

Alma Mater Studiorum – Università di Bologna

DOTTORATO DI RICERCA IN

Istituzioni e Mercati, Diritti e Tutele

Ciclo XXVIII

Settore Concorsuale di afferenza: 12/B

Settore Scientifico disciplinare: IUS/04

TITOLO TESI

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

Presentata da: dott. Manuel Del Linz

Coordinatore Dottorato

Relatore

Ch.mo Prof. Giulio Illuminati

Ch.mo Prof. Vincenzo Calandra Buonauro

Esame finale anno 2016

Indice sommario

Premessa

1. La remunerazione degli *executives* alla luce delle teorie economiche e delle ricerche empiriche internazionali

1.1 La “Agency Theory”

2. L’evoluzione della disciplina in tema di politiche di remunerazione negli Stati Uniti e in Europa

2.1 La normativa statunitense

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

2.1.2 Il Dodd Frank Act del 2010

2.1.3 Dopo il Dodd Frank: le regole di implementazione SEC

2.2 La normativa europea

2.2.1 I primi interventi in materia di remunerazione

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

2.2.3 Proposte europee de jure condendo

3. La disciplina sulla remunerazione degli amministratori e dei *managers* aziendali della società quotate italiane

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

3.1.1 Il codice civile: l’art. 2389

3.1.2 Il regolamento “Parti Correlate”

3.1.3 La disciplina del Testo unico della finanza

3.1.3.1 L'art. 123-ter T.u.f.

3.1.3.2 Il contenuto della relazione sulla remunerazione ai sensi del Regolamento Emittenti: l'art. 84-*quater* e l'allegato n. 3A, schema 7-*bis*

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

4.1 Il Comitato per la remunerazione (CoRem)

4.1.1 Il ruolo

4.1.2 La disciplina italiana

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

4.1.4 Profili comparatistici

4.1.5 I consulenti esterni del CoRem

4.1.5.1 Il ruolo

4.1.5.2 L'effetto legittimante della consulenza

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

4.2 Il controllo degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli executives (il c.d. "Say-on-Pay")

4.2.1 Il ruolo del *Say-on-Pay*

4.2.2 Il voto consultivo non vincolante nell'ordinamento italiano

4.2.3 Sintesi comparativa sul Say-on-pay nei diversi ordinamenti

Conclusioni

Premessa

L'obiettivo del presente lavoro è quello di affrontare il complesso tema della disciplina sulla remunerazione del *top management* nelle società quotate, le cui origini possono farsi risalire alla nuova visione della società proposta, con riferimento alle *Public Companies*, da Berle e Means negli anni '30.

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

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

Nel terzo capitolo, invece, si procederà all'analisi della disciplina sulle *executives remunerations* nelle società quotate italiane a partire dal dato codicistico dell'art. 2389 c.c. per arrivare all'art. 123-ter t.u.f., introdotto nel 2010 in recepimento delle raccomandazioni comunitarie del 2004 e 2009. In questo capitolo l'analisi si soffermerà anche sul contenuto della relazione sulla remunerazione di cui all'art. 84-*quater* e l'allegato n. 3A, schema 7-*bis*

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

CAPITOLO 1

LA REMUNERAZIONE DEGLI *EXECUTIVES* ALLA LUCE DELLE TEORIE ECONOMICHE E DELLE RICERCHE EMPIRICHE INTERNAZIONALI

1.1. *La “Agency Theory”*

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

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

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

In particolare, con il frazionamento delle partecipazioni si è assistito a un radicale cambiamento del significato di proprietà nei seguenti termini: “*The property owner who invests in a modern corporation so far surrenders his wealth to those in control of the corporation that he has exchanged the position of independent owner for one in which he may become merely recipient of the wages of capital... (such owners) have surrendered the right that the corporation should be operated in their sole interest ..*”⁽¹⁾.

In altre parole, nelle *Public Company* gli azionisti rinunciano al “potere di disposizione o controllo di fatto del bene”⁽²⁾, che viene esercitato dagli amministratori in base di un rapporto simile al mandato, riservandosi solo il

(1) Appare fondamentale lo studio di BERLE-MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932.

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

“potere di fruizione dei benefici” derivanti dal medesimo bene, equamente temperato dal diritto di *exit*.

A tale scissione dei poteri è però collegata anche una scissione dell'interesse economico, il quale si traduce in una divergenza tra interessi dei “*Principal*” (azionisti) e degli “*Agent*” (managers), che dà origine agli “*agency problems*” ⁽³⁾. I primi, infatti, sono interessati alla massimizzazione del profitto, entro limiti di rischio accettabile, da realizzare mediante la distribuzione di utili, nonché a un'agevole negoziazione del proprio pacchetto azionario. Gli amministratori, invece, sono interessati da un lato alla massimizzazione del profitto personale e, dall'altro lato, all'incremento del prestigio sociale connesso al raggiungimento di obiettivi dell'impresa pubblicamente riconosciuti.

Per risolvere gli “*agency problems*” si è pertanto sviluppato negli anni '70 un filone di studi sull'“economia dei contratti” denominato “*Agency Theory*” – affrontato sotto molteplici approcci ⁽⁴⁾ –, il quale, abbandonando le precedenti analisi economiche sul rapporto tra operatore economico e mercato, si è concentrato esclusivamente sugli aspetti economici del rapporto bilaterale di scambio cooperativo che si instaura tra la società e i suoi amministratori ⁽⁵⁾, tra cui rientra anche la delega di poteri agli amministratori.

In particolare, detta teoria, partendo dal presupposto dell'impossibilità di ottenere dagli amministratori delle decisioni ottimali per gli azionisti a costo zero, in quanto l'interesse personale dei primi è disallineato da quello degli azionisti e

⁽³⁾ *If both to an agency relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal.*

⁽⁴⁾ Tra i principali approcci di studio si ricordano: (i) gli studi sul modello di equilibrio generale; (ii) gli studi sulla “*property right*” e sui “*transaction cost*” dell'economia neo-istituzionale; (iii) gli studi giuridici sulle relazioni esistenti tra teorie economiche dei contratti e soluzioni giuridiche. Per un approfondimento si v. ZONA, *Teorie e metodologie di analisi delle remunerazioni dei manager con responsabilità strategica*, Milano, Egea, 2015.

⁽⁵⁾ Per ulteriori approfondimenti si v. JENSEN-MACKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, October, 1976, vol. 3, n. 4, pp. 305-360, consultabile all'indirizzo <http://hupress.harvard.edu/catalog/JENTHF.html>, i quali evidenziano che i costi di agenzia sono presenti in ogni rapporto di cooperazione tra due o più persone; EISENHARDT K.M., *Agency Theory: An Assessment and Review*, in *ACAD MANAGE REV*, January, 1989, vol. 14, n. 1, pp. 57-74.

comporta dei costi (c.d. *agency costs*), ricerca i migliori meccanismi per allineare gli interessi delle parti del rapporto, al fine di minimizzare i costi di agenzia ⁽⁶⁾.

L'“*Agency Theory*” individua principalmente due problemi di agenzia: l'“*adverse selections*” (pre-contrattuale), che emerge al momento della selezione dell'amministratore, e il “*Moral Hazard*” (contrattuale), che deriva dall'asimmetria informativa esistente tra le parti del contratto e dalla circostanza che l'amministratore non sopporta le conseguenze delle sue azioni ⁽⁷⁾.

Tuttavia, nonostante sia una mera specificazione del generale problema di agenzia, appare opportuno segnalare anche il problema del *risk sharing*, il quale è connesso alla diversa attitudine al rischio degli amministratori e degli azionisti ⁽⁸⁾. In linea di principio, infatti, gli amministratori sono meno propensi al rischio, essendo la remunerazione derivante dall'incarico gestorio l'unica o, comunque, la principale fonte di reddito, mentre gli azionisti sono più propensi al rischio, non essendo gli utili percepiti la loro principale fonte di reddito e potendo diversificare l'investimento.

Gli studi in tema di remunerazione si sono principalmente concentrati sul problema del “*Moral Hazard*”, essendo la questione dei compensi circoscritto all'opportunità contrattuale degli amministratori una volta assunto l'incarico ⁽⁹⁾. Sulla base dei c.d. modelli di “*Hidden Action*”, sono state quindi elaborate le seguenti strategie di intervento – che sono alla base di tutte gli interventi normativi in tema di remunerazione dei *manager* che si analizzeranno nel prosieguo – per ridurre gli *agency costs* del rapporto di amministrazione: (i) l'allineamento degli interessi dei manager e degli azionisti attraverso i contratti di incentivazione (remunerazione variabile), come componente complementare del “*managerial contract*” (remunerazione fissa); (ii) la riduzione dell'asimmetria

⁽⁶⁾ Appare opportuno evidenziare che l'“*Agency Theory*”, diversamente da quanto prospettato da alcuni studi empirici aziendalistici italiani, non è volta a rintracciare meccanismi diretti alla massimizzazione del valore della società, ma solo a ricercare di un approccio efficiente al rapporto di agenzia.

⁽⁷⁾ Per approfondimenti si v. MILGROM P.- ROBERTS J., *Economics, Organization, and Management*, NJ, Prentice-Hall, 1992.

⁽⁸⁾ Sul punto si v. EISENHARDT K.M., *Agency Theory: An Assessment and Review*, cit.

⁽⁹⁾ Nella realtà sia il problema di *adverse selections*” sia di “*Moral Hazard*” possono coesistere in sede di *budgeting* e fissazione degli obiettivi.

informativa, che generalmente consente agli amministratori di abusare del proprio ruolo, mediante appositi meccanismi e procedure interne di controllo (es. *budgeting, reporting procedures*, struttura e composizione del consiglio di amministrazione, divulgazione informazioni, etc...).

Tuttavia, anche questi meccanismi comportano dei costi per gli azionisti, che, nonostante siano ineliminabili, possono comunque essere ridotti attraverso i “contratti di incentivazione”, il cui scopo è proprio quello minimizzare i costi di incentivazione e ottimizzare il *trade-off* tra condivisione del rischio e incentivi⁽¹⁰⁾.

Tali contratti, però, a loro volta non sono esenti da vizi. Nella prassi applicativa, infatti, da un lato è stato riscontrato l’“*Effetto Ratchet*” (c.d. effetto cricchetto), dal quale emerge una disfunzionalità nell’elaborazione degli obiettivi di performance degli amministratori sulla base dei piani di incentivazione pregressi, e dall’altro lato, è emerso con evidente il problema della determinazione dei parametri di misurazione delle *performance*.

In particolare, nella prassi sono spesso utilizzati valori contabili, come voci di conto economico, ricavi, risultato operativo, utile lordo, utile netto, conto economico complessivo, utile per azione, o rapporti come il ritorno sugli investimenti-ROI, il ritorno sul patrimonio netto-ROE, il rendimento delle attività-ROA e il ritorno sulle vendite-ROS.

Tali parametri di misurazione hanno il vantaggio di essere semplici da comprendere e utilizzare, ma anche lo svantaggio di essere basati su costi storici, facilmente manipolabili mediante cambiamenti di principi contabili e propensi a determinare decisioni a breve termine (c.d. *short termism*).

In alternativa, sono altresì utilizzati valori di mercato come, ad esempio, il prezzo delle azioni, i rendimenti azionari, il prezzo a valore di libro, il Tobin Q, il *dividend yield*, la crescita degli utili sul prezzo-PEG, e il rapporto di distribuzione degli utili.

⁽¹⁰⁾ MILGROM P.- ROBERTS J., *Economics, Organization, and Management*, cit., i quali dettano le seguenti linee guida per strutturare una remunerazione ottimale: (i) *Informativeness Principle*; (ii) *Incentive Intensity Principle*; (iii) *Monitoring Intensity Principle*; (iv) *Equal Compensation Principle*.

Detti indici hanno l'innegabile vantaggio di riflettere il valore dei titoli azionari, ma lo svantaggio da un lato di riflettere le aspettative di mercato, piuttosto che vere e proprie prestazioni reali, e dall'altro lato, di rispecchiare le imperfezioni di mercato che possono condurre a sopravvalutazioni o sottovalutazioni dei corsi azionari non collegati alla performance.

CAPITOLO 2

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

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

2.1. L'evoluzione della normativa negli Stati Uniti

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

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

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

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

L'iniziativa assunta dalla Interstate Commerce Commission suscitò immediatamente l'attenzione di altre Autorità governative, tanto che nel mese di ottobre del 1933, la Federal Trade Commission (FTC) impose analogamente a tutte le società con capitale o patrimonio superiore a un milione di dollari un obbligo di *disclosure* su tutti gli stipendi ed i *bonus* corrisposti ai propri *manager* ⁽¹⁾.

In seguito, venne adottato il Securities Act del 1934, che portò alla creazione della Securities and Exchange Commission (c.d. SEC), alla quale è stato attribuito il potere di imporre alle società quotate specifici obblighi d'informazione dettagliata relativamente agli stipendi, *bonus*, azioni e *stock option* attribuiti ai tre *manager* più pagati della società, pena il *delisting* in caso di inottemperanza ⁽²⁾.

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

⁽¹⁾ Per approfondimenti si v. MURPHY K.J., *The Politics of Pay: A Legislative History of Executive Compensation*, in Research Handbook on Executive Pay, edited by Randall S. Thomas-Jennifer G. Hillm, Edward Elger, Cheltenham-Northampton, 2012, p. 12 s., il quale sottolinea che tale richiesta d'informazione, senza alcuna spiegazione sull'utilizzazione dei dati e sulla loro riservatezza, ha suscitato irritazione negli *executives*.

⁽²⁾ Sul punti si v. MURPHY K.J., *The Politics of Pay: A Legislative History of Executive Compensation*, cit., p. 13, il quale evidenzia che diverse società hanno subito richiesto alla SEC, senza successo, di poter tenere segrete tali informazioni, in quanto la loro diffusione "would be conducive to disturbing the morale of the organization and detrimental to the best interests of the registrant and its stockholders".

In particolare, la modifica del 1978, intervenuta in seguito della stagnazione del mercato mobiliare, ha comportato un ampliamento dell'obbligo d'informazione dal punto di vista soggettivo, attraverso l'ampliamento del numero dei soggetti la cui remunerazione doveva essere resa pubblica – l'obbligo d'informazione è stato esteso dai primi tre ai primi cinque *executives* più pagati della società – e dal punto di vista oggettivo, ricomprendendo nell'obbligo d'informazione anche le gratifiche e le indennità di assicurazione ⁽¹³⁾.

La seconda importante revisione si è registrata nel 1993, in occasione dell'ampio dibattito pubblico del 1990, che si era sviluppato in concomitanza con l'uscita dagli Stati Uniti dalla recessione determinata dal crollo dei mercati nell'ottobre 1987 ed aveva come argomento gli eccessi degli stipendi degli *manager*, causati dall'utilizzo a partire dalla fine del 1980 delle *stock option* come componente della remunerazione ⁽¹⁴⁾, le quali aveva aumentato ingiustificatamente il divario tra la remunerazione dei dipendenti e quella degli *executives*.

In risposta all'indignazione dell'opinione pubblica, nel 1991 la Camera dei Rappresentanti ha quindi introdotto delle restrizioni alla deducibilità dal reddito della società dei costi relativi alla remunerazione dei *managers* e il Senato a sua volta con il Corporate Responsibility Pay Act ha proposto una modifica del Securities Exchange Act del 1934, che prevedeva nuovi obblighi d'informazione sul valore complessivo della remunerazione degli *executives* e, soprattutto, attribuiva maggiori diritti agli azionisti sulle politiche di remunerazione ⁽¹⁵⁾.

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

⁽¹³⁾ La proposta iniziale SEC richiedeva l'informazione sulla remunerazione dei primi dieci *top management*.

⁽¹⁴⁾ In tal senso si v. SALY P.J., *Repricing Executive Stock Options in a Down Market*, in *Journal of Accounting and Economics*, 1994, 18, pp. 325-356.

⁽¹⁵⁾ Per un approfondimento v. il testo e l'iter all'indirizzo www.govtrack.us.

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

Tuttavia, l'ampliamento degli obblighi di trasparenza sulla remunerazione, che imponeva l'indicazione anche del valore monetario delle *stock option*, ha suscitato subito ampie critiche da parte di molte grandi società dalla Silicon Valley e di alcuni consulenti sulle remunerazioni, costringendo la SEC a limitare l'obbligo d'informazione nella *Summary Compensation Table* solo al numero delle *stock option* assegnate, senza alcun riferimento al valore, in tal modo vanificando l'ambizioso obiettivo di fornire un valore univoco e intellegibile della remunerazione totale dei *manager* ⁽¹⁶⁾.

Ulteriore fenomeno che ha inciso sulla disciplina delle remunerazioni nella storia americana è rappresentato dalla forma di compenso sotto forma di *stock option* e dal loro proliferare nel mercato statunitense soprattutto a partire dagli anni novanta, sotto la spinata di politiche legislative favorevoli ⁽¹⁷⁾.

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

⁽¹⁶⁾ In tal senso si v. MURPHY K.J., *The Politics of Pay: A Legislative History of Executive Compensation*, cit., p. 35.

⁽¹⁷⁾ Le politiche del governo nei primi anni novanta ha creato una tempesta perfetta che virtualmente ha garantito l'esplosione dell'utilizzo delle *stock options*: nel 1991, la decisione della SEC in virtù della quale le azioni acquisite esercitando le opzioni avrebbero potuto essere vendute immediatamente dopo l'esercizio dell'opzione; nel 1992, la SEC ha richiesto la disclosure unicamente del numero di opzioni assegnate e non il valore delle opzioni stesse; nel 1993, la Sezione 162(m), nonostante fosse stata inserita per ridurre i livelli di retribuzione degli esecutivi, ha previsto una sorta di "porto sicuro" per le *stock options*, esentando le opzioni dal limite di deducibilità all'epoca fissato alla somma di un milione di dollari.

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

Il riferimento è ovviamente al Sarbanes-Oxley Act.

