazione della lettera *g-bis* contenuta nel citato comma II dell'art. 51 del t.u.i.r..

³⁶² Un comunicato stampa datato 10 settembre 2008 corregge un refuso della circolare n. 54/E diffusa il giorno prima, Il testo corretto è il seguente: "... la differenza tra il valore delle azioni al momento dell'**esercizio** del diritto di opzione e l'ammontare corrisposto dal dipendente concorre a formare il reddito imponibile da lavoro dipendente".

³⁶³ Ovvero guadagno in conto capitale, è la plusvalenza derivante dalla vendita di titoli e partecipazioni azionarie a prezzi superiori a quelli di acquisto.

g) del t.u.i.r.. Rimane, dunque, ferma l'esclusione dal reddito di lavoro dipendente del valore delle azioni offerte ai dipendenti a condizione che le azioni:

1. siano offerte alla generalità dei dipendenti;
2. abbiano un valore complessivamente non superiore ad euro 2.065,83 per ciascun periodo di imposta; superata tale soglia, la sola eccedenza è assoggettata ad imposizione;
3. non siano riacquistate dalla società emittente o dal datore di lavoro o comunque cedute prima che siano trascorsi almeno tre anni dalla assegnazione.

L'articolo 82, comma ventiquattresimo, del d.l. n.112 del 2008, disciplina la decorrenza della disposizione abrogativa del previgente regime : “si applica in relazione alle azioni assegnate ai dipendenti a decorrere dalla data di entrata in vigore del presente decreto”³⁶⁴. L'abrogazione opera, quindi, anche in relazione ai piani già deliberati alla data di entrata in vigore del suddetto decreto legge, con riferimento alle azioni assegnate a decorrere da tale data (25 giugno 2008).

Infine, la legge n. 133 del 2008 di conversione del citato decreto legge n. 112 ha modificato anche il regime di imponibilità ai fini previdenziali delle azioni assegnate ai dipendenti. In particolare, il comma ventiquattresimo- *bis* dell'art. 82 in commento, inserito in sede di conversione, ha integrato quanto già disposto dall'art. 27 del D.P.R. 30 maggio 1955, n. 797, Testo Unico delle norme concernenti gli assegni familiari. Al comma quarto del citato art. 27, che individua le somme ed i redditi corrisposti ai lavoratori dipendenti che si considerano esclusi dalla base imponibile ai fini contributivi, sono stati ora aggiunti, alla lettera g- *bis*, i redditi da lavoro dipendente derivanti dall'esercizio di piani di *stock option*, i quali, pertanto, non saranno assoggettati a prelievo ai fini previdenziali. Anche tale disposizione, ai sensi del successivo comma ventiquattresimo- *ter* dell'art. 82 del d.l. 112 del 2008, ha efficacia

³⁶⁴ Si precisa che la data di assegnazione delle azioni coincide con quella di esercizio del diritto di opzione, a prescindere dal fatto che la materiale emissione o consegna del titolo avvengano in un momento successivo.

con riferimento alle azioni assegnate ai dipendenti a decorrere dalla data di entrata in vigore del decreto legge medesimo.

Conclusioni

Per comprendere le regole di funzionamento del diritto societario e dei rapporti interni alla società per azioni, non si può prescindere dalla valutazione del mercato finanziario di riferimento, tanto della sua struttura proprietaria quanto del meccanismo del controllo azionario, poiché nelle moderne società per azioni alla proprietà azionaria non corrisponde necessariamente il potere di determinare la politica gestoria attraverso l'esercizio del voto³⁶⁵.

In Gran Bretagna domina un modello caratterizzato da un mercato dei capitali estremamente liquido e di ampie dimensioni, e dalla presenza di grandi e medie imprese. L'estrema parcellizzazione della proprietà azionaria ha permesso di accostare questo modello a quello americano sotto il termine di "capitalismo manageriale"³⁶⁶. Come gli Stati Uniti, infatti, il Regno Unito ha dato vita ad un sistema di tipo one tier: vi è un solo organo all'interno del quale si svolgono sia le funzioni di amministrazione che di controllo, il board. L'azionariato diffuso, lo si è detto più volte, si connota per la separazione tra i titolari del capitale di rischio e gli amministratori dell'impresa ed il pericolo di abuso di potere di questi ultimi, tanto forti ed autonomi da essere in grado di gestire la società nel proprio interesse, non già secondo quello degli azionisti. A causa di ciò, in Inghilterra, gli economisti hanno focalizzato l'attenzione sul tema degli agency costs, ovvero, le spese generate, in questo particolare caso, dall'instaurazione del rapporto di delega che lega managers ed azionisti. In un sistema imprenditoriale market-oriented come quello in commento, la chiave per manlevare dal rischio di condotte opportunistiche da parte dei gestori dell'azienda è stata individuata in regole che imponessero a questi la trasparenza del proprio operato.

D'altronde, il buon funzionamento dei mercati esige il trasferimento agli operatori delle necessarie informazioni; si ritiene che "per far funzionare al meglio i mercati finanziari serve solo un'informazione adeguata, corretta ed accessibile a tutti, privati

³⁶⁵ Così S. Bruno, *op.cit.*, pag. 89.