La Public Company Accounting Reform e l’Investor Protection Act, comunemente chiamati Sarbanes-Oxley Act (¹⁸), è una legge federale approvata dal Congresso nel luglio 2002, a seguito di diversi scandali contabili e societari scoppiati negli Stati Uniti durante i primi anni del 2000, che hanno distrutto la reputazione di importanti società come Enron, WorldCom, Qwest, Global Crossing, HealthSouth, Cendant, Rite-Aid, Lucent, Xerox, Tyco International, Adelphia, Fannie Mae, Freddie Mac e Arthur Anderson.

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

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

(¹⁸) Il testo della legge prende il nome dei deputati repubblicano Mike Oxley, eletto nell’Ohio, e dal senatore democratico Paul Sarbanes, eletto nel Maryland, che in origine avevano proposto due diversi disegni di legge, poi unificati da una commissione bicamerale nell’atto finale approvato il 24 luglio 2002 con grandissima maggioranza in entrambe le camere, e firmato dal Presidente George W. Bush il 30 luglio 2002.

spesso erano utilizzati per l'acquisto di azioni della medesima società oppure per l'acquisto dell'abitazione ⁽¹⁹⁾.

In secondo luogo, con la sezione 304 del Sarbanes-Oxley Act è stato anche introdotto l'obbligo di restituzione alla società da parte del CEO e CFO dei *bonus* ricevuti nei casi in cui vi sia stata una *non-compliance*, un mancato rispetto delle norme finanziarie previste dal Sarbanes-Oxley Act, nei dodici mesi a decorrere il deposito di un bilancio d'esercizio ⁽²⁰⁾.

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

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

⁽¹⁹⁾ Rubricata "*Prohibition on personal loans to executives*" la disposizione prevede infatti che: "*It shall be unlawful for any issuer, directly or indirectly, including through any subsidiary, to extend or maintain credit, to arrange for the extension of credit, or to renew an extension of credit, in the form of a personal loan to or for any director or executive officer (or equivalent thereof) of that issuer. An extension of credit maintained by the issuer on the date of enactment of this subsection shall not be subject to the provisions of this subsection, provided that there is no material modification to any term of any such extension of credit or any renewal of any such extension of credit on or after that date of enactment.*".

⁽²⁰⁾ Ai sensi della Sec. 304 infatti, rubricata *Forfeiture of certain bonuses and profits*: "*If an issuer is required to prepare an accounting restatement due to the material noncompliance of the issuer, as a result of misconduct, with any financial reporting requirement under the securities laws, the chief executive officer and chief financial officer of the issuer shall reimburse the issuer for— (1) any bonus or other incentive-based or equity-based compensation received by that person from the issuer during the 12-month period following the first public issuance or filing with the Commission (whichever first occurs) of the financial document embodying such financial reporting requirement; and (2) any profits realized from the sale of securities of the issuer during that 12-month period*"; inoltre, con riferimento ai termini, viene previsto che "*the issuer (if the issuer maintains a corporate website) shall provide that statement on that corporate website, not later than the end of the business day following that filing*".

dell'esercizio della società ⁽²¹⁾. Una delle conseguenze positive dell'entrata in vigore della norma è stata individuata nella cessazione della diffusa pratica della retrodatazione delle opzioni da parte degli amministratori esecutivi più di due anni prima che tale pratica fosse stato scoperto.

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

La SEC è intervenuta nuovamente nel 2006, alla luce degli scandali emersi con riferimento alla manipolazione dei bilancio ⁽²²⁾, al *backdating options* ⁽²³⁾, ai *golden parachute* ⁽²⁴⁾ e alle prestazioni pensionistiche ⁽²⁵⁾, ampliando sensibilmente l'obbligo di trasparenza informativa.

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

²¹ Così la Sec. 403: *Every person who is directly or indirectly the beneficial owner of more than 10 percent of any class of any equity security (other than an exempted security) which is registered pursuant to section 12, or who is a director or an officer of the issuer of such security, shall file the statements required by this subsection with the Commission (and, if such security is registered on a national securities exchange, also with the exchange).*

⁽²²⁾ Ad esempio, lo scandalo General Electric del 2005 che ha riguardato i benefit non dichiarati dell'ex CEO Jack Welch, che riguardavano un lussuoso appartamento a Manhattan, una limousine con autista e l'uso degli aerei della società.

⁽²³⁾ Tale pratica fu scoperta nel 2005 grazie a una ricerca del professor Erik Lie dell'University di Iowa, il quale individuò che alcune società falsificavano la data di attribuzione delle *stock option*, in modo da attribuire un prezzo di esercizio ben al di sotto del prezzo di mercato alla data di assegnazione effettiva. Per un approfondimento si v. LIE E., *On the Timing of CEO Stock Options Awards*, in *Management Science*, 2005, 51, pp. 802-812.

⁽²⁴⁾ Ad esempio, le buonuscite ricevute, nonostante le scarse *performance* della società, rispettivamente dal CEO dell'azienda farmaceutica Pfizer, Henry McKinnell, che nel luglio 2006 ha ricevuto ben 190 milioni di dollari, e dal CEO di Sovereign Bank, Jay Sidhu, che nell'ottobre 2006 ha percepito 44 milioni di dollari.

⁽²⁵⁾ Ad esempio, lo scandalo che ha coinvolto il CEO di New York Stock Exchange, Richard Grasso, nel 2003 per la previsione di una prestazione pensionistica di quasi 140 milioni di dollari e ha portato alle sue dimissioni.

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

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

2.1.2. Il Dodd-Frank Act del 2010

La Dodd-Frank Wall Street Reform e il Consumer Protection Act (c.d. Dodd-Frank Act), firmato dal Presidente Barack Obama il 21 luglio 2010, è considerato la più grande riforma finanziaria adottata negli Stati Uniti dalla *Great Depression* ⁽²⁶⁾.

Scopo principale dell'intervento era quello di regolare il mercato di Wall Street a seguito delle crisi finanziarie ⁽²⁷⁾; tuttavia la riforma è stata anche l'occasione per il legislatore americano di metter mano alla materia dei compensi degli esecutivi e ai profili di *corporate governance* ad essa correlati in tema di grandi società quotate.

⁽²⁶⁾ In tal senso si v. PALETTA D. – LUCCHETTI A., *Law Remakes U.S. Financial Landscape*, in *Wall Street Journal*, July 22, 2010;

⁽²⁷⁾ Tra i numerosi contributi sul punto, di recente, COFFEE, *The political economy of Dodd-Frank: why financial reform tends to be frustrated and systemic risk perpetuated*, in working paper, 2012, disponibile su www.ssrn.com, il quale evidenzia che: "A good crisis should never go to waste. In the world of financial regulation, experience has shown – since at least the time of the South Seas Bubble three hundred years ago – that only after a catastrophic market collapse, can legislators and regulators overcome the resistance of the financial community and adopt comprehensive "reform" legislation".

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

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

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

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

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

In secondo luogo, ci si è chiesti quale possa essere l'effettivo utilizzo da parte dei soci di queste nuove informazioni e come questi ultimi potrebbero o dovrebbero determinare se il rapporto tra i compensi del CEO sia troppo alto o troppo basso.

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

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

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

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

Per quanto attiene il primo profilo, ad oggi la SEC ha adottato sette regole delle dodici previste, mentre cinque sono in fase di proposta ⁽²⁸⁾.

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

Ai sensi della Sezione 951 del Dodd Frank ⁽²⁹⁾, viene prevista l'approvazione dei soci non solo sui compensi degli amministratori esecutivi e sugli eventuali

⁽²⁸⁾ I dati sono disponibili su www.sec.gov.

⁽²⁹⁾ La sezione richiede alle società "to conduct a separate shareholder advisory vote to approve the compensation of executives, [...]" e di "conduct a separate shareholder advisory

accordi dei c.d. paracaduti d'oro con frequenza almeno triennale, ma anche l'obbligo per le società di sottoporre ai soci anche il c.d. "*frequency vote*", ovvero il voto sulla frequenza con cui le delibere assembleari dovranno avere ad oggetto il voto sui compensi. Tali convocazioni dovranno avvenire almeno ogni sei anni.

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

Sul punto, la SEC ha specificato che il significato di indipendente deve essere individuato prendendo in considerazione i c.d. "*relevant factors*" quali, la fonte del compenso dell'amministratore, ivi compresa ogni consulenza, parere o altra voce di compenso corrisposti dalla società all'amministratore e l'eventuale affiliazione dell'amministratore alla società o a una controllata della società (³⁰). Viene ulteriormente affermato inoltre che sebbene i requisiti e gli *standards* di indipendenza possano variare di volta in volta, gli *standards* per la quotazione relativi all'indipendenza generalmente prescrivono determinati "*bright-line independence tests*" che gli amministratori devono soddisfare per essere considerati indipendenti, tra cui restrizioni sui compensi, rapporti di impiego o familiari o di altra natura con la società quotata con

vote to determine how often an issuer will conduct a shareholder advisory vote on executive compensation. In addition, Section 14A requires companies soliciting votes to approve merger or acquisition transactions to provide disclosure of certain "golden parachute" compensation arrangements and, in certain circumstances, to conduct a separate shareholder advisory vote to approve the golden parachute compensation arrangements".

³⁰ Rimane salva per la SEC la possibilità di esentare particolari rapporti dai requisiti di indipendenza ove lo ritenga opportuno considerando le dimensioni della società e "*any other relevant factors*".

l'amministratore esecutivo che possono interferire con l'esercizio di un giudizio indipendente ⁽³¹⁾.

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

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

La regola inoltre consente alle società di individuare l'"impiegato medio" solo ogni tre anni e di scegliere una data per tale determinazione entro gli ultimi tre mesi dell'anno fiscale della società. Infine la regola permette alle società di escludere gli impiegati non-U.S. dai paesi in cui le leggi sulla privacy non permettono alla società di conformarsi alla regola ⁽³²⁾.

È ancora in fase di proposta invece la regola, contenuta sempre all'interno della sezione 953, riguardante la *disclosure* del compenso legato alla *performance* (c.d. *performance disclosure*) in virtù della quale le società potrebbero essere obbligate a "*disclose in a clear manner the relationship*

⁽³¹⁾ Il 20 gennaio 2012 è stata adottata, con riferimento alla sezione 952, la regola che richiede degli "exchange listing standards" riguardanti l'indipendenza del comitato remunerazioni e la disclosure dei conflitti dei consulenti delle remunerazioni.

⁽³²⁾ Infine, viene evidenziato che: "*The rule does not apply to smaller reporting companies, emerging growth companies, foreign private issuers, MJDS filers, or registered investment companies. The rule does provide transition periods for new companies, companies engaging in business combinations or acquisitions, and companies that cease to be smaller reporting companies or emerging growth companies*".

between executive compensation actually paid and the financial performance of the registrant”.

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

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

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

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

Il discorso tenuto dal direttore della Divisione di Corporate Finance della Sec il 17 novembre 2015 titolato *“Executive Compensation: Looking Beyond the Dodd-Frank Horizon”* ne è una dimostrazione ⁽³³⁾.

In quella sede, infatti, è stato evidenziato che indubbiamente a partire dal Dodd Frank Act si sono riscontrati effetti positivi della normativa sulle remunerazioni e sul *say on pay* dati anche dal fatto che molte società hanno aumentato gli sforzi di coinvolgimento degli azionisti ⁽³⁴⁾.

⁽³³⁾ Il testo del discorso è disponibile su www.sec.gov.

⁽³⁴⁾ *“Since the enactment of the Dodd-Frank Act and, in particular, the adoption of mandatory say on pay, compensation disclosures appear to have taken a turn for the better. Many companies have significantly changed the way they approach both their disclosure and their engagement with shareholders on their executive compensation arrangements. Reports*

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

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

2.2. La storia europea della disciplina sulle remunerazioni

2.2.1. I primi interventi in materia di remunerazione

A livello europeo le debolezze strutturali del rapporto d'incentivazione e il conflitto d'interessi congenito nel procedimento di determinazione del compenso degli *executive* ha acquistato interesse solo di recente ⁽³⁵⁾.

Infatti, il primo intervento sul tema si è registrato il 4 novembre 2002, quando il “*High Level Group of Company Law Experts*”, nominato dal Commissario Bolkestein nel settembre del 2001 e presieduto dal professor Jaap Winter, ha presentato alla Commissione una relazione finale intitolata “*A modern regulatory framework for company law in Europe*” ⁽³⁶⁾, la quale conteneva delle proposte di modernizzazione della *corporate governance* a livello paneuropeo e forniva alcune raccomandazioni in tema di remunerazione degli amministratori ⁽³⁷⁾.

indicate that say-on-pay voting significantly affected the design and communication of executive pay packages and many companies have increased their shareholder engagement efforts”.

⁽³⁵⁾ FERRARINI – MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, in *Riv. soc.*, 2005, pp. 615 s.; SANTOSUOSSO, *La remunerazione degli amministratori: nuove norme per «sanare» le cattive prassi*, in *RDS*, 2010, p. 341; ID., *Conflitti di interessi nella remunerazione degli amministratori*, in Sarcina – J.A. Garcia Cruces (a cura di), *L'attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario italiano e spagnolo a confronto*, Bari, 2010, p. 125.

⁽³⁶⁾ Il testo della relazione è consultabile all'indirizzo www.ecgi.org.

⁽³⁷⁾ In particolare, la relazione evidenziava che la “*Remuneration is one of the key areas where*

La relazione ha suscitato molto interesse, tanto che la Commissione Europea, in data 21 maggio 2003, ha inoltrato una Comunicazione al Consiglio e al Parlamento Europeo intitolata “*Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell’Unione Europea – Un piano per progredire*”, in cui si suggeriva, in linea con le principali proposte elaborate dal “*High Level Group of Company Law Experts*”, di dare idonea pubblicità al sistema retributivo degli amministratori, di sottoporre i relativi *stock option plans* al voto dell’assemblea e l’istituzione all’interno dei *board* dei comitati per la remunerazione ⁽³⁸⁾.

Il piano d’azione ha posto le basi delle due Raccomandazioni adottate dalla Commissione nel biennio 2004-2005, che si sono concentrate sulla procedura di determinazione della remunerazione, promuovendo da un lato il ruolo degli amministratori indipendenti e dall’altro l’attivismo degli azionisti, lasciando però libere le società nella determinazione del *quantum* ⁽³⁹⁾.

Tali interventi, peraltro, sono stati modulati espressamente per tenere in considerazione sia i differenti contesti proprietari esistenti nei vari paesi europei, sia le differenze dei sistemi di *governance*. Entrambe le Raccomandazioni, infatti, hanno lasciato ai singoli ordinamenti la scelta se intervenire in materia attraverso misure legislative di *hard law* oppure con codici di autodisciplina soggetti al principio “*comply or explain*” ⁽⁴⁰⁾.

executive directors have a conflict of interests” e sottolineava la necessità di adottare misure *ad hoc* per rendere maggiormente trasparente il compenso che trovava *disclosure* in bilancio (si v. pp. 68-71).

⁽³⁸⁾ Ai fini della presente ricostruzione, non vanno dimenticate sia l’esperienza del Regno Unito, che è intervenuto per la prima volta in materia di remunerazioni nel 2002 con le raccomandazioni *Greenbury*, sia quella Svizzera, che a partire dalla *Initiative populaire fédérale «contro les rémunérations abusives»*, presentata il 5 ottobre 2006 e approvata il 27 aprile 2008 (su quest’ultima iniziativa si v. SHORNO A., *Les dessous de L’Empir du Mal*, Éditions Baudelaire, 2015, p. 32).

⁽³⁹⁾ CAMPOBASSO M., *Il compenso degli amministratori di società quotate: l’esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 2011, p. 712; FERRARINI – MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, cit., p. 616.

⁽⁴⁰⁾ FERRARINI – MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, cit., p. 617, i quali hanno giudicato positivamente l’adozione dello strumento della Raccomandazione, osservando che la non vincolatività può incoraggiare la convergenza verso una buona *governance* paneuropea.

In particolare, con la Raccomandazione 2004/913/CE ⁽⁴¹⁾ la Commissione ha proposto *in primis* l'introduzione in tutti gli stati membri della regola del “*Say-on-Pay*”, consistente nella sottoposizione della relazione sulla politica di remunerazione al voto consultivo o vincolante dell'assemblea generale degli azionisti ⁽⁴²⁾.

Invece, per quanto concerne i piani di remunerazione incentivanti basati su azioni, opzioni o altri diritti di acquisto di azioni o in base alle variazioni di prezzo delle azioni, la Commissione ha proposto maggiore *disclosure*, attraverso la predisposizione di una relazione dettagliata ⁽⁴³⁾, e l'approvazione preliminare dell'assemblea generale ⁽⁴⁴⁾. Infine, ha invitato tutti gli ordinamenti comunitari a promuovere anche la trasparenza sulla remunerazione dei singoli amministratori, attraverso l'introduzione nei conti annui o nella relazione sulla remunerazione di informazioni dettagliate.

Con la seconda Raccomandazione 2005/162/CE ⁽⁴⁵⁾ la Commissione, facendo proprie le indicazioni contenute nei codici di autodisciplina, raccomanda l'istituzione di comitati interni al consiglio di amministrazione formati da amministratori senza incarichi esecutivi e principalmente indipendenti ⁽⁴⁶⁾, tra

⁽⁴¹⁾ Il testo della Raccomandazione 2004/913/CE della Commissione è consultabile all'indirizzo www.eur-lex.europa.eu. Per un approfondimento si v. GARRIDO J.M., *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate nell'ordinamento spagnolo*, in Sarcina e García Cruces J.A. (a cura di), *L'attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario italiano e spagnolo a confronto*, Bari, Cacucci Editore, 2010, pp. 146-148 e ASSONIME, Circolare n. 8 del 26 marzo 2012, intitolata “*La disciplina sulla remunerazione delle società quotate*”, p. 4.

⁽⁴²⁾ In particolare, la Raccomandazione, rispettivamente al punto (7) delle considerazioni preliminari e al punto 4.1. del testo, sottolinea l'opportunità di trattare la politica delle remunerazioni come punto separato all'ordine del giorno dell'assemblea generale annuale.

⁽⁴³⁾ Il testo della Raccomandazione parla “progetto di risoluzione” che dovrebbe contenere almeno l'intero testo dei regimi di remunerazione basati su azioni, oppure una descrizione delle principali condizioni, nonché i nomi degli interessati, precisando anche il nesso fra tali regimi e l'insieme della politica di remunerazione degli amministratori (si v. punto 7. del testo).

⁽⁴⁴⁾ Peraltro, al punto 6.1. del testo precisa che “*l'approvazione dovrebbe riferirsi al regime in sé e non alla concessione, in base al regime, di tali prestazioni basate su azioni, ai singoli amministratori*”.

⁽⁴⁵⁾ Il testo della Raccomandazione 2005/162/CE della Commissione è consultabile all'indirizzo www.eur-lex.europa.eu.

⁽⁴⁶⁾ In particolare la Raccomandazione al punto 5. raccomanda ai consigli d'amministrazione o di sorveglianza la costituzione dei “*comitati per le nomine, le remunerazioni e la revisione*”.

cui il Comitato per le remunerazioni, con funzioni meramente istruttorie e propositive volte ad aumentare l'efficienza del lavoro del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza, garantendo che le decisioni siano ben fondate e scevre di conflitti d'interessi ⁽⁴⁷⁾.

A circa due anni di distanza dall'adozione delle due Raccomandazioni, la Commissione presentava una Relazione sullo stato d'applicazione da parte degli Stati membri, evidenziando che l'impatto era stato minimo, in quanto *“the recommended transparency requirements on the remuneration policy and individual directors' pay appears to be applied in a majority of Member States”*, ma *“the same cannot be said of those recommendations which aim at eliminating conflicts of interests [...] and give shareholders more influence over pay”* ⁽⁴⁸⁾.

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

Contestualmente, l'*European Corporate Governance Forum*, al termine di un'analisi sulle prassi adottate in tema di remunerazione dalle società quotate europee, evidenziava la presenza di diverse disfunzioni nelle politiche retributive, in particolare: eccessiva sproporzione tra parte fissa e parte variabile del *pay package*; eccessiva complessità degli schemi di remunerazione; scarsa trasparenza nei confronti degli azionisti sulle politiche di remunerazione adottate dal *board*; buonuscite non correlate ai risultati della società (c.d. *pay for failure*); piani d'incentivazione che aumentavano il rischio

dei conti”.

⁽⁴⁷⁾ Al punto 6.1., infatti, la Raccomandazione precisa che *“i comitati non sono istituiti con lo scopo di esautorare il consiglio d'amministrazione o di sorveglianza stesso per le questioni ad essi demandate”*, restando quest'ultimi interamente responsabili delle decisioni adottate nel loro ambito di competenza.

⁽⁴⁸⁾ Il testo della Relazione SEC (2007) 1022 del 13 luglio 2007 è consultabile all'indirizzo www.ec.europa.eu.

di *short-termism*; *golden parachutes* sproporzionati ⁽⁴⁹⁾.

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

La Commissione Europea, infatti, con la Raccomandazione 2009/385/CE ⁽⁵⁰⁾, integrativa delle Raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE, ha dettato dei criteri specifici per la pianificazione della struttura del compenso degli amministratori delle società quotate, nel tentativo di allineare le remunerazioni degli amministratori agli interessi a lungo termine delle società ⁽⁵¹⁾.

In particolare, la Raccomandazione ha previsto che: *i*) la componente variabile della remunerazione sia soggetta ad un limite massimo e che buona parte di questa venga differita nel tempo; *ii*) la possibilità per la società di ridurre la parte variabile della remunerazione, fino eventualmente ad azzerarla, sulla base di meccanismi di correzione *ex post* (c.d. clausole di *malus*) e richiedere la restituzione di tutta o parte delle componenti variabili della remunerazione già versate in caso di dati rivelatisi poi errati (c.d. clausola di *claw back*); *iii*) la predeterminazione dell'importo massimo per la perdita della carica (c.d.

⁽⁴⁹⁾ Tutta la documentazione analizzata e le relazioni del *Forum* sono consultabili all'indirizzo del Ecg-forum www.ec.europa.eu; FERRARINI – MOLONEY – UNGUREANU, *Understanding Directors' Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis*, (June 9, 2009), ECGI - Law Working Paper No. 126/2009, p. 7, consultabile all'indirizzo www.ssrn.com; CAMPOBASSO M., *Il compenso degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, cit., pp. 710 s.

⁽⁵⁰⁾ Il testo della Raccomandazione 2009/385/CE è consultabile sul sito della Consob all'indirizzo www.consob.it. L'integrazione è stata oggetto di diverse critiche da parte degli studiosi v. FERRARINI – MOLONEY – UNGUREANU, *Executive Remuneration in Crisis: A Critical Assessment of Reforms in Europe*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2010, consultabile all'indirizzo www.orizzontideldirittocommerciale.net.

⁽⁵¹⁾ Vista la grande importanza dell'argomento, il Parlamento Europeo è successivamente ritornato sul tema da prima con la Relazione del 18 maggio 2010, relativa alle “*questioni deontologiche connesse con la gestione d'impresa*”, e, poi, con la Relazione del 7 luglio 2010, in merito alla “*remunerazione degli amministratori delle società quotate e politiche retributive nei settori dei servizi finanziari*”, segnalando l'opportunità di determinare delle strutture remunerative idonee ad incentivare gli amministratori, prevedendo una diversificazione dei compensi in base ai rischi e alle responsabilità, tenendo in considerazione anche le dimensioni e l'organizzazione interna dell'impresa, nell'ottica di sostenibilità dei risultati dell'impresa a lungo termine.

golden parachutes), che non dovrebbe superare il valore di due anni della componente fissa della retribuzione e non dovrebbe essere erogato in caso di risultati negativi; *iv*) la previsione di un periodo di *vesting* di almeno tre anni prima dell'esercizio del diritto di opzioni su azioni (o di ogni altro diritto di ricevere remunerazioni basate sulla variazione del prezzo delle azioni) e l'obbligo di conservazione di almeno una parte delle azioni così conseguite fino al termine dell'incarico (c.d. *share retention*).

La medesima Raccomandazione, peraltro, è intervenuta anche sul contenuto della relazione sulla remunerazione, al fine di renderla più chiara e facilmente comprensibile ⁽⁵²⁾, e sulle funzioni del Comitato per le remunerazioni, per aumentarne l'indipendenza di giudizio e l'integrità nell'esercizio dei suoi compiti. Nello specifico, ha posto l'accento sulla necessità che almeno uno dei membri del Comitato per le remunerazioni abbia sufficiente esperienza nell'ambito retributivo, che il consulente esterno (qualora intervenga) non svolga contemporaneamente altri incarichi di consulenza per altri organi della società e che il Comitato riferisca agli azionisti circa il proprio operato intervenendo nell'assemblea generale annuale ⁽⁵³⁾. Infine, la Commissione ha pure evidenziato la necessità di incoraggiare la partecipazione mediante l'esercizio del diritto di voto sulle politiche di remunerazione degli azionisti istituzionali.

Tali principi sono stati sostanzialmente ripresi anche nella Raccomandazione

⁽⁵²⁾ Il punto 5.1. della Raccomandazione 2009/385/CE, in aggiunta alle informazioni richieste al punto 3.3. della Raccomandazione 2004/913/CE, richiede anche le seguenti indicazioni aggiuntive: “a) una spiegazione su come la scelta di criteri relativi ai risultati contribuisca agli interessi a lungo termine della società [...]; b) una spiegazione sui metodi applicati al fine di determinare se i criteri in materia di risultati sono stati soddisfatti; c) informazioni sufficienti sui periodi di dilazione applicati alle componenti variabili della remunerazione [...]; d) informazioni sufficienti sulla politica in materia di trattamento di fine rapporto [...]; e) informazioni sufficienti sui periodi per l'acquisizione della remunerazione basata su azioni [...]; f) informazioni sufficienti sulla politica relativa all'obbligo di mantenere le azioni dopo la loro acquisizione [...]; g) informazioni sufficienti sulla composizione di gruppi di società pari, la cui politica retributiva è stata valutata per determinare la politica in materia di remunerazione della compagnia in esame”.

⁽⁵³⁾ In tal senso si v. i punti 7., 8. e 9. della Raccomandazione.

2009/384/CE ⁽⁵⁴⁾, riguardante le politiche retributive nel settore dei servizi finanziari, terminata nella Direttiva 2010/76/CE (c.d. CRD III), che, in recepimento delle indicazioni del *Summit* del G20 di Londra del 2 aprile 2009 ⁽⁵⁵⁾ e dei principi fissati in materia dal *Financial Stability Forum* ⁽⁵⁶⁾, hanno introdotto il criterio del rischio nella strutturazione della politica di remunerazione, evidenziando la necessità di non incoraggiare un'assunzione di rischi superiore al livello tollerato dell'ente creditizio o dall'impresa d'investimento.

La medesima Direttiva, peraltro, al fine di assicurare un efficiente controllo di vigilanza dei rischi connessi a strutture remunerative inadeguate, ha introdotto un vero e proprio controllo pubblico dell'Autorità di vigilanza, attribuendogli sia il potere di riesaminare le politiche e le prassi remunerative adottate, sia il potere di limitare la componente variabile, sotto forma di percentuale dei ricavi netti complessivi, quando la stessa sia incompatibile con il mantenimento di una solida base di capitale ⁽⁵⁷⁾.

La normativa prudenziale per gli istituti di credito e le imprese d'investimento è stata da ultimo aggiornata dalla Direttiva 2013/36/UE (c.d. CRD IV), la quale, pur mantenendo l'impianto e i principi cardine della precedente disciplina dettata in materia di remunerazione, con gli artt. 92-96 ha apportato alcuni importanti cambiamenti: (i) introduzione di un limite massimo di 1:1 al rapporto tra la componente fissa e variabile della remunerazione, al fine di evitare che compensi l'assunzione eccessiva dei rischi; (ii) attribuzione

⁽⁵⁴⁾ Il testo della Raccomandazione 2009/384/CE è consultabile all'indirizzo www.eur-lex.europa.eu.

⁽⁵⁵⁾ Al punto 15 della Risoluzione del Parlamento Europeo del 19 aprile 2009 sul Vertice del G20, il Parlamento sottolinea che “*il sistema di remunerazione per i dirigenti e gli operatori nel settore finanziario sia una questione fondamentale da affrontare al fine di garantire la stabilità finanziaria; si compiace, in tale contesto, della volontà del G20 di garantire che le tabelle salariali siano compatibili con gli obiettivi a lungo termine dell'impresa e con un'assunzione prudente del rischio*”.

⁽⁵⁶⁾ Gli *FSF Principles for Sound Compensation Practices* sono consultabili all'indirizzo www.fsb.org, al paragrafo 2 evidenziano che “*An employee's compensation should take account of the risks that the employee takes on behalf of the firm. Compensation should take into consideration prospective risks and risk outcomes that are already realised*”.

⁽⁵⁷⁾ Il testo della Direttiva, che ha rettificato le Direttive nn. 2006/48/CE e 2006/49/CE, è consultabile all'indirizzo www.eur-lex.europa.eu.

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

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

Il quadro regolamentare europeo in materia di remunerazione negli istituti di credito è stato da ultimo completato con l'adozione da parte dell'EBA, ai sensi degli artt. 74 e 75 della Direttiva 2013/36/UE delle *Guidelines on sound remuneration policies and its Opinion on the application of proportionality*, presentate il 21 dicembre 2015 ⁽⁵⁸⁾, che entreranno in vigore il 1° gennaio 2017, abrogando le vigenti linee guida del CEBS.

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

Gli interventi europei tuttavia non si sono ancora esauriti.

Nel 2013 l'Esma, l'autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, ha emanato degli "Orientamenti per sane politiche retributive a norma della direttiva GEFIA" (Gestori di fondi di investimento alternativi) finalizzati a

⁽⁵⁸⁾ Il testo definitivo è consultabile all'indirizzo www.eba.europa.eu.

garantire “un’applicazione comune, uniforme e coerente delle disposizioni in materia di remunerazione della direttiva GEFIA”⁽⁵⁹⁾.

Tali orientamenti si occupano principalmente delle remunerazioni riguardanti il personale c.d. “più rilevante”, che include diverse categorie di soggetti tra cui: da un lato, l’alta direzione, i soggetti che assumono il rischio (“*risk-takers*”), i soggetti preposti alle funzioni di controllo e qualsiasi dipendente che riceva una remunerazione complessiva che lo collochi nella stessa fascia remunerativa dell’alta direzione e dei soggetti che assumono il rischio, le cui attività professionali abbiano un impatto rilevante sul profilo di rischio del GEFIA o sui profili di rischio dei FIA che gestiscono; dall’altro, le categorie di personale del o dei soggetti ai quali il GEFIA ha delegato attività di gestione del portafoglio o di gestione del rischio, le cui attività professionali abbiano un impatto rilevante sui profili di rischio dei FIA che il GEFIA gestisce⁽⁶⁰⁾.

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

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

⁽⁵⁹⁾ Orientamenti del 3 luglio 2013, ESMA/2013/232 disponibili su www.esma.europa.eu

⁽⁶⁰⁾ Più specificamente rientrano nella nozione di “*identified staff*”, i membri esecutivi e non esecutivi dell’organo di gestione a seconda della struttura società, quali: direttori, il CEO, i *partners* esecutivi e non esecutivi; i *senior managers*; le funzioni di controllo, lo *staff responsabile* per la direzione della gestione degli investimenti, dell’amministrazione, del marketing e delle risorse umane, e altri “*risk takers*” (letteralmente: assuntori di rischio”) le cui attività, individualmente o collettivamente possono esercitare un’influenza materiale sul profilo di rischio dell’amministrazione della società, incluse le persone in grado di entrare in contratti e posizioni e prendere decisioni che materialmente riguardano le posizioni di rischio dell’amministrazioni della società. Tale staff può includere per esempio persone addette alla vendita, trader individuali specific trading desks.

Il 17 settembre 2014, infatti, è entrato in vigore il testo della Direttiva 2014/91/UE (c.d. UCTIS V) ⁽⁶¹⁾, adottato rispettivamente dal Parlamento europeo e dal Consiglio dell'Unione europea il 15 aprile 2014 e 23 luglio 2014, il cui contenuto è diretto ad armonizzare le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (c.d. OICVM). In particolare, la Direttiva ha introdotto alcune modifiche alle politiche di remunerazione, al fine di promuovere una gestione efficace dei rischi in linea con il profilo di rischio dell'OICVM, e ha stabilito specifici principi da seguiti a seconda dell'organizzazione, della natura, della portata e della complessità delle attività della società di gestione.

Accanto a tale Direttiva UCTIS V, si colloca poi la più risalente direttiva GEFIA ⁽⁶²⁾, in materia di Gestori di Fondi di investimento alternativi.

Il *Consultation paper* dunque, alla luce del mutato quadro normativo, è finalizzato alla pubblicazione di nuove linee guida che si occupano tanto delle retribuzioni del c.d. personale più rilevante, quanto degli aspetti di *governance* societaria collegati alle politiche di remunerazione ⁽⁶³⁾, che appaiono interessante sotto molteplici profili ⁽⁶⁴⁾.

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

⁽⁶¹⁾ Acronimo per *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*, Direttiva 2009/65/CE relativa agli Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari come modificata dalla direttiva 2014/91/EU.

⁽⁶²⁾ Acronimo per *Alternative investment fund managers directive*, Direttiva 2011/61/UE, relativa ai gestori di fondi di investimento alternativi.

⁽⁶³⁾ *Consultation paper, Guidelines on sound remuneration policies under UCITS Directive and AIFMD* del 24 luglio 2015, 2015/ESMA/1172 disponibile su www.esma.europa.eu

⁽⁶⁴⁾ Il riferimento è ai par. 40 e seguenti del *Consultation paper*.

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

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

Viene poi dedicata una parte di grande importanza al comitato remunerazioni⁽⁶⁵⁾, per il quale, sotto il profilo strutturale, è richiesto che un adeguato numero di membri debba avere una sufficiente esperienza e una capacità professionale concernente la gestione del rischio e le attività di controllo, specificamente con riferimento al meccanismo per allineare la struttura delle remunerazioni al rischio della società di gestione e ai profili di capitale. Inoltre, al fine dello svolgimento della propria funzione, viene anche previsto che il comitato remunerazioni abbia accesso a tutte le informazioni e ai processi di decisione della funzione di supervisione, nonché alle informazioni e ai dati del “*risk management*” e delle funzioni di controllo senza, con l’onere però di non ostacolare le ordinarie attività della società⁽⁶⁶⁾.

Sempre nel contesto dei più recenti interventi di settore, il 10 ottobre 2014 la Commissione ha approvato il Regolamento delegato (UE) n. 2015/35⁽⁶⁷⁾, che integra la Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (c.d. *Solvency II*), il quale introduce anche per le imprese assicurative una specifica disciplina relativa alle politiche di remunerazione. In

⁽⁶⁵⁾ Par. 11.2 e ss. (pag.70 ss) del Consultation paper.

⁽⁶⁶⁾ Si evidenzia che il comitato remunerazioni deve inoltre assicurare l’adeguato coinvolgimento del controllo interno e delle altre funzioni (quali le risorse umane e il *planning* strategico) e deve collaborare con altri comitati le cui attività potrebbero avere un impatto sulla struttura e sull’adeguato funzionamento delle politiche di remunerazione (quali ad esempio, *risk audit* e comitato nomine).

⁽⁶⁷⁾ Il testo del Regolamento (UE) n. 2015/35 è consultabile all’indirizzo www.eur-lex.europa.eu.

particolare, si evidenzia che anche nel settore assicurativo, in linea con quanto accaduto nel settore bancario, all'art. 275 è stato stabilito che la politica di remunerazione debba essere *“collegata alla strategia operativa e di gestione dei rischi dell'impresa, al suo profilo di rischio, ai suoi obiettivi, alle sue pratiche di gestione dei rischi, ai suoi interessi di lungo termine e ai risultati dell'impresa nel suo insieme”*. Inoltre, al fine di non pregiudicare l'allineamento tra pacchetto remunerativo e rischio d'impresa, viene sottolineata la necessità di vietare ai soggetti destinatari della retribuzione l'adozione di strategie di copertura personali o assicurazioni relative alle passività⁽⁶⁸⁾.