³⁶⁶ Così Fiori-Tiscini, *op.cit.*, pag. 114.

ed istituzionali, per porre l'investitore nella piena consapevolezza dei rischi»³⁶⁷. Il fitto dibattito scatenatosi attorno alle remunerazioni non appropriate corrisposte agli amministratori³⁶⁸ ha unito legislatori, Autorità di vigilanza, operatori del mercato nella convinzione che l'inadeguatezza del sistema dei controlli e degli obblighi di informazione abbia contribuito ad alimentare l'attuale crisi economico-finanziaria.

Il legislatore del Companies Act 2006, quindi, consapevole che la realizzazione di soddisfacenti obiettivi aziendali non può andare disgiunta da un'esauriente diffusione di informazioni, ha imposto, ad esempio, alla section 439³⁶⁹, che gli amministratori predispongano un remuneration report per ogni esercizio finanziario, completo di tutte le informazioni relative ai compensi percepiti a vario titolo dai managers. Report soggetto all'approvazione dell'assemblea dei soci; il perché questa soluzione normativa agli "eccessi" dei managers presti il fianco a critiche sta nella natura non vincolante della suddetta risoluzione assembleare³⁷⁰.

Si rammenti, poi, che nel Regno Unito, lo si è evidenziato, più dell'80% delle società quotate sono controllate da investitori istituzionali, la maggior parte dei quali sono fiduciari, ovvero non sono proprietari delle azioni ma possono esercitare il diritto di voto per conto di altri soggetti. Tra questo tipo di investitori primeggiano le banche d'affari ed altre società specializzate nella gestione societaria (investment managers o managing companies) non appartenenti né al settore bancario né a quello assicurativo. E' presso questi ultimi soggetti che può individuarsi il centro di gestione effettiva della proprietà azionaria, ed è per questo che il sistema finanziario britannico è stato

³⁶⁷ J.L. Langton, *chief executive e secretary general dell'International securities market association (Isma)*, in un'intervista rilasciata al Sole 24Ore.

³⁶⁸ Si vedano, a tal proposito, i casi citati *supra* cap. I, par. 1.3.2.

³⁶⁹ Testo alla nota 166, *supra* cap. I, par. 1.3.2.

³⁷⁰ Come sostengono Canyon e Sadler, *op.cit.*, 18: 296-312.

descritto come un mercato controllato, attraverso una “costellazione di interessi”³⁷¹, da parte degli investitori istituzionali³⁷².

Si è ampiamente analizzato, nel corso del presente lavoro, il riflesso di questo tessuto economico sui lavori di riforma del diritto societario inglese: all’eccezionale potere detenuto sul mercato finanziario dagli *institutional investors* fungono da contrappeso un ruolo e responsabilità fondamentali a loro attribuiti nella *corporate governance* della *public company*³⁷³. Gli investitori istituzionali sono oggi chiamati, per espressa previsione del “UK Stewardship Code”, a sorvegliare l’operato dei *directors*, dando impulso ad una politica efficace di gestione dei conflitti di interesse. Il legislatore incoraggia, per questo, un rapporto dialogante tra investitori istituzionali e società, sollecitando i primi alla più ampia disclosure in merito alle attività di voto al fine di tutelare e valorizzare gli interessi degli azionisti³⁷⁴.

Diverse le basi su cui poggia il sistema italiano, il cui modello di governance, imprenditoriale-familiare³⁷⁵ risulta caratterizzato dalla concentrazione della proprietà delle imprese nelle mani di un limitato numero di azionisti, soci di maggioranza o di controllo, in genere ristretti gruppi familiari che vantano un ruolo attivo nella gestione

³⁷¹ L’espressione è di John Scott, *Corporate business and capitalist classes*, Oxford University Press, Oxford, 1997, pagg. 57, 117, 137 e ss.. Secondo l’Autore: “With the rise of organized capitalism, the large corporate enterprise supplemented the “invisible hand” of corporate planning, bureaucratic hierarchy, and cohesive intercorporate relations. The growth of institutional shareholding has helped to create a pattern of “disorganized” or deregulated capitalism that has led to the emergence of the “invisible handshake” that connect enterprises into diffuse intercorporate networks. With some simplifications, this development from liberal to organized and to disorganized capitalism can be characterized as involving a shift from “market” to “hierarchy” to “network” in incorporate reations”.

³⁷² Non si dimentichi che le banche giocano un ruolo chiave in questo sistema, in ragione della gestione dei fondi e dell’attività di consulenza societaria.

³⁷³ Come rileva S. Bruno, *op.cit.*, pag. 91.

³⁷⁴ Si vedano i *Principles del UK Stewardship Code*, *supra* cap. I, parag. 1.2.7.