2.2.3. Proposte europee de jure condendo

Infine, si deve segnalare la proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 9 aprile 2014⁽⁶⁹⁾, di modifica delle Direttive 2007/36/CE e 2013/34/UE, la quale introduce diverse novità in tema di remunerazione del *management* delle società quotate, sul duplice presupposto che la *“remunerazione degli amministratori riveste un ruolo fondamentale nell'allineare gli interessi degli azionisti e degli amministratori e nel garantire che questi ultimi agiscano nel migliore interesse della società”* e che il *“controllo degli azionisti impedisce agli amministratori di applicare strategie di remunerazione che li ricompensano personalmente ma che possono non contribuire ai risultati a lungo termine della società”*⁽⁷⁰⁾.

⁽⁶⁸⁾ Tali strategie, infatti, sterilizzerebbero la funzione della struttura del pacchetto remunerativo e della componente incentivante, disallineando gli interessi del *management* rispetto all'interesse società.

⁽⁶⁹⁾ L'*iter* procedimentale di approvazione della proposta di direttiva della Commissione non è ancora terminato, in quanto il Parlamento Europeo ha proposto degli emendamenti al testo, tra cui appare meritevole di segnalazione l'introduzione della previsione che *“I risultati degli amministratori dovrebbero essere valutati utilizzando criteri finanziari e non, inclusi i fattori ambientali, sociali e di governo”*, che sembra introdurre un dovere in capo agli amministratori di darsi carico anche degli interessi dei *nonshareholders*. Per la consultazione del testo e degli emendamenti si rinvia al sito dell'Unione Europea: www.eur-lex.europa.eu.

⁽⁷⁰⁾ CODAZZI, *Gli azionisti e la società nel modello europeo di cd. “say on pay”: alcuni spunti di riflessione alla luce dell'art. 123-ter, comma 6, TUF*, relazione al VII° Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale “Orizzonti del

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

Al fine di rimediare a tale situazione, la Commissione propone quindi di introdurre un modello di disciplina che consenta agli azionisti, debitamente informati, di esprimersi *ex ante* sulla politica di remunerazione ed *ex post* sulla relazione avente ad oggetto le relative retribuzioni corrisposta in applicazione della politica precedentemente approvata ⁽⁷¹⁾.

In tal senso, la proposta di Direttiva, attraverso l'art. 9 *bis* modifica la Direttiva 2007/36/CE (c.d. direttiva azionisti), prescrivendo agli Stati membri l'obbligo di garantire agli azionisti l'esercizio del “*diritto di voto sulla politica retributiva degli amministratori*” e subordinando il pagamento della retribuzione all'approvazione degli azionisti della politica retributiva, con voto vincolante ⁽⁷²⁾, almeno ogni tre anni ⁽⁷³⁾. Mentre, con l'art. 9 *ter* richiede agli

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

⁽⁷¹⁾ Sul punto si v. anche il *Commission Staff Working Document Impact Assessment*, che accompagna la proposta di modifica di Direttiva, dove si evidenzia che “*The vote on the remuneration policy would ensure that shareholders can have a real influence on shaping important aspects of this policy, while the vote on remuneration report allows them to control the execution thereof*”(p. 59).

⁽⁷²⁾ BRUNO – BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedure, risultati, prospettive*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 1299; CODAZZI, *Gli azionisti e la società nel modello europeo di cd. “say on pay”: alcuni spunti di riflessione alla luce dell'art. 123-ter, comma 6, TUF*, cit., p. 5, la quale correttamente osserva che la vincolatività del voto appare “*avallata anche dal recente emendamento apportato alla norma dal Parlamento europeo, che, pur facendo salva la possibilità per gli Stati di optare per il voto consultivo, prevede in prima battuta che le società “elaborino una politica retributiva degli amministratori e la sottopongano alla votazione vincolante dell'assemblea degli azionisti” ovvero che possano retribuire i propri amministratori “solo secondo la politica retributiva votata dall'assemblea degli azionisti*”.

⁽⁷³⁾ Al comma 1 dell'art. 9 *bis* si precisa che “*In caso di assunzione di nuovi amministratori, le*

Stati membri di assicurare che le società redigano “una relazione sulle retribuzioni, chiara e comprensibile, che fornisca un quadro completo della remunerazione, compresi tutti i benefici in qualsiasi forma, concessa ai singoli amministratori [...]”, sulla quale dovrà essere garantito il diritto di voto, seppur non vincolante ⁽⁷⁴⁾, degli azionisti in occasione dell’assemblea annuale. Alla luce della ricostruzione storica della copiosa disciplina di cui sopra, si può affermare che in Europa si è assistito, in nemmeno tre lustri, a un cambiamento radicale dell’approccio del legislatore alla materia della remunerazione degli *executives*, iniziato come intervento circoscritto alla *disclosure* e terminato con intrusioni nella struttura stessa delle politiche retributive. Un approccio che, mediante i richiami continui agli obiettivi di medio-lungo periodo e alla necessità di valutazione dei risultati raggiunti in base a parametri anche diversi da quelli finanziari e quantitativi, fornisce una nuova interpretazione del modo con cui gli amministratori sono tenuti a promuovere l’interesse degli azionisti, coincidente con il criterio dell’*Enlightened Shareholder Value* (ESV) ⁽⁷⁵⁾.

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

⁽⁷⁴⁾ La non vincolatività del voto emerge dal fatto che, in caso di mancata approvazione la società sarà tenuta a spiegare nella relazione successiva “*se e come ha tenuto conto del voto degli azionisti*”. Ciò, peraltro, trova conferma anche nel testo emendato dal Parlamento Europeo, nel quale al considerando n. 17 viene precisato che “*Per garantire l’applicazione della politica retributiva approvata, agli azionisti dovrebbe essere concesso il diritto di esprimere un voto di natura consultiva sulla relazione sulle retribuzioni della società. Onde garantire la responsabilità degli amministratori, la relazione sulle retribuzioni dovrebbe essere chiara e comprensibile e dovrebbe fornire un quadro completo della remunerazione corrisposta ai singoli amministratori nel corso dell’ultimo esercizio finanziario. Se gli azionisti votano contro la relazione, ove necessario, la società dovrebbe avviare un dialogo con gli azionisti al fine di individuare le ragioni di tale decisione avversa. La società dovrebbe spiegare, nella relazione successiva, in che modo ha tenuto conto del voto degli azionisti. [Em. 31]”*.

⁽⁷⁵⁾ Per approfondimenti si v. MILLON D., *Enlightened Shareholder Value, Social Responsibility, and the Redefinition of Corporate Purpose Without Law*, (June 16, 2010), in *Washington & Lee Legal Studies Paper* No. 2010-11, consultabile all’indirizzo www.ssrn.com; LIBERTINI, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale dell’impresa*, in rivista telematica dell’Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale, 30 novembre 2013, consultabile all’indirizzo www.rivistaodc.eu.

CAPITOLO 3

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

SOMMARIO: **3.1.** *Il quadro normativo tra codice civile e T.u.f.* – 3.1.1. *Il codice civile: l’art. 2389* – 3.1.2 *Il regolamento “Parti Correlate”* – 3.1.3. *Il disciplina del Testo unico della finanza* – 3.1.3.1. *L’art. 123-ter T.u.f.* – 3.1.3.2. *Il contenuto della relazione sulla remunerazione ai sensi del Regolamento Emittenti: l’art. 84-quater e l’allegato n. 3A, schema 7-bis*

3.1. Il codice civile: l’art. 2389

Nell’affrontare il tema delle remunerazioni degli *executives* nell’ordinamento italiano è necessario innanzitutto partire dalla disciplina codicistica, la quale nel sistema di amministrazione e controllo “tradizionale” stabilisce da un lato che il compenso degli amministratori è determinato dall’assemblea, salvo sia già stabilito dallo statuto (art. 2364, co. 1, n. 3, c.c.) o all’atto di nomina (art. 2389, co. 1, c.c.), e dall’altro lato che la remunerazione degli amministratori “*investiti di particolari cariche*” è stabilita dal consiglio di amministrazione, sentito il parere del collegio sindacale, lasciando tuttavia all’assemblea dei soci, in presenza di un’apposita clausola statutaria in tal senso, la possibilità di determinare “*un importo complessivo per la remunerazione di tutti gli*

amministratori, inclusi quelli investiti di particolari cariche”⁽⁷⁶⁾ (art. 2389, co. 3, c.c.)⁽⁷⁷⁾.

Si evidenzia che la diversità terminologica che l’art. 2389 c.c. introduce fra compenso, remunerazione e rimunerazione, secondo l’orientamento prevalente in dottrina, non ha alcun significato operativo, ma solo funzione descrittiva⁽⁷⁸⁾.

In particolare, il primo comma dell’art. 2389 c.c. regola la competenza generale in ordine alla determinazione dei compensi dei membri del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo, attribuendola in via esclusiva all’assemblea dei soci quali portatori del *residual claim*⁽⁷⁹⁾, a prescindere dal fatto che la designazione degli amministratori spetti ad altri soggetti⁽⁸⁰⁾.

⁽⁷⁶⁾ Il legislatore nel 2003 con tale inciso ha volutamente “*introdotto un correttivo alla perdita di potere degli azionisti*” con riguardo all’entità della retribuzione aggiuntiva destinata agli amministratori investiti di particolari cariche e incarichi endoconsiliari. Conf. GIANNELLI, sub *art. 2389 c.c.*, in Abbadessa – Portale (diretto da), *Le Società per azioni*, Tomo I, Milano, Giuffrè, 2016, p. 1317, il quale peraltro ritiene che in caso di fissazione di un *plafond* il collegio sindacale non sarebbe più chiamato a rendere il parere interno sull’attribuzione delle somme. Conf. BONAFINI, *Compensi degli amministratori*, in *Amministratori* a cura di Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, Egea, 2005, p. 356.

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

⁽⁷⁷⁾ Si v. CAMPOBASSO G.F., *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, Milanofiori Assago, Utet, 2015, pp. 365 ss.; GIANNELLI, sub *art. 2389 c.c.*, cit., pp. 1311 ss.; DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, Milano, Cedam, 2011, pp. 81 ss.; BONAFINI, *Compensi degli amministratori*, in *Amministratori* a cura di Ghezzi, cit., pp. 351 ss.; FRANZONI, *Delle società per azioni*, in *Commentario Sialoja-Branca*, 2008, pp. 339 ss.; VELLA – BOSI, *Diritto ed economia delle società*, Bologna, Il Mulino, 2015, p. 190.

⁽⁷⁸⁾ BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2005, pp. 183 ss., la quale svolge un’ampia ricostruzione del problema; PISANI MASSAMORMILE, *Uno sguardo (appena un po’ indiscreto) sui pagamenti, diversi da quelli di cui parla l’art. 2389 c.c., della s.p.a. in favore dei propri amministratori, della s.p.a. in favore dei propri amministratori*, in *RDS*, 2010, p. 567.

⁽⁷⁹⁾ DE CRESCIENZO, *Gli amministratori nel sistema tradizionale*, in *Le nuove s.p.a.* diretta da Cagnasso-Panzani, Bologna, Zanichelli, 2010, p. 769; PISANI MASSAMORMILE, Sub *art. 2389 c.c.*, cit., pp. 265 ss.; DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., p. 83.

La *ratio* della previsione risiede nella volontà del legislatore di coinvolgere i soci in uno dei più delicati profili del governo societario, tenuto conto del congenito potenziale conflitto d'interessi che accompagna ogni decisione degli amministratori sulla loro retribuzione ⁽⁸¹⁾.

Tale competenza, come evidenziato da autorevole dottrina ⁽⁸²⁾, può essere esercitata dall'assemblea in ogni momento della vita sociale, come emergerebbe *a contrario* dalle previsioni in tema di compensi dei sindaci e dei revisori legali dei conti di cui agli artt. 2402 c.c. e 13, co. 1, del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39.

Il compenso di cui al primo comma dell'art. 2389 c.c. rappresenta la remunerazione "base" spettante a tutti gli amministratori in forza del rapporto organico e indipendentemente da ulteriori cariche o incarichi all'interno del consiglio di amministrazione ⁽⁸³⁾.

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

⁽⁸⁰⁾ Ci si riferisce all'ipotesi della cooptazione da parte degli altri membri del *board ex art.* 2386, co. 1, c.c. e alle fattispecie di cui agli artt. 2351, co. 5, e 2449, co. 1, c.c., che prevedono specifici casi di nomina extrassembleare degli amministratori rispettivamente da parte dei portatori di strumenti finanziari oppure, nelle società partecipate, da parte dello Stato o altri enti pubblici. Conf. DE SANTIS, *op.cit.*, pp. 83 s.; CAPIELLO, *La remunerazione degli amministratori, incentivi azionari e creazione di valore*, Milano, Giuffrè, 2005, p. 151; BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., p. 106, che parla di competenza assembleare inderogabile; Ante riforma del 2003 si v. FRANZONI, *Le società. Gli amministratori e i sindaci*, Torino, Utet, 2002, p. 85.

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

⁽⁸¹⁾ In tal senso si v. BONAFINI, *Compensi degli amministratori*, cit., p. 353, la quale ritiene rinvenibile la *ratio* della competenza assembleare "nella volontà di evitare che gli amministratori divengano giudici in causa propria, finendo per autoliquidarsi il compenso in condizioni di palese conflittualità"; DE SANTIS, *op.cit.*, p. 82, il quale osserva che la *ratio* di tale previsione consiste "nella volontà del legislatore di non affidare la determinazione del compenso degli amministratori ai soggetti interessati che rischierebbero di non essere imparziali danneggiando gli interessi della società"; conf. AMATUCCI, voce Amministrazione e controllo delle società per azioni, in *Enciclopedia del diritto*, Varese, Giuffrè, 2011, p. 6; BONELLI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1985, p. 146.

⁽⁸²⁾ Entrambe le disposizioni, infatti, al fine di salvaguardare l'indipendenza dei sindaci e del revisore legale dei conti, impongono espressamente la determinazione del corrispettivo direttamente al momento del conferimento dell'incarico. Al contrario, il compenso degli amministratori può essere determinato al momento della nomina, nel corso dell'esercizio della carica oppure al termine della stessa. In tal senso si v. DE SANTIS, *op.cit.*, pp. 84 s. e nota 10.

⁽⁸³⁾ PISANI MASSAMORMILE, *Uno sguardo (appena un po' indiscreto) sui pagamenti, diversi da quelli di cui parla l'art. 2389 c.c.*, cit., in *RDS*, 2010, p. 569; ID., *Sub art. 2389 c.c.*, cit., p. 283; GIANNELLI, *sub art. 2389 c.c.*, cit., p. 1314 s.; CAMPOBASSO G.F., *op.cit.*, p. 366.

Più in particolare, l'attribuzione di tale corrispettivo agli amministratori trova giustificazione rispettivamente, nel caso in cui non siano presenti organi delegati, nell'esercizio dei poteri gestori su di loro incombenti per l'attuazione dell'oggetto sociale *ex art. 2380-bis c.c.*, ovvero, se presenti organi delegati nel consiglio, nell'esercizio dei compiti attribuiti indefettibilmente e inderogabilmente al *board* nel *plenum* *ex art. 2381, co. 3 e 4, c.c.*, nonché nell'obbligo di agire informati *ex art. 2381, co. 6, c.c.* ⁽⁸⁴⁾.

Si deve aggiungere che, ai sensi dell'art. 2389, co. 1 e 2, c.c., il compenso "base" può essere costituito sia da una retribuzione fissa e predeterminata *ex ante*, sia da una partecipazione agli utili ⁽⁸⁵⁾, sia dall'attribuzione del diritto di sottoscrivere a prezzo predeterminato azioni di futura emissione (c.d. *stock option*), oppure da una loro combinazione in diversa misura ⁽⁸⁶⁾.

Il compenso "base" non è l'unica forma di emolumento che può essere elargito dalla società agli amministratori, essendo identificabili altre tre forme di corrispettivo, che rappresenta un *quid* ulteriore per il lavoro svolto, in particolare: la remunerazione per "particolari cariche", il corrispettivo per "incarichi particolari interni" e quello per "incarichi esterni" ⁽⁸⁷⁾.

⁽⁸⁴⁾ Sul punto si v. PISANI MASSAMORMILE, *Sub art. 2389 c.c.*, cit., p. 283, il quale evidenzia che la remunerazione non sarà normalmente un'entità identica per tutti coloro che siano investiti di particolari cariche, ma diversificata a seconda della carica, della relativa difficoltà, del valore e dell'utilità che comporta.

⁽⁸⁵⁾ BENASSI, *Sub art. 2389 c.c.*, in Maffei Alberti, *Commentario breve al diritto delle società*³, Vicenza, Cedam, 2015, p. 689, il quale evidenzia come in tal caso il compenso base diventa in tutto o in parte aleatorio.

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

⁽⁸⁶⁾ DE CRESCIENZO, *Gli amministratori nel sistema tradizionale*, cit., p. 769, il quale evidenzia che "la retribuzione degli amministratori in tutto o in parte può essere determinata in vari modi e può essere variamente composta"; BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., pp. 371 ss., la quale evidenzia la natura solo esemplificativa del comma 2 dell'art. 2389 c.c.

⁽⁸⁷⁾ Per un'ampia disamina si v. PISANI MASSAMORMILE, *Uno sguardo (appena un po' indiscreto) sui pagamenti, diversi da quelli di cui parla l'art. 2389 c.c., della s.p.a. in favore dei propri amministratori*, cit., pp. 567 ss..

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

Il parere del collegio sindacale, anche se negativo, resta però circoscritto alla dialettica interna tra organi societari, non essendo i soci legittimati ai sensi dell’art. 2422 c.c. ad esaminare i libri delle adunanze del consiglio di amministrazione né del collegio sindacale, dai quali potrebbe prendersi cognizione del relativo giudizio dell’organo di controllo ⁽⁸⁸⁾.