³⁷⁵ Quella in tema di *corporate governance* è stata definita “un’anomalia italiana” da Brigantino, commissario Consob, durante la conferenza “I meccanismi della integrità aziendale: il sistema di Corporate Governance”. L’esperienza italiana, mostrando affinità sia con la tipologia “*insider system*” sia con quella “*outsider system*”, ha dato vita ad un modello ibrido di governance, come rilevano, *ex multis*, Fiori e Tiscini, *op. cit.*, pag. 123.

dell'impresa; dalla diffusione di gruppi piramidali che rendono possibile il controllo con un investimento limitato; da un tessuto imprenditoriale caratterizzato da piccole e medie imprese; dalla continua interferenza dello Stato e scarsa presenza, soprattutto nel passato, degli investitori istituzionali. Il peso di questi ultimi ed il lento sviluppo del mercato borsistico rispetto a quello degli altri principali paesi europei hanno costretto il legislatore ad orientare la propria attività verso obiettivi di tutela degli interessi dei soci di minoranza, minacciati dalla presenza di azionisti di controllo all'interno della società (i blockholders). Più precisamente, poiché gli azionisti di riferimento detengono la proprietà del capitale ed il diritto di guidare l'impresa attraverso il consesso degli amministratori, essi possono, per questo, esercitare un controllo assai più incisivo rispetto ai loro omologhi inglesi, un controllo relativo anche ai criteri di determinazione dei compensi dei managers. In virtù di ciò, nel nostro Paese, non si è prestato attenzione ai meccanismi di controllo dell'operato degli amministratori, bensì alla protezione degli interessi degli azionisti di minoranza, in posizione di fisiologica debolezza rispetto al socio di controllo.

Diversamente dalla Gran Bretagna, la concentrazione della proprietà costituisce un ostacolo a dare liquidità al mercato, sebbene presenti anche qualche effetto positivo³⁷⁶: i blockholders, infatti, hanno maggiori motivazioni a monitorare le attività del management ed i grandi investitori hanno la possibilità di concertare più agevolmente le loro azioni per potenziare la società.

Tuttavia si segnala il documento firmato da Confindustria il 22 luglio 2011, in risposta alla consultazione della Commissione europea Green Paper "The EU corporate governance framework", il quale rileva come la tutela degli azionisti minoritari sia tra i principi cardine del Testo Unico della Finanza (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) e della riforma del diritto societario del 2003. L'obiettivo perseguito da questi interventi normativi è stato di bilanciare la stabilità e l'efficienza della gestione con la garanzia del disinvestimento tempestivo e con l'attribuzione di significativi diritti di intervento e di partecipazione (ad es. i cc.dd. diritti di voice, il meccanismo di sollecitazione e

³⁷⁶ Come rilevano Fiori e Tiscini, *op.cit.*, pag. 124.

raccolta delle deleghe, la possibilità per una minoranza qualificata di soci di promuovere l'azione sociale di responsabilità). Successivamente, la legge 28 dicembre 2005, n. 262, recependo la raccomandazione del 12 febbraio del 2005, ha ulteriormente rafforzato il quadro delle tutele, introducendo la figura dell'amministratore di minoranza e dell'amministratore indipendente, di cui si è già trattato.

Si noti come, al pari di quello inglese che vi aveva già provveduto nel 2006, il legislatore nazionale si sia sforzato di garantire una corretta, continua ed esaustiva informativa sui processi decisionali e sul sistema di controllo dell'attività aziendale. Così, quanto alla trasparenza, il nostro ordinamento ha introdotto il già esaminato art. 123-bis t.u.f., dando attuazione alle raccomandazioni 2004/913/CE e 2009/385/CE relative alla relazione illustrativa della politica di remunerazione da sottoporre al vaglio dell'assemblea dei soci.

Secondo quanto manifestato da Confindustria e dal Governo inglese in merito alla già citata consultazione della Commissione europea sul Green Paper, entrambi gli ordinamenti sono già perfettamente conformi agli obiettivi indicati dalla Commissione nel Libro Verde, dal momento che sono previsti come obbligatori sia la predisposizione – e la relativa disclosure - sia il voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione. Inoltre, si legge in entrambi i documenti di risposta che ulteriori interventi in materia da parte dell'Unione Europea si ritengono superflui, essendo piuttosto necessario monitorare l'attuazione nei singoli ordinamenti nazionali delle Raccomandazioni del 2009, valutando nel medio periodo i suoi effetti in termini di efficacia e trasparenza.

I sistemi anglosassone e italiano si distinguono e si distanziano, però, per quel che concerne la diffusione dei piani di incentivazione azionaria. Questi hanno trovato terreno fertile nell'ordinamento inglese in ragione della peculiare struttura economico-finanziaria delle public companies e la progressiva perdita di fiducia nei mercati, intesi come meccanismi autosufficienti e regolatori dei comportamenti dei managers. Nel nostro Paese, invece, solo di recente (a partire dal 1998) si è registrato un sensibile incremento dell'utilizzo di stock option plans. Le ragioni sembrano riconducibili ad un progressivo avvicinamento della nostra cultura verso strutture atte al recepimento di

sistemi di incentivazione manageriale sulle performance, oltre che al favorevole regime fiscale già commentato³⁷⁷. Si aggiunga che studi empirici sembrano confermare che – diversamente dagli Stati Uniti – il trend positivo di crescita del fenomeno nel nostro Paese non ha subito eclatanti cambiamenti di rotta (se si esclude una lieve inflessione dovuta ai recenti scandali finanziari datati 2001-2002: Enron; WorldCom; Global Crossing). Nelle società quotate i piani di stock option risultano, al contrario, elemento stabile, “key component” del pacchetto retributivo di categorie sempre più vaste di dipendenti, anche se non coincidenti con le più elevate qualifiche dirigenziali³⁷⁸.