Tra le “particolari cariche” a cui fa riferimento la norma è sicuramente ricompresa quella dell’amministratore delegato, a cui sono attribuiti ampi e rilevanti compiti, oggi espressamente istituzionalizzati nel testo dell’art. 2381 c.c. Inoltre, secondo un diffuso orientamento dottrinale e giurisprudenziale, vi rientrerebbe anche la carica di presidente del consiglio di amministrazione – tenuto conto degli specifici compiti a lui attribuiti espressamente dall’art. 2381, co. 1, e implicitamente dall’art. 2375, co. 1, c.c., senza considerare l’importante ruolo di garanzia sui flussi informativi intraorganici e infraorganici a lui demandato dal Codice di autodisciplina di Borsa Italiana ⁽⁸⁹⁾ – e quella di vice presidente del consiglio di amministrazione, nel caso in cui gli sia attribuito il ruolo di vicario e in considerazione della costanza o saltuarietà con cui dovrà svolgere i compiti spettanti al presidente ⁽⁹⁰⁾.

⁽⁸⁸⁾ GIANNELLI, sub *art. 2389 c.c.*, cit., p. 1317.

⁽⁸⁹⁾ Al riguardo, si richiamano i principi 1.C.5. e 1.C.6. del Codice di Autodisciplina che rimettono al presidente del consiglio di amministrazione la cura dei flussi informativi affinché gli amministratori ed i sindaci siano adeguatamente informati prima della discussione e deliberazione sulle materie iscritte all’ordine del giorno.

⁽⁹⁰⁾ Per l’ammissione del vice presidente tra le “particolari cariche” si v. BIANCHI, *Gli amministratori di società di capitali*, Padova, Cedam, 2006, p. 165, il quale richiama anche la figura del direttore generale; BONELLI, *Gli amministratori di società per azioni*, cit., p. 140; ID., *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma*, Milano, Giuffrè, 2004, p. 140; FRANZONI, *Le società. Gli amministratori e i sindaci*, cit., p. 71; PISANI MASSAMORMILE, Sub *art. 2389 c.c.*, cit., p. 290; *contra* BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., pp. 133 ss.

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

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

Secondo autorevole dottrina, essendo l'affidamento dei "particolari incarichi" un atto interno al consiglio di amministrazione, la disciplina di cui all'art. 2389, co. 3, c.c., in forza di un'interpretazione estensiva, troverebbe applicazione anche per tali corrispettivi, in quanto si tratta comunque di incarichi diversi da quelli richiesti ad altri componenti dell'organo di gestione, che però non esulano dalle funzioni e dai compiti dell'organo gestorio⁽⁹¹⁾.

Nel caso in cui sia adottato il sistema di amministrazione e controllo monistico, nonostante il richiamo espresso all'art. 2389 c.c. operato dall'art. 2409-noviesdecies c.c., si ritiene che la norma non possa trovare completa

⁽⁹¹⁾ Per ulteriori approfondimenti sul punto si v. PISANI MASSAMORMILE, *Uno sguardo (appena un po' indiscreto) sui pagamenti, diversi da quelli di cui parla l'art. 2389 c.c., della s.p.a. in favore dei propri amministratori*, in *RDS*, 2010, p. 576, il quale ritiene che l'importo massimo che l'assemblea può fissare ai sensi del terzo comma dell'art. 2389 c.c. in favore del consiglio di amministrazione nel suo complesso può estendersi e ricomprendere anche il corrispettivo dei consiglieri a cui sono stati attribuiti "incarichi particolari".

applicazione ⁽⁹²⁾, alla luce delle peculiarità che caratterizzano questo modello da quello tradizionale.

Infatti, mentre non sussiste alcun dubbio sull'integrale applicabilità della disciplina richiamata ai membri del consiglio di amministrazione, un problema si pone in merito all'identificazione del soggetto competente a stabilire i compensi dei componenti del comitato per il controllo sulla gestione ⁽⁹³⁾.

Al riguardo, infatti, parte della dottrina ha ritenuto applicabile l'art. 2389, co. 3, c.c. laddove prevede che il consiglio di amministrazione può stabilire il compenso degli amministratori “*investiti di particolari cariche*”, essendo gli stessi membri peraltro nominati – salvo diversa disposizione statutaria – dal medesimo consiglio di amministrazione *ex art. 2409-octiesdecies*, co. 1, c.c. ⁽⁹⁴⁾.

Tale interpretazione, però, contrasta con il tenore letterale sia dell'art. 2409-octiesdecies, co. 2, c.c., che, nel definire la composizione del comitato, vieta espressamente che ne facciano parte amministratori con “*deleghe o particolari cariche*” ⁽⁹⁵⁾, sia dell'art. 2409-septiesdecies, co. 2, c.c., che richiede ai membri del comitato di controllo sulla gestione il possesso dei requisiti d'indipendenza previsto per i sindaci *ex art. 2399*, co. 1, c.c. ⁽⁹⁶⁾.

⁽⁹²⁾ CAMPOBASSO G.F., *op.cit.*, p. 365 s.; PISANI MASSAMORMILE, *Sub art. 2389 c.c.*, cit., p. 310.

⁽⁹³⁾ DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., p. 167.

⁽⁹⁴⁾ GUACCERO, *sub artt. 2409-octies/2409-quindiesdecies c.c.*, in Niccolini – Stagno D'Alcontres (a cura di), *Società di capitali. Il nuovo ordinamento aggiornato al d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37*, Napoli, Jovene, 2004, p. 918; SALINAS, *sub art. 2409-octiesdecies c.c.*, in Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti (a cura di), *Il nuovo diritto societario. Commentario*, Bologna, Zanichelli, 2004, p. 1241; BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 2004, p. 135.

⁽⁹⁵⁾ L'assimilazione tra l'incarico di membro del comitato per il controllo sulla gestione e la “particolare carica” va esclusa tenuto anche conto che la nomina dei membri del comitato non dipende da una decisione discrezionale dell'organo di amministrazione in base a una previsione statutaria, ma dalla legge stessa, che impone obbligatoriamente la costituzione del comitato per il controllo sulla gestione.

⁽⁹⁶⁾ GIANNELLI, *sub art. 2389 c.c.*, cit., p. 1317, il quale evidenzia delle criticità “*allorché il parere dovrebbe essere reso dal comitato interno per il controllo sulla gestione e dunque da componenti effettivi dell'organo di amministrazione, la cui indipendenza dovrebbe comunque essere (se non assicurata quantomeno) favorita, sia dall'impossibilità, per questi ultimi, di essere destinatari di deleghe gestorie ai sensi dell'art. 2409 octiesdecies co. 2 c.c. che al*

Altra parte della dottrina, quindi, ritiene che la competenza spetti all'assemblea dei soci, analogamente a quanto previsto dall'art. 2402 c.c. per il collegio sindacale, in forza dell'art. 223-*septies* disp. att. c.c. ⁽⁹⁷⁾, che ritiene applicabile ai componenti del comitato per il controllo sulla gestione le norme sul collegio sindacale “*in quanto compatibili*”, in quanto eviterebbe di esporre i relativi membri a possibili condizionamenti da parte del consiglio di amministrazione ⁽⁹⁸⁾.

Tuttavia, appare preferibile il diverso orientamento che attribuisce la relativa competenza all'assemblea dei soci in forza della disposizione di cui all'art. 2389, co. 1, c.c. ⁽⁹⁹⁾, in quanto la richiamata disciplina del collegio sindacale *ex art. 223-*septies* disp. att. c.c.* contrasterebbe con l'articolato sistema di rinvii puntuali operato dall'ultimo comma dell'art. 2409-*octiesdecies* c.c. ⁽¹⁰⁰⁾.

possesso dei requisiti di indipendenza previsti per i sindaci ex art. 2399 co. 1 c.c., secondo il richiamo operato dall'art. 2409 septiesdecies, co. 2, c.c.”.

⁽⁹⁷⁾ L'art. 223-*septies* disp. att. c.c. prevede che “*Se non diversamente disposto, le norme del codice civile che fanno riferimento agli amministratori e ai sindaci trovano applicazione, in quanto compatibili, anche ai componenti del consiglio di gestione e del consiglio di sorveglianza, per le società che abbiano adottato il sistema dualistico, e ai componenti del consiglio di amministrazione e ai componenti del comitato per il controllo sulla gestione, per le società che abbiano adottato il sistema monistico. Ogni riferimento al collegio sindacale o ai sindaci presente nelle leggi speciali è da intendersi effettuato anche al consiglio di sorveglianza e al comitato per il controllo sulla gestione o ai loro componenti, ove compatibile con le specificità di tali organi*”.

⁽⁹⁸⁾ RIOLFO, *Il sistema dualistico*, Padova, Cedam, 2013, pp. 282 ss.; CAPIELLO, *La remunerazione degli amministratori, “Incentivi azionari” e creazione di valore*, Milano, Giuffrè, 2005, p. 180 ss.; FONDAZIONE ARISTEIA, *Il Sistema di amministrazione e controllo monistico*, documento n. 67, 2006, p. 18, consultabile all'indirizzo <http://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/system/files/imce/aree-tematiche/ari/docari67.pdf>; MAGNANI, sub art. 2409-*octiesdecies* c.c., in Maffei Alberti, *Commentario breve al diritto delle società*, cit., p. 941; CAPIELLO, *La remunerazione degli amministratori, “Incentivi azionari” e creazione di valore*, cit., p. 181.

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

⁽⁹⁹⁾ DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., pp. 170-171; cfr. BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2005, pp. 157 s.; CAPIELLO, *La remunerazione degli amministratori, “Incentivi azionari” e creazione di valore*, cit., pp. 181 s., il quale propende per la soluzione della competenza assembleare, in quanto la competenza consiliare frustrerebbe il requisito dell'indipendenza dei componenti del comitato per il controllo sulla gestione.

⁽¹⁰⁰⁾ NUZZO, *Le ragioni dei nuovi sistemi di amministrazione e controllo della società per azioni*, in Panzironi (a cura di), *Riforma delle società in Italia: interventi e discussioni*, Roma, Luiss University Press, 2004, p. 109, che propone un'interpretazione restrittiva dell'art. 223-*septies* disp. att. c.c., onde evitare un appiattimento ingiustificato dei tre sistemi di amministrazione e controllo. Cfr. CALANDRA BUONAURA, *I modelli di amministrazione e*

Con riferimento al sistema di amministrazione e controllo dualistico l'unica disposizione concernente il trattamento economico dei consiglieri di gestione è contenuta nella scarna previsione dell'art. 2409-*terdecies*, co. 1, lett. a), c.c., che si limita ad attribuire al consiglio di sorveglianza il potere di determinare il compenso dei componenti del consiglio di gestione, salvo che la relativa competenza non sia attribuita statutariamente all'assemblea⁽¹⁰¹⁾.

Inspiegabilmente il legislatore non ha richiamato l'art. 2389 c.c., suscitando in dottrina un ampio dibattito, viste le conseguenze che potrebbero derivare dal silenzio sia sotto il profilo delle tecniche di remunerazione dei componenti del consiglio di gestione (ad es. mediante *stock option* o partecipazione agli utili), sia in merito alla competenza sull'assunzione della decisione⁽¹⁰²⁾.

Secondo l'orientamento dominante in dottrina la norma *de qua* è esegeticamente compatibile e applicabile al modello dualistico, alla luce sia del richiamo alla disciplina degli amministratori operato dall'art. 2380, co. 2, c.c.⁽¹⁰³⁾, sia del meccanismo introdotto dall'art. 223-*septies*, co. 1, disp. att. c.c. – sopra richiamato con riferimento a sistema monistico – , che sarebbe

controllo nella riforma del diritto societario, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 548, il quale sottolinea che in presenza di rinvii puntuali non può trovare applicazione l'art. 223-*septies* disp. att. c.c., come nel caso dell'art. 2406 c.c.

⁽¹⁰¹⁾ La norma sostanzialmente ribadisce il principio che il soggetto che provvede alla nomina è anche competente a stabilire il compenso. Sul punto si v. GHEZZI, *Commento all'art. 2409-undecies c.c.*, in *Amministratori* a cura di Ghezzi, cit., p. 68, il quale rileva che la struttura proposta dal legislatore italiano sarebbe coerente con i modelli tedesco e francese, in quanto conferma l'idea di fondo della sostituzione dell'assemblea con il consiglio di sorveglianza relativamente a tutte le questioni attinenti alla gestione sociale. Per approfondimenti sul tema dei compensi nel sistema dualistico si v. RIOLFO, *Il sistema dualistico*, Padova, Cedam, 2013, pp. 282 ss.; CARIELLO, *Il sistema dualistico*, in Abriani – Cariello (a cura di), *Diritto dei sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, vol. 1, Torino, Giappichelli, 2012, pp. 301 ss.; CAPIELLO, *La remunerazione degli amministratori, "Incentivi azionari" e creazione di valore*, Milano, Giuffrè, 2005, p. 180 ss., il quale peraltro evidenzia che l'art. 2389, co. 3, primo periodo, c.c., non sarebbe applicabile al sistema dualistico; CODAZZI, *Gli azionisti e la società nel modello europeo di cd. "say on pay": alcuni spunti di riflessione alla luce dell'art. 123-ter, comma 6, TUF*, relazione al convegno annuale ODC sul tema "L'influenza del diritto europeo sul diritto commerciale italiano: valori, principi, interessi" tenutosi a Roma il 26-27 febbraio 2016, p. 6 nt. 20.

⁽¹⁰²⁾ RIOLFO, *Il sistema dualistico*, cit., p. 283; DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., p. 173, il quale ritiene si tratti di una mera svista legislativa; PISANI MASSAMORMILE, *Sub art. 2389 c.c.*, cit., p. 310.

⁽¹⁰³⁾ Il comma 2 dell'art. 2380 c.c. prevede che "Salvo che sia diversamente stabilito, le disposizioni che fanno riferimento agli amministratori si applicano a seconda dei casi al consiglio di amministrazione o al consiglio di gestione".

perfettamente compatibile stante la coincidenza di prerogative e poteri tra componenti del consiglio di amministrazione del sistema tradizionale e del consiglio di gestione ⁽¹⁰⁴⁾.

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

Ad esempio, stante l'impossibilità nel sistema dualistico di deleghe di funzioni ad un comitato esecutivo, tutti i riferimenti contenuti nel primo comma della norma richiamata non potranno trovare alcuna applicazione ⁽¹⁰⁵⁾.

Per quanto invece concerne i compensi basati in tutto o in parte sulla partecipazione agli utili, nonostante la competenza concorrente tra l'organo di sorveglianza – chiamato a determinare il compenso dei membri del consiglio di gestione – e dell'assemblea – chiamata a stabilire la distribuzione dell'utile realizzato – , la relativa decisione spetterà non all'assemblea dei soci, ma al consiglio di sorveglianza in piena autonomia, essendo nel sistema dualistico la competenza dell'assemblea limitata alla distribuzione degli utili residui ⁽¹⁰⁶⁾.

⁽¹⁰⁴⁾ CARIELLO, *Il sistema dualistico*, cit., p. 304, il quale prospetta un recupero parziale del comma 2 e del comma 3, secondo periodo, dell'art. 2389 c.c.; PISANI MASSAMORMILE, *Sub art. 2389 c.c.*, cit., pp. 294 ss., osserva che, "laddove l'art. 2409 undecies c.c. omette tale richiamo per il dualistico: ciò tuttavia non esclude che singole disposizioni dell'art. 2389 possano risultare [...] applicabili (o analogicamente o per scelta statutaria)" e richiama ad esempio i metodi di remunerazione di cui all'art. 2389, co. 2, c.c.; PROVIDENTI, *sub art. 2409-terdecies c.c.*, in Lo Cascio (a cura di), *La riforma del diritto societario*, 5, Società per azioni, Milano, Giuffrè 2003, p. 376; GUACCERO, *sub artt. 2409-octies/2409-quinduesdecies c.c.*, cit., p. 872; DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., pp. 173 ss., che propende per un rinvio nei limiti della "compatibilità".

⁽¹⁰⁵⁾ BREIDA, *sub art. 2409-terdecies c.c.*, in Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti (a cura di), cit., p. 1123; BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., p. 197; RIOLFO, *Il sistema dualistico*, cit., p. 287.

⁽¹⁰⁶⁾ RIOLFO, *Il sistema dualistico*, cit., pp. 284-286, il quale sottolinea la maggiore autonomia del consiglio di sorveglianza del sistema dualistico richiamando da un lato l'art. 2409-terdecies, co. 1, lett. a) e b), c.c., che attribuisce all'organo di sorveglianza sia la decisione sui compensi dei componenti del consiglio di gestione, sia l'approvazione del bilancio di esercizio, e dall'altro lato, l'art. 2364-bis, co. 1, n. 4, c.c., che rimette solo la distribuzione degli utili (tra i soci) alla competenza dell'assemblea ordinaria; DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., pp. 175 s.; *Contra* BREIDA, *Il modello dualistico*, in Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti (a cura di), *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, Bologna, Zanichelli, 2009, p. 714, che rimette anche nel sistema dualistico la competenza all'assemblea; SARALE, *Il nuovo volto dell'assemblea sociale*, in Aa.V.v., *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, Torino, Giappichelli, 2003, p. 45.

Con riferimento, poi, alla disposizione contenuta nel comma 3 dell'art. 2389 c.c., che attribuisce al consiglio di amministrazione la competenza a determinare la remunerazione aggiuntiva degli amministratori investiti di particolari incarichi, la medesima norma non potrà essere riferire al consiglio di gestione, non sussistendo le ragioni che giustificano nel sistema tradizionale la ripartizione di competenze tra assemblea e consiglio di amministrazione⁽¹⁰⁷⁾. Tale interpretazione, peraltro, appare avvalorata dal tenore letterale dell'art. 123-ter, co. 2, t.u.f., che, pur attribuendo al consiglio di gestione una funzione propositiva, riserva la competenza ad approvare la relazione sulla remunerazione esclusivamente al consiglio di sorveglianza.