Di fronte a tali sistemi incentivanti, lo si è visto³⁷⁹, si alternano atteggiamenti di netto criticismo e convinta approvazione. Si tratta di uno strumento estremamente variegato al suo interno, quanto ai suoi destinatari, al periodo di maturazione e di esercizio dell’opzione, al metodo di pagamento ecc.. Quel che è certo è che al fine di legare realmente il compenso dell’amministratore agli effetti positivi apportati alla società e agli azionisti dall’attività svolta, il piano potrebbe essere strutturato in maniera da subordinare l’esercizio delle opzioni al raggiungimento di prestabiliti obiettivi aziendali³⁸⁰; oppure di un certo indice di redditività³⁸¹; o di un parametro di

³⁷⁷ Come notano D. Benincasa e A. Miglionico, *op.cit.*, pag. 25, che sul punto rinviano a Riccaboni, *L’influsso della cultura nazionale dello sviluppo degli strumenti del controllo dei risultati*, relazione presentata al convegno AIDEA Continuità e rinnovamento negli studi economico-aziendali, Pisa, 1990, pag. 83.

³⁷⁸ Sul punto, si veda l’approfondimento svolto da Hall e Murphy, *The trouble with stock options*, in 17 *Journal of Economic Perspectives*, n. 3, 2003, pagg. 49 e ss., i quali ritengono rappresenti un problema assegnare *stock options* a troppe persone e, in particolare, ad *employees* con posizioni di molto inferiori rispetto al *top-executive level* (o in alcuni casi a tutti gli *employees*).

³⁷⁹ Si veda cap.I, parag. 1.2.2.1.

³⁸⁰ In Italia, per esempio, al fine di ottenere la qualifica di Star, è necessaria la previsione che una parte della remunerazione degli amministratori delegati sia legata, anche sotto forma di stock option, alla realizzazione di obiettivi individuali predefiniti e/o ai risultati economici conseguiti dalla società; o, in alternativa, la nomina di un comitato per la remunerazione (si vedano gli artt. 2.2.3, comma 3°, lett.m) del Regolamento di Borsa).

³⁸¹ Come il ROE (*Return on equity*) che rappresenta la redditività del capitale netto; il ROI (*Return to investment*) la redditività del capitale investito; l’EBIT (*Earnings before Interest and taxes*) ovvero il risultato di esercizio prima della gestione finanziaria e straordinaria e delle imposte ecc.

misurazione del valore, come l'EVA (Economic Value Added, rappresentato dalla differenza tra gli utili operativi e il capitale impiegato per produrli)³⁸². Non deve, difatti, tralasciarsi che tra le controindicazioni che i piani di stock option presentano vi è quella legata al rischio di short termism: trattasi di una vera e propria ossessione per il breve termine a cui sovente si sacrificano le strategie aziendali. Si segnala, in proposito, che la Commissione europea sta lavorando al completamento di una riforma organica del settore finanziario per far fronte, inter alia, a tale predilezione³⁸³.

Prevenire gli eccessi nelle retribuzioni agli amministratori rappresenta una delle principali finalità dei codici di autodisciplina, la cui esperienza ha avuto origine nell'ordinamento inglese che, sin dal 1991, ha istituito diversi Comitati al fine di istituzionalizzare un controllo più incisivo sulle condotte manageriali attraverso l'introduzione di alcune regole minime di best practice. Si ricorderanno i report emanati a seguito dei lavori dei diversi comitati succedutisi negli anni: Cadbury, Greenbury, Hampel, Higgs e Smith reports, confluiti nel Combined Code on Corporate Governance del 2003. L'Italia, nel marzo del 2006, ha presentato il nuovo testo del Codice di Autodisciplina delle società quotate, profondamente rielaborato dal Comitato per la Corporate Governance promosso da Borsa Italiana s.p.a..

Si ritiene³⁸⁴ che i codici di autodisciplina abbiano il pregio di indurre comportamenti virtuosi attraverso l'adozione spontanea di regole, anziché per mezzo della rigida imposizione normativa. Ciò può consentire un adeguamento progressivo, condiviso, non immediato bensì sul medio periodo, e per questo probabilmente effettivo. L'influenza straniera è evidente nella scelta di combinare autonomia ed eteronomia nel

³⁸² Così A. Zanardo, *op.cit.*, pag. 745.

³⁸³ Si veda, a tal proposito, la *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e alla Banca Centrale Europea- Regolare i servizi finanziari per garantire una crescita sostenibile /COM /2010 / 0301 def./*. Disponibile sul sito Internet: <http://eur.lex.europa.eu>. La Commissione sta fronteggiando, al contempo, la mancanza di responsabilità di taluni operatori finanziari, oltre che la scarsa gestione del rischio, correggendo alla base le lacune del quadro di vigilanza e di regolamentazione.

³⁸⁴ P. Montalenti, *Nuove funzioni degli organi societari: verso la corporate governance?*, Atti del Convegno di Studio, Courmayeur 28-29 settembre 2001, AA.VV., Giuffrè, 2002, pag. 204.

*nostro sistema. Al contempo, colpisce l'analiticità con la quale il legislatore inglese ha regolato la maggior parte degli istituti presenti nel Companies Act 2006, un corpus normativo che tende a rassomigliare ad un codice di un ordinamento di civil law, che si segnala, inoltre, per aver positivizzato regole e principi frutto di elaborazione giurisprudenziale*³⁸⁵.