3.1.2. Il regolamento “Parti Correlate”

In materia di remunerazioni, poi, alla disciplina codicistica si affianca la disciplina regolamentare sulle operazioni con parti correlate, di cui al Regolamento adottato con delibera Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 e successivamente modificato con delibera 17389 del 23 giugno 2010, introdotta con il precipuo scopo di assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale della decisione consiliare particolarmente pericolose per l'interesse sociale⁽¹⁰⁸⁾.

Il Regolamento “Parti Correlate”, infatti, definisce all'Allegato 1 come “parti correlata” alla società i “*dirigenti con responsabilità strategiche della società*”

⁽¹⁰⁷⁾ Il consiglio di sorveglianza è dotato della competenza tecnica per stabilire la remunerazione anche dei componenti del consiglio di gestione a cui sono state attribuite specifiche deleghe. Conf. CAMPOBASSO G.F., *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, cit., p. 366 e nt. 31; SANTI, sub *art. 2409-terdecies c.c.*, in Maffei Alberti, Commentario breve al diritto delle società, 2^a ed., Padova, Cedam, 2011, p. 842; PISANI MASSAMORMILE, Sub *art. 2389 c.c.*, cit., pp. 294 s. e 311 nt. 124, il quale evidenzia che mancando il collegio sindacale sarebbe difficile sostituire il parere di questo organo con quello del consiglio di sorveglianza; BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., pp. 192 ss.; *contra* RIOLFO, *Il sistema dualistico*, cit., p. 287; GUACCERO, sub *artt. 2409-octies/2409-quinquiesdecies c.c.*, cit., p. 884

⁽¹⁰⁸⁾ Per approfondimenti si v. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, Milano, Giuffrè, 2016; CARRIELLO (a cura di), *Le operazioni con parti correlate*, Milano, Giuffrè, 2011, pp 31 ss.; DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., p. 175.

o della sua controllante”, e come “operazioni con parti correlate” qualunque trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni fra parti correlate, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo, compresa “ogni decisione relativa all’assegnazione di remunerazioni e benefici economici, sotto qualsiasi forma, ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti con responsabilità strategiche”.

Tuttavia, la Consob, coerentemente con lo scopo della disciplina, in materia di remunerazioni, circoscrive l’ambito di applicazione del Regolamento ai soli casi in cui non vi sia un intervento direttamente da parte dell’assemblea dei soci, il quale elimina il pericolo del conflitto d’interessi attraverso una negoziazione corretta tra organi sociali (assemblea e amministratori) ⁽¹⁰⁹⁾. Infatti, con il primo comma dell’art. 13 del Regolamento esenta espressamente dall’ambito di applicazione della disciplina sia le deliberazioni assembleari sui compensi dei membri del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo adottate ai sensi dell’art. 2389, co. 1, c.c., sia le deliberazioni consiliari assunte in materia di remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche rientranti nell’importo complessivo preventivamente determinato dall’assemblea ai sensi dell’art. 2389, co. 3, c.c. ⁽¹¹⁰⁾.

Di conseguenza, il perimetro della disciplina è circoscritto alle decisioni più rischiose sotto il profilo del conflitto d’interessi, identificate nelle delibere riguardanti “i piani di compensi basati su strumenti finanziari” approvati dall’assemblea ai sensi dell’articolo 114-bis t.u.f. e delle relative “operazioni esecutive” ⁽¹¹¹⁾ e delle “deliberazioni (consiliari) in materia di remunerazione degli amministratori e dei consiglieri investiti di particolari cariche nonché

⁽¹⁰⁹⁾ SANTOSUOSSO, *I compensi dei componenti degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategica*, in *Le operazioni con parti correlate* a cura di Carriello, cit., pp. 36 s., il quale sottolinea come il ruolo degli azionisti in materia sia stato posto al centro dell’attenzione da parte di molti interventi riformatori e dai varie proposte di riforma oltralpe.

⁽¹¹⁰⁾ Si evidenzia che la norma, coerentemente, esclude dall’ambito di applicazione del Regolamento anche le “deliberazioni assembleari di cui all’art. 2402 c.c., relative ai compensi spettanti ai membri del collegio sindacale e del consiglio di sorveglianza”, e le “deliberazioni assembleari relative ai compensi spettanti ai membri del consiglio di gestione eventualmente assunte ai sensi dell’art. 2409-terdecies, co. 1, lett. a), c.c.”.

⁽¹¹¹⁾ Unica ipotesi di esclusione facoltativa prevista nella prima bozza del Regolamento “Parti Correlate”.

degli altri dirigenti con responsabilità strategiche”⁽¹¹²⁾, per le quali è comunque ammessa la possibilità di esclusione facoltativa in tutto o in parte ai sensi dell’art. 13, co. 3, del Regolamento.

In particolare, con riferimento alle deliberazioni in materia di remunerazione degli amministratori e dei consiglieri investiti di particolari cariche, nonché degli altri dirigenti con responsabilità strategiche, la Consob ha condizionato la loro esclusione al ricorrere di un insieme cumulativo di presupposti. Nello specifico ha richiesto che: *i*) la società abbia adottato una politica di remunerazione; *ii*) nella definizione della politica di remunerazione sia stato coinvolto un comitato costituito esclusivamente da amministratori o consiglieri non esecutivi in maggioranza indipendenti; *iii*) sia stata sottoposta all’approvazione o al voto consultivo dell’assemblea una relazione che illustri la politica di remunerazione; *iv*) la remunerazione assegnata sia coerente con tale politica.

Con tale previsione, anticipando l’intervento del legislatore⁽¹¹³⁾, la Consob si è sostanzialmente allineata con le orientamenti in materia di remunerazione dei *top manager* delle società quotate che si erano affermate a livello comunitario attraverso le Raccomandazioni nn. 2004/913/CE e 2009/385/CE e con le previsioni contenute nel Codice di Autodisciplina, che aveva già recepito in parte le tendenze internazionali⁽¹¹⁴⁾.

La prima condizione prescritta dal Regolamento “Parti Correlate” ai fini dell’esenzione facoltativa appare particolarmente significativa, in quanto evidenzia che la “*politica di remunerazione*”, concetto che ripreso anche nell’art. 123-ter t.u.f., come si vedrà nel prosieguo, non si riferisce a un singolo compenso né alla retribuzione complessiva, ma rappresenta qualcosa

⁽¹¹²⁾ Ad analoga disciplina sono soggette le deliberazioni con cui il consiglio di sorveglianza determina il compenso dei consiglieri di gestione

⁽¹¹³⁾ Il legislatore è intervenuto in materia con la l. 4 giugno 2010, n. 96 “Legge comunitaria 2009”, con cui all’art. 24 dava espressamente delega al Governo per il recepimento delle Raccomandazione della Commissione europea 2004/913/CE e 2009/385/CE in materia di remunerazione degli amministratori delle società quotate.

⁽¹¹⁴⁾ ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in *Le operazioni con parti correlate* a cura di Carriello, cit., p. 20; MICIELI, *op.cit.*, p. 202.

di più ampio ⁽¹¹⁵⁾, che il legislatore non definisce espressamente.

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

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

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

La Consob, poi, recependo le indicazioni sul meccanismo di “*say-on-pay*” fornite dalle Raccomandazioni comunitarie in tema di remunerazione, ha posto come terza condizione per l'esenzione dalla disciplina delle operazioni con parti correlate, l'assoggettamento di una relazione illustrativa della politica di remunerazione “*all'approvazione o al voto consultivo dell'assemblea*”, in tal

⁽¹¹⁵⁾ SANTOSUOSSO, *I compensi dei componenti degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategica*, cit., p. 42.

modo rafforzando il potere contrattuale degli azionisti mediante un loro coinvolgendo diretto nella procedura di determinazione dei compensi.

Il dato letterale della disposizione è tuttavia terminologicamente impreciso, in quanto potrebbe indurre a ritenere che il Regolamento “Parti Correlate” ha rimesso all’autonomia statutaria il potrebbe di decidere se i soci possano esprimere un voto consultivo, non vincolante, sulla relazione che illustra la politica di remunerazione, oppure approvarla, esprimendo un voto vincolante per il consiglio ⁽¹¹⁶⁾. Tale lettura, tuttavia, non convince, in quanto nel caso di specie non si è in presenza di una competenza inderogabilmente stabilita dalla legge *ex art. 2364, co. 1, n. 5), c.c.* e il tenore letterale della disposizione regolamentare, rimettendo al voto assembleare la “*relazione illustrativa della politica di remunerazione*”, indirettamente confermando che l’approvazione della stessa è rimessa alla competenza dell’organo amministrativo ⁽¹¹⁷⁾. Il dubbio interpretativo è stato comunque risolto dal dato letterale dell’art. 123-*ter*, co. 6, t.u.f., che ora fa espressamente riferimento al voto consultivo dell’assemblea, non vincolante.

3.1.3 La disciplina del Testo unico della finanza

3.1.3.1. L’art. 123-*ter* T.u.f.

Il quadro regolamentare sulle remunerazioni degli *executives* delle società quotate trova completamento con l’art. 123-*ter* t.u.f., introdotto dal d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259 ⁽¹¹⁸⁾, in attuazione della delega di cui alla l. 4 giugno

⁽¹¹⁶⁾ MICHELI, *op.cit.*, pp. 204 ss., la quale peraltro critica l’attribuzione di un potere gestorio ai soci non riconosciuto dall’ordinamento, nemmeno *ex art. 2389 c.c.*

⁽¹¹⁷⁾ Conf. ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, cit., pp. 20 s., il quale sottolinea che lo statuto non può trasformare l’autorizzazione prevista dall’art. 2364, co. 1, n. 5, c.c. in approvazione e che, pertanto, indipendentemente dalla terminologia utilizzata dal Regolamento Consob, è sempre fatto salvo il potere dell’organo amministrativo di dire l’ultima parola.

⁽¹¹⁸⁾ Il decreto è stato pubblicato in *Gazzetta Ufficiale*, serie generale, n. 30 del 7 febbraio 2011.

2010, n. 96 (c.d. Legge comunitaria 2009) (¹¹⁹), attraverso il quale l'ordinamento italiano ha recepito il contenuto delle Raccomandazioni comunitarie in materia di remunerazioni (¹²⁰).

Tale disciplina si fonda essenzialmente su due direttrici: la prima consiste nel rafforzamento dell'obbligo d'informazione preventiva sulla retribuzione degli amministratori, da attuarsi mediante la pubblicazione, almeno ventuno giorni prima dell'assemblea ordinaria annuale, di una dettagliata “*relazione sulla remunerazione*”, la quale è composta da due sezioni dedicate rispettivamente alla “*politica di remunerazione*”, di cui si è già parlato nel corso dell'analisi della disciplina dettata da Regolamento “Parti Correlate”, a cui si rinvia, e all'illustrazione nominativa e analitica dei compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento ai componenti degli organi di amministrazione e controllo, ai direttori generali e ai dirigenti con responsabilità strategiche; la seconda linea d'intervento, invece, consiste nella valorizzazione del ruolo dell'assemblea degli azionisti nel procedimento di determinazione della politica di remunerazione mediante il meccanismo del “*say-on-pay*”, a cui è successivamente collegato un ulteriore obbligo di *disclosure* sugli esiti della votazione *ex art. 125-quater*, co. 2, t.u.f. (¹²¹). Evidentemente le due direttrici d'azione sono funzionalmente collegate tra loro, in quanto l'informazione

(¹¹⁹) Più nello specifico l'art. 24 della legge n. 96/2010, delegava il Governo ad adottare, entro sei mesi dalla data di entrata in vigore della stessa legge, un decreto legislativo per l'attuazione delle sezioni II (informazioni sulla politica delle remunerazioni) e III (informazioni sulla remunerazione dei singoli amministratori) della raccomandazione 2004/913/CE della Commissione e della sezione II, paragrafi 5 (informazioni sulla politica di remunerazione degli amministratori) e 6 (voto degli azionisti), della Raccomandazione 2009/385/CE. In tal modo, l'intervento del legislatore delegato è stato limitato agli aspetti relativi alla relazione sulla politica di remunerazione, alla sua sottoposizione al voto assembleare, e alla trasparenza sui compensi corrisposti, disinteressandosi delle indicazioni contenute nelle raccomandazioni anche in merito alla disciplina dei criteri e della struttura delle remunerazioni, in particolare riguardo alle componenti variabili.

(¹²⁰) La norma è collocata nella Sezione I del Capo II del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, che costituisce il cuore della disciplina delle società quotate, pur non esaurendo completamente la regolamentazione.

(¹²¹) Nello specifico, un rendiconto sintetico delle votazioni contenente il numero di azioni rappresentate in assemblea e delle azioni per le quali è stato espresso il voto, la percentuale di capitale che tali azioni rappresentano, nonché il numero di voti favorevoli e contrari alla delibera e il numero di astensioni, dovrà essere reso disponibile sul sito Internet della società entro cinque giorni dalla data dell'assemblea. Il verbale dell'assemblea di cui all'art. 2375 c.c. è comunque reso disponibile sul sito Internet entro trenta giorni dalla data dell'assemblea.

preventiva serve a porre gli azionisti nelle condizioni di partecipare consapevolmente al momento consultivo-deliberativo sulle “*politiche di remunerazione*” previsto dal 6° comma dell’art. 123-ter t.u.f. (¹²²).

L’attribuzione di competenze deliberative non vincolanti all’assemblea ordinaria fa sorgere la questione sul rapporto esistente tra la norma in commento e l’art. 2389 c.c. Al riguardo, appare dirimente il comma 6 dell’art. 123-ter t.u.f., il quale dispone che “*fermo restando quanto previsto dagli articoli 2389 e 2409-terdecies, primo comma, lett. a), c.c., e dall’art. 114-bis, l’assemblea convocata [...] delibera (in modo non vincolante) in senso favorevole o contrario*” sulla prima sezione della relazione, che illustra la “*politica di remunerazione*” e il relativo procedimento d’adozione e attuazione. Infatti, dal tenore letterale della norma, emerge che la disciplina dettata dall’art. 123-ter t.u.f. non incide sulla ripartizione di competenze tra gli organi sociali, ma introduce nel complesso procedimento di definizione delle remunerazioni un peculiare *potere di giudizio* dell’assemblea sulle “*politica di remunerazione*” già approvata dal consiglio di amministrazione, che sembra avere portata molto simile a quella delle autorizzazioni statutarie di cui all’art. 2364, co. 1, n. 5, c.c.

3.1.3.1. Il contenuto della relazione sulla remunerazione ai sensi del Regolamento Emittenti: l’art. 84-*quater* e l’allegato n. 3A, schema 7-*bis*

Prima di procedere all’analisi del contenuto della “*relazione sulla remunerazione*” occorre precisare che le Raccomandazioni comunitarie, ai fini dell’informazione ai soci e al mercato, lasciavano ai singoli Stati membri la facoltà di scelta tra la predisposizione di un apposito documento autonomo da allegare al bilancio annuale oppure l’indicazione delle informazioni sulla

(¹²²) Si evidenzia che sia l’informazione preventiva contenuta nella relazione, sia quella successiva sugli esiti della votazione, rafforzano la tutela degli investitori e dei piccoli azionisti, solitamente disinteressati a partecipare ai processi decisionali, in quanto consente comunque a questi ultimi di reagire a pratiche retributive non condivise attraverso l’esercizio del diritto di *exit*. Conf. BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123-ter T.U.F.*, in *Riv. dir. imp.*, 2011, pp. 280 ss.

remunerazione direttamente nella relazione annuale. Il legislatore italiano ha optato per la prima soluzione, disponendo al comma 1 dell'art. 123-ter t.u.f., che il consiglio di amministrazione o il consiglio di sorveglianza nelle società che adottano il sistema dualistico, è tenuto a predisporre e approvare una relazione sulle remunerazioni, da mettere a disposizione del pubblico, almeno ventuno giorni prima dell'assemblea ordinaria annuale prevista dall'art. 2364, co. 2, o dall'articolo 2364-bis, co. 2, c.c., presso la sede sociale, nel proprio sito Internet e con le altre modalità stabilite dalla Consob ⁽¹²³⁾. E la stessa, ai sensi dell'art. 84-quater, co. 1, del Regolamento Emittenti, deve rimanere pubblicata sul sito Internet della società almeno per l'intero periodo in cui sono attribuite le remunerazioni in linea con la politica adottata.

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

Nello specifico, la prima sezione illustra da un lato la “*politica in materia di remunerazione*”, cioè il documento programmatico, che stabilisce come dovranno essere in concreto determinati, almeno con riferimento all'esercizio successivo, i compensi dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche ⁽¹²⁴⁾, e dall'altro lato, il procedimento che ha condotto all'adozione e attuazione della politica di remunerazione.

⁽¹²³⁾ Tale obbligo d'informazione sulla remunerazione non rappresenta una novità, in quanto era già previsto per gli istituti di credito (si v. par. 7 della Comunicazione del 28 ottobre 2009 di Banca d'Italia e Disposizioni di vigilanza del 30 marzo 2011), nonché come prassi nel Codice di autodisciplina, che però lo circoscrive solo alle remunerazioni degli amministratori esecutivi, di quelli investiti di particolari incarichi e dei dirigenti con responsabilità strategiche.

⁽¹²⁴⁾ Cfr. il par. 4.1 delle Disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia, il quale precisa che l'informativa sulle politiche di remunerazione mira a far comprendere all'assemblea le ragioni, le finalità e le modalità di attuazione delle politiche di remunerazione, il controllo svolto sulle medesime, le caratteristiche relative alla struttura dei compensi, la loro coerenza rispetto agli indirizzi e agli obiettivi definiti, la conformità alla normativa applicabile, le eventuali modificazioni rispetto ai sistemi già approvati e l'evoluzione delle dinamiche retributive, rispetto al *trend* del settore. Il testo delle disposizioni è consultabile in «*Rivista del diritto dell'impresa*», 2011, pp. 504 ss.

Questa seconda indicazione appare particolarmente molto utile, in quanto rafforza indirettamente la correttezza procedurale della decisione assunte sul punto dal consiglio di amministrazione, nelle quali il rischio di abusi e conflitti di interesse è molto elevato ⁽¹²⁵⁾.