Il processo di armonizzazione e avvicinamento tra ordinamenti avviato dall'Unione Europea ha permesso che le differenze tra queste due tradizioni giuridiche occidentali si assottigliassero progressivamente. Dall'analisi comparata dei due codici di autodisciplina, emerge limpidamente la convergenza sull'opportunità di una piena disclosure di tutte le componenti dei compensi degli executive directors delle società quotate e della nomina di un remuneration committee, costituito da amministratori non esecutivi, che proponga al board e sottoponga periodicamente a revisione la politica retributiva adottata nei confronti degli amministratori con incarichi esecutivi.

*Nel tentativo di approfondire i legami tra corporate governance e sistemi di remunerazione dei managers, si è osservato*³⁸⁶, *infatti, che in presenza di un sistema di "governance debole" gli azionisti sono costretti a delegare ai propri amministratori talune funzioni di governo: ne conseguono compensi più elevati che si presentano come "efficiency wages" necessari per risolvere un problema di agency. Al contrario, una "governance forte" favorisce retribuzioni più basse se sostenuta da efficienti funzioni di audit e strumenti di monitoraggio che permettano agli azionisti un effettivo controllo sulle attività dei managers.*

³⁸⁵ Come sottolinea M. L. Vitali, *op.cit.*, pag. 222, che sul punto richiama le riflessioni di A. Lordi, *Valori etici e principio di complementarità tra sistemi giuridici*, in *Contr. Impr.*, 2007, pagg. 84 e ss., "dal punto di vista storico, sia il diritto inglese quanto il diritto americano hanno enfatizzato l'attrazione che il *civil law* ha avuto per il giurista anglofono. Infatti, se anche si è precisato che l'ordinamento inglese non ha operato la "ricezione" del diritto romano come gli ordinamenti continentali, d'altro canto se ne riconosce l'importanza per i principi e i valori che esso esprime [...]. In realtà dalle fonti si evince che nel XVI secolo in Inghilterra si fece strada l'idea della "ricezione" del *civil law* affinché si rimediasse ai "difetti del diritto inglese". Per i *common lawyers* "non v'è dubbio che il diritto inglese è molto caotico, e la soluzione al problema potrebbe essere di "recepire il diritto civile dei romani che ora è il diritto comune di quasi tutte le nazioni cristiane".

³⁸⁶ V. Conti, *op.cit.*, pag. 82, che richiama il lavoro di V.V. Acharya e P. Volpin, *Corporate Governance Externalities*, consultabile su <http://ssrn.com/abstract=1076522>, August 2008.

Appare evidente, quindi, che legislatori ed Autorità di Vigilanza di entrambi i Paesi analizzati indichino alle società, quale obiettivo primario della loro politica remunerativa, l'allineamento degli interessi di azionisti ed amministratori attraverso i citati sistemi incentivanti; consapevoli, tuttavia, che solo i mercati finanziari³⁸⁷, giudici del funzionamento del consiglio di amministrazione e dei risultati aziendali, incorporeranno nei prezzi delle azioni la qualità della governance.

³⁸⁷ Come osserva G. Ferrarini, *op.cit.*, pag. 98.

Bibliografia

Introduzione

Bebchuk e Fried, *Pay without performance: overview of the issues*, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 17, num. 4, Amorgan Stanley Publication, 2005

Guido Rossi, *Le c.d. regole di “corporate governance” sono davvero in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in *Riv. Soc.*, 2001

Capitolo I

Kraakman e Hansmann, *The anatomy of Corporate law: A comparative and functional approach*, *Oxford University Press*, 2009

Williamson, *The economic institution of capitalism*, *Free press*, 1985

S. Ross, *The economic theory of agency: the principle's problem*, 63, *American Economic Review*, 1973

Mongello A., *Ordinaria e straordinaria amministrazione in material di società*, in *Diritto fallimentare*, 1979, II

Kahn-Freund O., *Comparative law as an Academic Subject*, in Cappelletti (a cura di), *New perspectives for a common law of Europe*, Atti del Colloquium of the European University Institute, Bruylant, 1978

Varano, Barsotti, *La tradizione giuridica occidentale, Testi e materiali per un confronto civil law e common law*, vol. I, III ed., Giappichelli Editore, Torino, 2006

De Poli, *La governance delle banche inglesi dopo la crisi finanziaria ed il Walker Review of corporate governance in UK banks*, *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n.1, 2010

K.Costa, *The consensus of the governed: Re-imagining Corporate Governance* (dattiloscritto)

Pierre Di Toro, *Corporate Governance. Principi di comportamento per il governo delle società di capitali*, Gruppo 24 ore, Milano, 2010

Guido Rossi, *Le c.d. regole di corporate governance sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, *Rivista delle società*, 2001

Bebchuk e Fried, *Executive compensation as an agency problem*, *Journal of economic perspectives*, volume 17, number 3, 2003

Jensen and Murphy, *Performance pay and top management incentives*, *Journal of political economy*, 98:2, 1990

Blanchard, Lopez -de -Silanes and Shleifer, *What do firms do with cash windfalls?*, *Journal of financial economics*, 36:3

M. c. Jensen, K.J. Murphy e E.G. Wruck, *Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, Harvard NOM Working Paper No. 04-28- Finance Working Paper No. 44/2004