Si evidenzia che il testo definitivo dell'art. a norma in commento, diversamente dallo schema di decreto posto in consultazione, esclude l'obbligo di informazione relativo alla politica sulle remunerazioni dei componenti dell'organo di controllo, in quanto superfluo, visto che spetta all'assemblea determinare il loro compenso ⁽¹²⁶⁾.

Peraltro, il legislatore, sul presupposto che la normativa secondaria si adatta meglio alle esigenze di flessibilità e mutevolezza della materia in esame, ha delegato la Consob, in concerto con le altre Autorità di vigilanza di settore (Banca d'Italia e IVASS), la specificazione analitica delle informazioni minime da includere nella prima sezione e la modalità con cui devono essere illustrate ⁽¹²⁷⁾.

La Consob ha dato attuazione alla delega con la deliberazione n. 18049 del 2011, con cui sono stati introdotti nel Regolamento Emittenti l'art. 84-*quater* e lo Schema 7-*bis* nell'Allegato 3A. In particolare, quest'ultimo individua tutte le informazioni che devono essere fornite nella relazione ⁽¹²⁸⁾, anche in

⁽¹²⁵⁾ Sul punto v. BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123-ter T.U.F.*, cit., p. 287.

⁽¹²⁶⁾ Per approfondimenti sul punto si v. BALZARINI, *Remunerazione degli amministratori delle società quotate: approvato il decreto legislativo*, in *Riv. soc.*, 2011, p. 189; Circolare Assonime n. 8/2012, cit., p. 11, in cui è stato specificato che nel caso in cui le società avessero individuato, in virtù di altre normative (ad esempio in materia di operazioni con parti correlate) nei componenti degli organi di controllo i dirigenti con responsabilità strategiche, la politica sulle remunerazioni potrebbe esplicitare tale circostanza.

⁽¹²⁷⁾ Critico sulla scelta legislativa BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123-ter T.U.F.*, cit., p. 288, il quale la ritiene discutibile, in particolar modo con riferimento all'individuazione delle informazioni "volte ad evidenziare la coerenza della politica delle remunerazioni con il perseguimento degli interessi a lungo termine della società", in quanto presuppone che sia l'Autorità di vigilanza a dare concretezza ad un concetto di per sé astratto e comunque relativo.

⁽¹²⁸⁾ L'allegato 3A, Schema 7-*bis*, del Regolamento Emittenti richiede con riferimento alla prima sezione della relazione le seguenti informazioni: a) gli organi o i soggetti coinvolti nella predisposizione e approvazione della politica delle remunerazioni, specificando i rispettivi ruoli, nonché gli organi o i soggetti responsabili della corretta attuazione di tale politica (si

negativo se non disponibili, in quanto relative ad aspetti non previsti dalla politica in materia di remunerazioni, salva l'ipotesi che la relativa comunicazione al pubblico possa provocare un grave danno alla società⁽¹²⁹⁾. Peraltro, si osserva che tra le varie informazioni non è prevista una sintesi dell'applicazione della politica sulle remunerazioni del precedente esercizio finanziario, come invece è disposto dal par. 3.2 della Raccomandazione 2004/913/CE. Tale mancanza appare di difficile comprensione, in quanto la predetta informazione consentirebbe agli azionisti di rilevare e apprezzare meglio i cambiamenti significativi intervenuti in materia nel corso di più

tratta di informazioni generali sul processo di *governance*); *b*) l'eventuale intervento di un comitato per la remunerazione o di altro comitato competente in materia, descrivendone la composizione (con la distinzione tra consiglieri non esecutivi e indipendenti), le competenze e le modalità di funzionamento; *c*) il nominativo degli esperti indipendenti eventualmente intervenuti nella predisposizione della politica delle remunerazioni; *d*) le finalità perseguite con la politica delle remunerazioni, i principi che ne sono alla base e gli eventuali cambiamenti della politica delle remunerazioni rispetto all'esercizio finanziario precedente; *e*) la descrizione delle politiche in materia di componenti fisse e variabili della remunerazione, con particolare riguardo all'indicazione del relativo peso nell'ambito della retribuzione complessiva e distinguendo tra componenti variabili di breve e di medio-lungo periodo; *f*) la politica seguita con riguardo ai benefici non monetari; *g*) con riferimento alle componenti variabili, una descrizione degli obiettivi di *performance* in base ai quali vengano assegnate, distinguendo tra componenti variabili di breve e di medio-lungo termine, e informazioni sul legame tra la variazione dei risultati e la variazione della remunerazione; *h*) i criteri utilizzati per la valutazione degli obiettivi di *performance* alla base dell'assegnazione di azioni, opzioni, altri strumenti finanziari o altre componenti variabili della remunerazione; *i*) informazioni volte ad evidenziare la coerenza della politica delle remunerazioni con il perseguimento degli interessi a lungo termine della società e con la politica di gestione del rischio, ove formalizzata; *j*) i termini di maturazione dei diritti (c.d. *vesting period*), gli eventuali sistemi di pagamento differito, con indicazione dei periodi di differimento e dei criteri utilizzati per la determinazione di tali periodi e, se previsti, i meccanismi di correzione *ex post*; *k*) informazioni sulla eventuale previsione di clausole per il mantenimento in portafoglio degli strumenti finanziari dopo la loro acquisizione, con indicazione dei periodi di mantenimento e dei criteri utilizzati per la determinazione di tali periodi; *l*) la politica relativa ai trattamenti previsti in caso di cessazione dalla carica o di risoluzione del rapporto di lavoro, specificando quali circostanze determinino l'insorgere del diritto e l'eventuale collegamento tra tali trattamenti e le performance della società; *m*) informazioni sulla presenza di eventuali coperture assicurative, ovvero previdenziali o pensionistiche, diverse da quelle obbligatorie; *n*) la politica retributiva eventualmente seguita con riferimento: *i*) agli amministratori indipendenti, *ii*) all'attività di partecipazione a comitati e *iii*) allo svolgimento di particolari incarichi (presidente, vice presidente, ecc.); *o*) se la politica retributiva è stata definita utilizzando le politiche retributive di altre società come riferimento, e in caso positivo i criteri utilizzati per la scelta di tali società.

⁽¹²⁹⁾ BEGHETTO, *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate*, cit., p. 90 e in particolare la nota 70, il quale evidenzia l'applicabilità della previsione contenuta nell'art. 114, co. 6, t.u.f.

esercizi consecutivi ⁽¹³⁰⁾.

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

Per quanto concerne le società quotate destinatarie di specifiche normative di settore in materia di remunerazione, si precisa che le stesse possono fornire le predette informazioni minimali anche utilizzando le modalità di rappresentazione contenute in tali norme specifiche ⁽¹³¹⁾.

La seconda sezione della "relazione sulla remunerazione", disciplinata dal comma 4 dell'art. 123-ter t.u.f., contiene invece un'analitica e adeguata illustrazione del trattamento retributivo, comprensivo del trattamento di fine rapporto, a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma corrisposto ⁽¹³²⁾ dalla società o da sue controllate ⁽¹³³⁾ ai componenti degli organi di amministrazione e di controllo, nonché ai direttori generali, in attuazione delle politiche retributive dell'esercizio precedente, oltre agli importi riconosciuti ai singoli amministratori.

Si ritiene che la *ratio* sottesa all'obbligo di fornire delle informazioni così dettagliate risieda nel fatto che una simile chiarezza può aiutare a contrastare abusi e pratiche distorte degli amministratori in materia di remunerazione, consentendo altresì agli azionisti e al mercato di valutare la ragionevolezza della loro retribuzione alla luce delle *performances* sociali conseguite ⁽¹³⁴⁾.

⁽¹³⁰⁾ Sul punto v. UNGUREANU, *Politica di remunerazione degli amministratori delle società quotate*, cit., p. 552.

⁽¹³¹⁾ Ciò accade ad esempio nel settore bancario e assicurazioni, che sono soggette ad una disciplina specifica sulla remunerazione che include anche l'identificazione dei c.d. *risk-taker*, cioè la categoria di soggetti la cui attività professionale ha o può avere un impatto rilevante sul profilo di rischio della società. Sul punto v. BEGHETTO, *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate*, cit., p. 94.

⁽¹³²⁾ BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123-ter T.U.F.*, cit., p. 290, che mette in luce sia le diverse forme di compenso: denaro, azioni, strumenti finanziari, o in natura; sia i diversi titoli che ne giustifica la sua corresponsione e le modalità di erogazione: gettoni di presenza, importo fisso o variabile, o combinazione delle diverse componenti.

⁽¹³³⁾ Peraltro, si evidenzia che all'interno dei gruppi, anche per ragioni fiscali, è frequente il dislocamento degli oneri retributivi tra le diverse società.

⁽¹³⁴⁾ Sul punto v. BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123-ter T.U.F.*, cit., p. p. 290, la quale, seppur favorevole

In tale sezione le voci in cui si articolano le remunerazioni devono essere rappresentate nominativamente per gli amministratori, i componenti degli organi di controllo e i direttori generali. Invece, per i dirigenti con responsabilità strategiche ⁽¹³⁵⁾ l'informativa deve essere indicata solo cumulativamente ⁽¹³⁶⁾, specificando il numero dei soggetti a cui si riferisce, salvo per le società di non minori dimensioni ⁽¹³⁷⁾, ove essi abbiano ricevuto, nel corso dell'esercizio, un compenso complessivo superiore rispetto a quello individuale più elevato che sia stato attribuito ai singoli componenti degli organi di amministrazione e controllo nonché dei direttori generali ⁽¹³⁸⁾.

Per quanto concerne le specifiche informazioni che devono essere indicate nella seconda sezione, si sottolinea che la delibera Consob n. 18049 del 2011 ha suddiviso il contenuto in due parti e, al fine di adottare una disciplina completa e sistematica sulla trasparenza delle remunerazioni, da un lato ha abrogato gli artt. 78, co. 1, con i relativi schemi 1 e 2 di cui all'Allegato 3C ⁽¹³⁹⁾, e 79 del Regolamento Emittenti, e dall'altro lato ha semplificato le

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

⁽¹³⁵⁾ Si definiscono dirigenti con responsabilità strategiche, ai sensi dell'art. 65, co. 1-*quater*, Regolamento Emittenti, che rinvia alla definizione contenuta nell'Allegato 1 al Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, "*quei soggetti che hanno il potere e la responsabilità, direttamente o indirettamente, della pianificazione, della direzione e del controllo dell'attività dell'ente, compresi gli amministratori (esecutivi o meno) dell'entità stessa*".

⁽¹³⁶⁾ CATANI, *Occorre più trasparenza sui compensi nelle quotate*, in *Milano Finanza*, 21 febbraio 2012, p. 10, il quale, dopo aver evidenziato che nel testo sottoposto a consultazione l'indicazione nominativa era prevista anche per i dirigenti strategici, osserva che la vigente previsione che ammette l'indicazione nominativa è un'ipotesi irrealistica, sulla quale la stessa Consob si è ripromessa di riesaminare la questione.

⁽¹³⁷⁾ Sono definite società di minori dimensioni, ai sensi dell'art. 3, co. 1, lett. *f*), del Regolamento Consob n. 17221/2010, quelle società in cui né l'attivo dello stato patrimoniale, né i ricavi, come risultanti dall'ultimo bilancio consolidato approvato, superino i cinquecento milioni di euro. Le società di minori dimensioni non possono più qualificarsi come tali nel caso in cui per due esercizi consecutivi non soddisfino congiuntamente i predetti requisiti.

⁽¹³⁸⁾ Sul punto 1 riguardo ASSONIME, Circolare n. 8/2012, cit., p. 15, ha specificato che l'ambito soggettivo riguarda entrambe le parti di cui si compone la seconda sezione della relazione, salvo che non sia diversamente specificato.

⁽¹³⁹⁾ L'abrogazione si è resa necessaria per evitare che tali obblighi d'informazione duplicassero inutilmente gli oneri per le società quotate.

disposizioni di cui all'art. 84-*bis* del medesimo Regolamento ⁽¹⁴⁰⁾.

In particolare, la prima parte della seconda sezione deve fornire un'adeguata rappresentazione di ciascuna delle voci che compongono la remunerazione, compresi i trattamenti previsti in caso di cessazione dalla carica o risoluzione del rapporto di lavoro ⁽¹⁴¹⁾, evidenziando la coerenza con la politica in materia di remunerazioni approvata nell'esercizio precedente ⁽¹⁴²⁾. La seconda parte della sezione, invece, deve riportare analiticamente i compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento dalla società e da eventuali società controllate e collegate, mediante l'utilizzo delle quattro tabelle (tab. 1, tab. 2, tab. 3A e tab. 3B) ottenute dalla rielaborazione degli Schemi 1 e 2 dell'Allegato 3C del Regolamento Emittenti, che ne ha sensibilmente migliorato la chiarezza nella suddivisione delle varie tipologie di compenso e l'organicità dei contenuti.

Nel medesimo intento di fornire un'informazione il più completa e comprensibile possibile, il comma 5 dell'art. 123-*ter* t.u.f. prescrive che alla

⁽¹⁴⁰⁾ In particolare, si osserva che le modifiche hanno riguardato l'individuazione dei piani rilevanti e gli obblighi d'informazione successiva, in considerazione del fatto che alcuni dettagli del piano possono essere stabiliti in un secondo momento rispetto all'approvazione da parte dell'assemblea.

⁽¹⁴¹⁾ Per le società di «minori dimensioni», ai sensi dell'art. 3, co. 1, lett. *f*), del Regolamento Consob n. 17221 del 2010, le informazioni sugli accordi che prevedono indennità in caso di scioglimento anticipato del rapporto sono indicate in riferimento agli amministratori esecutivi e al presidente dell'organo di amministrazione. Cfr. l'art. 6.C.1., lett. *g*), del Codice di autodisciplina il quale da un lato evidenzia l'opportunità che l'indennità eventualmente prevista per la cessazione del rapporto di amministrazione sia definita in modo tale che il suo ammontare complessivo non superi un determinato importo o un determinato numero di anni di remunerazione, e dall'altro lato, che l'indennità non dovrebbe essere corrisposta se la cessazione del rapporto è dovuta al raggiungimento di risultati obiettivamente inadeguati.

⁽¹⁴²⁾ Le informazioni della prima parte della seconda sezione riguardano: *i*) l'eventuale esistenza di tali accordi, fornendo l'informazione in negativo qualora questi non siano presenti; *ii*) i criteri di determinazione dell'indennità spettante a ogni singolo soggetto. Nel caso in cui l'indennità sia espressa in funzione dell'annualità, occorre indicare in modo dettagliato le componenti di tale annualità; *iii*) l'eventuale presenza di criteri di *performance* a cui è legata l'assegnazione dell'indennità; *iv*) gli eventuali effetti della cessazione del rapporto sui diritti assegnati nell'ambito di piani di incentivazione basati su strumenti finanziari o da erogare per cassa; *v*) i casi in cui matura il diritto all'indennità; *vi*) l'eventuale esistenza di accordi che prevedono l'assegnazione o il mantenimento di benefici non monetari a favore dei soggetti che hanno cessato il loro incarico ovvero la stipula di contratti di consulenza per un periodo successivo alla cessazione del rapporto; *vii*) l'eventuale esistenza di accordi che prevedono compensi per impegni di non concorrenza; *viii*) con riferimento agli amministratori che hanno cessato il loro incarico nel corso dell'esercizio, occorre indicare eventuali scostamenti nella determinazione dell'indennità rispetto alle previsioni dell'accordo di riferimento; *ix*) nel caso in cui non siano previsti specifici accordi, occorre esplicitare i criteri con i quali sono state determinate le indennità di fine rapporto maturate.

relazione devono essere allegati anche i piani di compenso a lungo termine di cui all'art. 114-*bis* t.u.f., ovvero in alternativa, dev'essere indicata la sezione del sito Internet dove tali piani sono reperibili, in modo tale da garantire un'informazione trasparente e completa su tutte le componenti del trattamento retributivo degli *executives*. Al riguardo, appare opportuno evidenziare che le due norme hanno un ambito soggettivo di applicazione differente: l'art. 123-*ter* è applicabile solo alle società quotate, mentre l'art. 114-*bis* ricomprende non solo gli emittenti con azioni quotate ma in generale tutti gli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante. Il diverso ambito soggettivo di operatività delle norme non crea però alcun problema applicativo, in quanto tutte le società quotate dovranno predisporre la relazione sulle politiche di remunerazione e, qualora ne facciano uso, allegarvi la relazione sui piani di compenso basati su strumenti finanziari. Viceversa, le società con soli titoli obbligazionari quotati non dovranno predisporre la relazione sulle politiche di remunerazione ma dovranno comunque rispettare gli obblighi pubblicitari imposti dall'art. 114-*bis* T.U.F. nel caso in cui facciano uso di piani di compenso basati su strumenti finanziari ⁽¹⁴³⁾.

Ai sensi dell'art. 123-*ter*, co. 1, t.u.f., la relazione sulle remunerazioni dev'essere messa a disposizione del pubblico presso la sede sociale, nel sito Internet della società e con le altre modalità indicate dall'art. 65-*bis* del Regolamento Emittenti, almeno ventuno giorni prima dell'assemblea annuale, anche in assenza di variazioni alla politica sulle remunerazioni dell'esercizio precedente, che ben potrebbe essere inalterata per diversi esercizi ⁽¹⁴⁴⁾.

Il termine minimo di deposito preventivo è stato ritenuto compatibile sia con il sistema di amministrazione e controllo tradizionale, che con quello monistico, in cui l'approvazione della relazione sulla remunerazione da parte del consiglio di amministrazione potrà avvenire contestualmente all'approvazione del progetto di bilancio, sia con il sistema dualistico, in cui l'approvazione

⁽¹⁴³⁾ BEGHETTO, *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate*, cit., p. 89.

⁽¹⁴⁴⁾ In tal senso v. ASSONIME, Circolare n. 8/2012, cit., p. 28; documento Consob sull'esito delle consultazioni del 23 dicembre 2011, p. 76.

della relazione invece potrà avvenire contestualmente all'approvazione del bilancio d'esercizio ⁽¹⁴⁵⁾.