Ehrbar, EVA. *The real key to creating wealth*, Ed. John Wiley and Sons., 1998

Banerjee-Gatchev-Noe, Working Paper, 2004, pag. 29 del sito <http://www.paper.ssnr.com/>

V. Conti, *La remunerazione degli amministratori nelle società di capitali*, Amatucci, *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Giuffrè, 2008

Airoldi, Zattoni *Piani di stock option. Progettare la retribuzione per il top management*, Egea, Milano, 2001

Marchetti, *La nexus of contracts theory*, Milano, 2008

Benincasa, Miglionico, *Stock option, un'evoluzione nella governance*, 2008

Bebchuk, Fried, Walker, *Managerial power and rent Extraction in the design of executive compensation*, in 69 *The University of Chicago Law Rev.*, 2002

- Bonafini, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, in *Quaderni di giur. Comm.*, Milano, 2005
- Mosco, *Commento all'art. 2389*, Niccolini, Stagno, D'Alcontres (a cura di) *Società di capitali. Commentario, II*, pag. 634
- De Feo, *Commento all'art.2389*, in Bonfante, Corapi, Marziale, Rordorf, Salafia (a cura di), *Codice commentato delle società*, Milano, 2007
- Mignoli, *La partecipazione agli utili spettante agli amministratori*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1966
- Bonelli, *Gli amministratori di società per azioni dopo la riforma delle Società*, Giuffrè, 2004
- L.A. Bebchuk e H. Spamann, in *Regulating Bankers' Pay*, *Georgetown Law Journal*, vol. 98, No. 2, pagg. 247-287, 2010, *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 641*
- Cappiello, *Stock option e corporate governance*, in *AGE*, 2003
- Pacini, *Tecniche di remunerazione variabile dei manager, un bene o un male?*, consultabile su www.dse.ec.unipi.it
- Bebchuk e Fried, *Pay without performance: overview of the issues*, *Journal of applied corporate finance*, vol. 17, n. 4, *A Morgan Stanley Publication*, 2005
- J.G. Hill e C.H. Yablon, in *Corporate governance and executive remuneration: rediscovering managerial positional conflict*, *University of New South Wales Law Journal*, vol.25, pag. 40, 2002, *Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 03-02*.
- A. Zanardo, *I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano*, *Giurisprudenza commerciale*, 2006
- J.A. Kreinberg, in *Reaching beyond performance compensation in attempts to own the corporate executive*, *45 Duke LJ* 138, 144-146, (1995); e J.E. Parkinson, *Corporate power and responsibility: issues in the theory of company law*, Clarendon Press, Oxford, 1993
- Cappiello, *"La remunerazione degli amministratori" incentivi azionari e creazione di valore*. Giuffrè, 2005

- M.A. Eisenberg, *The structure of corporate law*, 89 *Colum L Rev* 1461, 1471-1472, (1989)
- Robert D. Ellis, *Equity derivatives, executive compensation, and agency costs*, in *Hous L Rev*, 1998
- Brick, Palmon e Wald, *CEO compensation, director compensation, and firm performance: evidence of cronyism*, *Journal of Corporate finance*, 2005
- Main, O'Reilly III e Wade, *The CEO, the board of directors, and executives compensation: economic and psychological perspectives*, *Industrial and corporate Change*, vol.11, 1995
- Tattanzi, *Corporate governance e proprietà azionaria*, in *Le nuove funzioni degli organi societari: verso la corporate governance*, 2002, Atti del Convegno, settembre 2001
- Fiori, Tiscini, *Corporate Governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informativa aziendale*", Franco Angeli Ed., 2005
- Gualtieri, *Dirigenti e capitali d'impresa: i piani di stock option*, Bologna, 1993
- Bearle e Means, *The modern corporation and private property*, New York, 1932
- Mark Roe, *Strong managers, weak owners: the political roots of american corporate finance*, Princeton University Press, 1944
- Stapledon, Lawrence, *Corporate Governance in the Top 100*, Melbourne, 1996
- Nichols, *Ownership, Control and Ideology*, London, 1969; Bruce, Buck, *Executive Reward and Corporate Governance*, in *Corporate governance, Economic, Management and Financial Issues*, Keasey, Thompson, Wright (a cura di), Oxford, 1997
- Gillan, *Has pay for performance gone away? Views from a corporate governance forum*, *Research Dialogue*, 2001
- E. Bocchini. *Introduzione al diritto commerciale nella new economy*, CEDAM, Padova, 2001
- Mazzini, *La riforma del mercato finanziario e le nuove regole di governo societario*, a cura di Belli – Salerno, Giuffrè, 2002
- Corapi, *Le società per azioni*, in *Diritto privato comparato. Istituti e problemi*, a cura di Alpa et al. Laterza, 2005

Irace, *La riforma del mercato finanziario e le nuove regole di "governo societario"*, a cura di Belli Salerno, Giuffrè, 2002

Poma, *La dimensione ermeneutica dell'economia in Albert O. Hirschman*, Università di Bologna, 1994

Angelici, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, CEDAM, 2006

Bruno, *Lineamenti del diritto societario inglese principi della riforma, Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto*, a cura di Ruggieri, Luiss University Press, 2004

Franks e Mayer, *Corporate ownership and control in the Uk, Gemany and France*, *Juornal of Applied Corporate Finance*, 9: 30-45, 1997

Dimsdale e Prevezer, *Capital markets and corporate governance*, Clarendon Press, 1994

Stapledon, *Institutional shareholders and corporate governance*, Clarendon Press, 1996

Gros- Pietro, *Assetti proprietari e mercati finanziari europei; cap II Regno Unito, il "mito" della public company e il ruolo degli investitori istituzionali*. 2001, Mulino Editore

Tattanzi, *Le nuove funzioni degli organi societari: verso la corporate governance?*, 2002, Atti del convegno 2001

Black e Coffee, *Hail Britannia?: Institutional Investor behaviour under limited regulation*, in *Michigan Law Review*, 1994, vol. 92

Franks, Mayer,e Renneboog, *The role of large share stakes in poorly performing companies*, *London Business School*, 1995

Matteo L. Vitali, *I doveri degli amministratori e la protezione degli azionisti alla luce del nuovo diritto societari inglese; Rivista delle società*, 2008

S . Kiarie, *At cross road: shareholder value, stakeholder value and enlightened shareholder value: which road should the United Kingdom take ?*, in *Int. Company and Common law review*, 2006, 17

D. Arsalidou, *The withdrawal of the operation and financial review in the Companies Bill 2006 : progression or regression?*, in *Company Law*, 2007

D.French S. Mayson & C. Ryan, *Company law*, Oxford University Press, 2007-2008

Bruno, *La responsabilità degli amministratori di s.p.a. in diritto britannico, Diritto dell'impresa: materiali di ricerca*, Quasar, 1994

Alessi, *Il conflitto di interessi dell'amministratore nel Regno Unito*, Luiss Guido Carli, Dipartimento di Scienze Giuridiche, CERADI- Centro di ricerca per il diritto d'impresa, 2008

Davies, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 7a ed., London, 2003

Nolan, *The legal control of directors' conflict of interest in the United Kingdom: non-executive directors following the Higgs Report*, *Theoretical Inquires in Law*, 2005

Conyon and Sadler, G.(2010), *Shareholder voting and directors' remuneration report legislation: say on pay in the Uk. Corporate Governance: an international review*, 18:296-312

K. Burgess e M. Steen, *Investors rebel over Shell executive pay*, Financial Times, 19 maggio 2009.

P. Hodgson, *A brief history of say on pay*", *Ivey Business Journal*, settembre-ottobre 2009.

Capitolo II

Nuzzo, *Legislazione d'impresa*, Luiss Press, 2011

Heidrick & Struggles, *Corporate Governance Report 2009 – Boards in turbulent times*

Capitolo III

L. Nazzicone- S. Providenti, *Società per azioni. Amministrazioni e controlli*, Milano, 2003

A. Bianchi, *La responsabilità dell'organo amministrativo e di controllo. Società di capitali e società di persone*, IPSOA, 2009

N. Abriani, *Commento Sub art. 2380-bis c.c., Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da G. Cottino- G. Bonfante- O. Cagnasso- P. Montalenti, I, Bologna, 2004

S. Ambrosini, *L'amministrazione e i controlli nelle società per azioni*, in *La riforma delle società: profili della nuova disciplina*, Torino, 2003

Galgano- Genghini, *Il nuovo diritto societario*, Tr. G.,XXXIX, Padova, 2006

Campobasso, in *Diritto commerciale*, II, 7° ed., Torino, 2009

- Cottino, in *Diritto societario*, 2° ed., Padova, 2011
- Bonafini, *Commento all'art. 2389, Commentario alla riforma delle società*, a cura di Marchetti- Bianchi- Ghezzi- Notari, 3, *Amministratori*, a cura di Ghezzi, Milano, 2005
- Bonelli, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004
- De Crescenzo, *Gli amministratori nel sistema tradizionale, Le nuove s.p.a.*, diretto da Cagnasso- Panzani, Torino, 2010
- I. De Feo, *Commento all'art. 2389 c.c.*, in *Codice commentato delle società*, a cura di Salafia, Marziale, Corapi, Bonfante, Milano, 2007
- Positano, AA.VV. *Società per azioni-Società in accomandita per azioni*, a cura di Sandulli M., Santoro V., Vol. 2/I, Giappichelli, Torino, 2003
- D. Cremasco, V. Nicosia, *Cumulabile il compenso dell'amministratore con la retribuzione del lavoratore dipendente, Guida alle novità fiscali*, Il Sole -24 ore, 6, 2007
- Bonafini, AA.VV. *Amministratori*, a cura di Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Giuffrè, Milano, 2005
- Bonelli, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1985
- Minervini, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1956
- Bonafini, *I compensi degli amministratori di società per azioni, Quaderni di giur. comm.*, Milano, 2005, XIX
- Cecchi, *Gli amministratori di società di capitali*, Giuffrè, Milano, 1999
- A. Pisani Massamormile, *Uno sguardo (appena un po' indiscreto) sui pagamenti, diversi da quelli di cui parla l'art. 2389 c.c., della s.p.a. in favore dei propri amministratori*, in *La remunerazione degli amministratori nelle società di capitali*, a cura di Amatucci
- Caselli, *Amministratori- Direttore generale*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo, Portale, vol. 8, UTET, Torino, 1991
- Cremasco, Nicosia, *Dalla convocazione dell'assemblea alla delibera tutte le tappe per determinare il corrispettivo*, in *Guida alle novità fiscali*, Il Sole- 24 ore, 6, 2007
- Mignoli, *Le partecipazioni agli utili nelle società di capitali*, Giuffrè. Milano, 1966
- G. Frè, *Società per azioni*, in commentario del codice civile a cura di Scialoja A., e Branca G., Bologna-Roma, Zanichelli, 1982

- Sala, *Compenso degli amministratori con particolari cariche*, in *Le Società*, 7, 1987
- Rainelli, AA.VV. *Il nuovo diritto societario*, commentario diretto da Cottino e Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Vol. 2, Zanichelli, Bologna, 2004
- Franzoni, *Gli amministratori e sindaci*, in *Le società*, diretto da Galgano, UTET, Torino, 2002
- Salvato, *Competenza alla determinazione del compenso di amministratori investiti di particolari cariche*, in *Le società*, 6, 2002
- Rainelli P., *Commento a Trib. Milano 5.11.2001*, in AA.VV. *Il nuovo diritto societario*, commentario diretto da Cottino G. e Bonfante B., Cagnasso O., Montalenti P., vol. 2°, Zanichelli, Bologna, 2004
- Minervini, *Cronache della grande impresa*, in *Giur. Comm.*, 2004, I
- Corsi, *Le nuove società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2003
- Angelici, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, CADAM, 2003
- F. Tosco, *Gli amministratori. Disciplina civilistica, fiscale e previdenziale*, a cura di Mauro, Meoli, Negro, IPSOA, 2007
- Pizzirusso, *Presunzione di onerosità del rapporto società-amministratori*, in *Diritto e pratica delle società*, 12, 2003
- M.F. Izzo *Corporate Governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informativa contabile*, a cura di Fiori e Tiscini, Franco Angeli Edizioni, 2005, cap. 6 *Analisi empiriche sull'attuazione della legge Draghi e del Codice Preda*
- Bianchi, *La responsabilità dell'organo amministrativo e di controllo. Società di capitali e società di persone*, IPSOA, 2009
- Montalenti, *Società per azioni corporate governance e mercati finanziari*, Giuffrè, 2011
- Minervini, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956
- Frè- Sbisà, *Società per azioni*, in *Com. S.B.*, Bologna- Roma, 1997
- Marchetti, *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni: i modelli di definizione di un problema in un'analisi economica comparata*, in *Giur. Comm.*, 2004, I, pag. 1229

Minervini, *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società*, UTET giuridica, 2007, a cura di Campobasso

Enriques, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, I, Padova, 2005

Ventoruzzo, *Commentario Marchetti- Bianchi- Ghezzi- Notari, Amministratori*, Milano, 2005

Patroni Griffi, *Commento sub art. 2391, in la riforma delle società*, Commentario a cura di Sandulli-Santoro, I, Torino, 2003

Fiorio, *Osservazioni in tema di intestazione fiduciaria di quote sociali, voto divergente e compensi eccessivi agli amministratori*, *Giurisprudenza Italiana*, 7, 2002

Foffani, *La tutela della società commerciale contro le infedeltà patrimoniali degli amministratori. I*, *La problematica penalistica*, in *Giur. Comm.*, 1987, II

Pedrazzi, *Gestione d'impresa e responsabilità penali*, in *Riv. Soc.*, 1962

Foffani, *La tutela della società commerciale contro le infedeltà patrimoniali degli amministratori: II. Insufficienza della normativa vigente e prospettive di riforma*, in *Giur. Comm.*, 1987, II

Amati, *Le singole fattispecie. Infedeltà patrimoniali*, in *I Grandi temi. Reati societari*, a cura di A. Rossi, Torino, 2005

Sangiovanni, *Determinazione del compenso dell'amministratore da parte del giudice*, in *Le Società*, 8, 2006

D.U. Santosuosso, *Il principio di ragionevolezza nella disciplina della remunerazione degli amministratori*. *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Campobasso, UTET giuridica, 2007

Bonelli, *La responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Milano, 2004

Nazzicone, *Commento all'art. 2389, La riforma del diritto societario*, Milano, 2003

Hall, *Six challenges in designing equity- based pay*, NBER Working Paper 9887, 2003

Rordorf, *"Stock option " ed informazione del mercato*, in *Soc.*, 2001

Iannello, *Collegato fiscale 2007: le principali novità della legge di conversione*, in *Le Società*, 2007

Conclusioni

John Scott, *Corporate business and capitalist classes*, Oxford University Press, Oxford, 1997

Riccaboni, *L'influsso della cultura nazionale dello sviluppo degli strumenti del controllo dei risultati*, relazione presentata al convegno AIDEA Continuità e rinnovamento negli studi economico-aziendali, Pisa, 1990

Hall e Murphy, *The trouble with stock options*, in 17 *Journal of Economic Perspectives*, n. 3, 2003

P. Montalenti, *Nuove funzioni degli organi societari: verso la corporate governance?*, Atti del Convegno di Studio, Courmayeur 28-29 settembre 2001, AA.VV., Giuffrè, 2002

A. Lordi, *Valori etici e principio di complementarietà tra sistemi giuridici*, in *Contr. Impr.*, 2007

V.V. Acharya e P. Volpin, *Corporate Governance Externalities*, consultabile su <http://ssrn.com/abstract=1076522>, August 2008