Peraltro, in mancanza di un'esplicita previsione legislativa e considerata la contiguità delle informazioni, si ritiene che la relazione sulle remunerazioni possa essere sia accorpata a quella sul governo societario, fuori dalla relazione sulla gestione, sia contenuta nella relazione sulla gestione, che a sua volta potrebbe contenere pure quella sul governo societario ⁽¹⁴⁶⁾. In tali casi, tuttavia, la pubblicazione dovrà avvenire nei modi e nei tempi più stringenti previsti per la pubblicazione di tali documenti ⁽¹⁴⁷⁾.

Inoltre, si ritiene che la relazione sulle remunerazioni, qualora pubblicata autonomamente o contenuta nella relazione sul governo societario, non debba essere sottoposta alla verifica di coerenza della società di revisione ai sensi dell'art. 123-*bis*, co. 4, t.u.f., non essendovi nell'art. 123-*ter* t.u.f. un esplicito richiamo all'intervento del revisore. Diversamente, se contenuta nella relazione sulla gestione, sarà assoggettata ad un controllo di coerenza circoscritto però all'accertamento dell'effettiva presenza delle informazioni ⁽¹⁴⁸⁾.

⁽¹⁴⁵⁾ CERVIO, *Solo consultivo il voto espresso dai soci in ordine alla relazione sui «compensi»*, cit., p. 20.

⁽¹⁴⁶⁾ Cfr. ASSONIME, Circolare n. 8/2012, cit., p. 27.

⁽¹⁴⁷⁾ La relazione sul governo della società, che contiene la relazione sulle remunerazioni, deve essere depositata presso la Consob e la società di gestione del mercato, pubblicata sul sito Internet e negli altri modi previsti dalla Consob ai sensi dell'art. 113-*ter* t.u.f., in quanto costituisce un'informazione regolamentata. Il termine massimo è quello più stringente tra i centoventi giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale e i ventuno giorni prima dell'assemblea, in quanto la relazione sul governo societario deve essere necessariamente pubblicata al più tardi con la relazione sulla gestione. Invece, la relazione sulla gestione, contenente anche quella sulle remunerazioni, deve essere pubblicata presso la sede sociale, sul sito Internet della società e con le altre modalità previste dalla Consob, entro il termine più stringente tra centoventi giorni dalla chiusura dell'esercizio e ventuno giorni prima dell'assemblea.

⁽¹⁴⁸⁾ Cfr. ASSONIME, Circolare n. 8/2012, cit., pp. 27 ss.

CAPITOLO 4

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

SOMMARIO: **4.1.** *Il Comitato per la remunerazione (CoRem) – 4.1.1. Il ruolo – 4.1.2 La disciplina italiana – 4.1.3. I rapporti endoconsiliari: il CoRem, gli altri Comitati e gli amministratori delegati – 4.1.4. Profili comparatistici – 4.1.5. I consulenti esterni del CoRem – 4.1.5.1. Il ruolo del consulente – 4.1.5.2. L'effetto legittimante della consulenza – 4.1.5.3. Il potenziale conflitto di interessi connesso all'attività di consulenza – 4.2.* *Il controllo degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli executives (il c.d. "Say-on-Pay") – 4.2.1. Il ruolo del Say-on-Pay – 4.2.2. Il voto consultivo non vincolante nell'ordinamento italiano – 4.2.3. Sintesi comparativa sul Say-on-pay nei diversi ordinamenti*

4.1. Il Comitato per la remunerazione

4.1.1. Il ruolo

Per inquadrare il ruolo e la funzione del Comitato per le remunerazioni è preliminarmente necessario ribadire che il nostro ordinamento rimette alla competenza dell'assemblea la determinazione del compenso ordinario-base degli amministratori, ai sensi del combinato disposto degli artt. 2364, co. 1, n. 3, c.c. e 2389, co. 1, c.c., mentre attribuisce al consiglio di amministrazione la competenza sulla determinazione dei compensi aggiuntivi e straordinari degli amministratori con particolari deleghe *ex art.* 2389, co. 3, c.c., in quanto rientrante tra gli atti di gestione.

Tale competenza, però, cela inevitabili conflitti d'interessi tra gli amministratori delegati e la società ⁽¹⁴⁹⁾, che hanno indotto il legislatore – tenuto anche conto del fatto che la componente remunerativa degli *executives* è la più rilevante – a prevedere per le società con azioni quotate o diffuse fra il pubblico in misura rilevante, specifiche regole dirette ad assicurare maggiore

⁽¹⁴⁹⁾ MUCCIARELLI F.M., *I compensi agli amministratori esecutivi nelle società quotate: uno sguardo comparatistico a Regno Unito, Germania e Stati Uniti d'America*, in *Remunerazioni e Manager. Uomini (d'oro) e no* a cura di Cera e Lener, in *Analisi giuridica dell'economia*, n. 2/2014, p. 298.

trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale nell'assunzione delle decisioni.

La questione del conflitto d'interessi, infatti, aveva suscitato un ampio dibattito antecedentemente alla riforma del diritto societario del 2003, in quanto, la specifica disciplina dettata dal codice civile in materia di conflitto d'interessi (artt. 2373 e 2391 c.c.) ⁽¹⁵⁰⁾ sembrava imporre all'amministratore il dovere di astenersi dal partecipare alla deliberazione sul suo compenso e, se anche azionista, l'obbligo di astensione anche dal voto assembleare. E proprio sotto quest'ultimo profilo sono intervenute alcune pronunce della giurisprudenza, le quali hanno affermato che il socio-amministratore non aveva l'obbligo di astenersi dal votare in assemblea, poiché il suo interesse personale a ricevere un giusto compenso non era necessariamente incompatibile con l'interesse della società a retribuire equamente il proprio

⁽¹⁵⁰⁾ Per comodità di lettura, si riportano i testi dei previgenti artt. 2373 e 2391 c.c.:

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

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

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

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

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

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

amministratore ⁽¹⁵¹⁾.

Resta comunque fermo che l'amministratore destinatario della remunerazione è portatore di un interesse personale nella delibera consiliare adottata ai sensi dell'art. 2389, co. 3, c.c., e pertanto, alla luce del vigente testo dell'art. 2391 c.c., la decisione dov'essere adeguatamente motivata e, qualora la delibera assunta con il suo voto determinante possa arrecare danno alla società, la stessa resta impugnabile.

Peraltro, l'amministratore destinatario del pacchetto retributivo, oltre ad essere in conflitto d'interessi, è anche parte correlata della società ai sensi dell'art. 2391-bis c.c., qualora rivesta particolari cariche e l'assemblea non abbia predeterminato un importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori.

Infatti, ai sensi dell'Allegato 1 del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010, sono considerati parti correlate i “*dirigenti con responsabilità strategiche della società [...]*” (punto 1, lett. d), cioè coloro che hanno il “*potere e la responsabilità di determinare direttamente o indirettamente, la pianificazione, la direzione e il controllo dell'attività della società, compresi gli amministratori della società stessa*” ⁽¹⁵²⁾.

⁽¹⁵¹⁾ Il conflitto d'interessi sarebbe ravvisabile solo in caso di attribuzione di un compenso sproporzionato e irragionevole. Sul punto, in giurisprudenza, si v. Cass., Sez. I, 3 dicembre 2008, n. 28748, in *Giur. comm.*, 2009, II, pp. 1131 ss., con nota di FOLLADORI, nella quale è stato affermato che la deliberazione dell'assemblea di società di capitali, avente per oggetto la determinazione del compenso a favore degli amministratori, non è annullabile per conflitto di interessi per il mero fatto che sia stata adottata con il voto determinante espresso dallo stesso amministratore, se non risulti altresì pregiudicato l'interesse sociale, attraverso la previsione di un compenso eccessivo. Conf. Cass., Sez. I, 17 luglio 2007, n. 15942, in *Foro it. Online*; Trib. Milano, 6 febbraio 1992, in *Giur. comm.*, 1993, II, pp. 416 ss. e Trib. Milano, 27 aprile 1989, in *Giur. it.*, 1989, I, pp. 932. In dottrina, si v. BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., pp. 207 ss. P.G. JAEGER, *Determinazione del compenso dell'amministratore e conflitto di interessi*, in *Giur. comm.*, 1980, II, p. 396.

⁽¹⁵²⁾ Per approfondimenti si v. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, Giuffrè, Milano, 2016, pp. 96 ss., la quale, oltre a sottolineare la sostanziale coincidente della definizione dei cui all'Allegato 1 del Regolamento Consob con quella dello IAS 24 (testo omologato con Regolamento CE n. 632 del 9 luglio 2010), giustamente evidenzia che la loro inclusione nel novero delle “parti correlate” trova giustificazione nel fatto che, visto l'importante ruolo che tali soggetti possono avere nella

Inoltre, il medesimo punto 1 definisce come operazione con parti correlate “ogni decisione relativa all’assegnazione di remunerazioni e benefici economici, sotto qualsiasi forma, ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti con responsabilità strategiche”.

Nel quadro appena tracciato, il Comitato per la remunerazione (c.d. CoRem) serve da un lato a fugare ogni dubbio sulla conformità della delibera consiliare sulla remunerazione rispetto all’interesse sociale, poiché la decisione viene adottata in base al parere ed i suggerimenti di un organismo teoricamente indipendente e professionalmente qualificato⁽¹⁵³⁾.

Dall’altro lato, consente di sottrarre la decisione consiliare alla speciale procedura per le operazioni con parti correlate, in quanto l’art. 13, co. 3, lett. b), del Regolamento Consob n. 17221 del 2010, permette di esentare dalla procedura le “deliberazioni in materia di remunerazione degli amministratori e consiglieri investiti di particolari cariche, nonché degli altri dirigenti con responsabilità strategiche [...]”, a condizione che: i) la società abbia adottato una politica di remunerazione. E ciò è quanto prevede l’art. 123-ter, co. 3, t.u.f.; ii) nella definizione della politica di remunerazione sia stato coinvolto un comitato costituito esclusivamente da amministratori o consiglieri non esecutivi in maggioranza indipendenti, qual è appunto il CoRem ai sensi del Codice di Autodisciplina sulla *Corporate Governance* della Banca d’Italia⁽¹⁵⁴⁾; iii) sia stata sottoposta all’approvazione o al voto consultivo dell’assemblea una relazione che illustri la politica di remunerazione. Circostanza che trova puntuale riscontro nell’art. 123-ter, co. 6, t.u.f.; iv) la remunerazione assegnata sia coerente con tale politica, come richiesto dall’art. 123-ter, co. 4, lett. a), t.u.f.

realizzazione delle strategie sociali, sono ritenuti più esposti al conflitto d’interessi ed alla distrazione di *assets* della società.

⁽¹⁵³⁾ In tal senso v. CAMPOBASSO M., *I compensi degli amministratori di società quotate: l’esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 2011, pp. 716 s.

⁽¹⁵⁴⁾ In tal senso si esprimono: SANTOSUOSSO, *I compensi dei componenti degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche*, in *Le operazioni con parti correlate* a cura di Carriello, Giuffrè, Milano, 2011, p. 41; CAMPOBASSO M., *I compensi degli amministratori di società quotate: l’esperienza italiana*, cit., p. 717.

4.1.2. La disciplina italiana

La complessità e la delicatezza della materia delle remunerazioni e l'elevato potenziale conflitto d'interessi a essa connessi hanno indotto il Comitato per la *Corporate Governance* della Borsa italiana all'introduzione, sulla base dell'esperienza internazionale, del Comitato per la remunerazione già nel Codice di Autodisciplina del 1999, il quale al paragrafo 8.1 ne prevedeva espressamente la costituzione all'interno del *board*, attribuendogli genericamente funzioni propositive in materia di remunerazione ⁽¹⁵⁵⁾.

Tali previsioni sono state poi modificate nella versione del Codice di Autodisciplina del marzo 2010 ⁽¹⁵⁶⁾, in cui, anticipando il legislatore, è stata data attuazione ai principi contenuti nelle Raccomandazioni 2005/162/CE e 2009/385/CE, che richiedevano il rafforzamento dell'obiettività dell'operato del CoRem, mediante un intervento sul profilo dell'indipendenza dei suoi componenti, e l'accrescimento dell'efficienza, attraverso la previsione che almeno un componente abbia “*conoscenze ed esperienza nell'ambito della politica in materia di remunerazione*” ⁽¹⁵⁷⁾. Le Raccomandazioni della Commissione europea, infatti, si fondavano sull'idea anglo-americana che l'intervento di un comitato indipendente, dotato di risorse e conoscenze proprie in materia, è in grado di mitigare il conflitto d'interessi degli amministratori esecutivi, in tal modo proteggendo gli azionisti e degli altri *stakeholders* e riducendo i costi di agenzia connessi alle remunerazioni ⁽¹⁵⁸⁾.

⁽¹⁵⁵⁾ Il paragrafo 8.1 del Codice di Autodisciplina del 1999 disponeva che “*il consiglio di amministrazione costituisce al proprio interno un comitato per la remunerazione. Tale comitato, composto prevalentemente di amministratori non esecutivi, formula proposte al consiglio per la remunerazione degli amministratori delegati e di quelli che ricoprono particolari cariche, nonché su indicazione degli amministratori delegati, per la determinazione dei criteri per la remunerazione dell'alta direzione della società. A tal fine esso può avvalersi di consulenti esterni a spese della società*”. Tale soluzione era ritenuta perfettamente compatibile con il diritto societario italiano, non incidendo in alcun modo sulla competenza in materia del consiglio di amministrazione.

⁽¹⁵⁶⁾ Tutte le versioni dei Codici di Autodisciplina (1999, 2002, 2006, 2010, 2011, 2014 e 2015) sono consultabili all'indirizzo www.borsaitaliana.it.

⁽¹⁵⁷⁾ In tal senso si esprimeva la Sezione III, par. 7.1 della Raccomandazione 2009/385/CE.

⁽¹⁵⁸⁾ Gli amministratori non esecutivi indipendenti rappresentano il meccanismo correttivo di

Nella nuova versione del Codice, infatti, al principio 7.P.3. (ora 6.P.3.) viene inserita la previsione che il CoRem dev'essere composto da almeno tre amministratori (¹⁵⁹) tutti indipendenti (¹⁶⁰) oppure, in alternativa, da

ultima istanza per proteggere gli interessi degli azionisti nelle società a proprietà diffusa e degli azionisti di minoranza nelle società a proprietà concentrata, dove il board è promanazione del socio di maggioranza. In tal senso v. FERRARINI – MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, in *Riv. soc.*, 2005, pp. 620 e 622 s.

(¹⁵⁹) Secondo le indagini di Assonime per l'anno 2015, il numero di componenti del Comitato per le Remunerazioni varia tra un minimo di 2 (in 16 società) a un massimo di 6 componenti (in una istituto di credito, seguita da 9 società con comitati composti da 5 componenti). Nell'80% dei casi il comitato è comunque formato da 3 componenti secondo le raccomandato dal Codice di Autodisciplina. Si v. ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2015)*, n. 10/2015, p. 65.

(¹⁶⁰) Il riferimento all'indipendenza dev'essere inteso ai sensi del criterio applicativo 3.C.1. del Codice di Autodisciplina. Al riguardo, si osserva che l'indipendenza va considerata non in senso assoluto ma relativo, cioè come capacità di un individuo, per personalità, struttura intellettuale e morale, di determinare liberamente il proprio giudizio, senza subire alcuna distorsione nel processo psicologico dovuta a condizionamenti da parte di chi esercita «effettivamente il comando». Per approfondimenti sulla figura degli amministratori indipendenti si v. PRESTI - MACCA- BRUNI, *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *A.G.E.*, 1, 2003, pp. 23 ss.; LENER, *Gli amministratori indipendenti*, in G. Scognamiglio (a cura di), *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 2003, pp. 134 ss.; BELCREDI, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, in *Riv. soc.*, 2, 2005, pp. 354 ss.; DENOZZA, *I requisiti d'indipendenza*, 2005, consultabile all'indirizzo www.nedcommunity.com; SIRONI, *Commento art. 2387 c.c.*, in Ghezzi (a cura di), *Amministratori*, Milano, Egea, 2005, pp. 277 ss.; STELLA RICHTER JR., *Gli amministratori non esecutivi nell'esperienza italiana*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2, 2005, pp. 163 ss.; BOMPANI, *La tutela del risparmio*, Milano, FrancoAngeli, 2006; FERRARINI, *Ruolo degli amministratori indipendenti e Lead Independent Director*, in *La Corporate Governance e il risparmio gestito*, 2006, consultabile all'indirizzo www.assogestioni.it; OLIVIERI, *Amministratori «indipendenti» e «di minoranza» nella legge sulla tutela del risparmio*, in *A.G.E.*, 1, 2006, 23-32; ID., *I controlli «interni» nelle società quotate dopo la legge sulla tutela del risparmio*, in questa *Rivista*, 2007, I, pp. 409 ss.; REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in *Abbadessa – Portale* (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Torino, Utet, 2006, vol. 2, 383-438; TONELLO, *Corporate Governance e tutela del risparmio*, Padova, Cedam, 2006, 199 ss.; ID., *Gli amministratori indipendenti nei codici di autodisciplina europei*, in *Riv. soc.*, 1, 2007, 134-139; RORDORF, *Gli amministratori indipendenti*, in questa *Rivista*, 2007, I, pp. 143 ss., che osserva come «nessun essere umano vive ed opera al di fuori di un contesto di relazioni economiche e sociali, che più o meno consapevolmente, ne condizionano le valutazioni ed i giudizi»; TOMBARI, *Verso uno «statuto speciale» degli amministratori indipendenti (prime considerazioni sul d.lgs. n. 303/2006 e sulle modifiche al Regolamento CONSOB in materia di emittenti*, in *Riv. soc.*, 3, 2007, pp. 51; P. FERRO LUZZI, *Indipendente [...] da chi?; da cosa?*, in *Riv. soc.*, 2008, 204 ss.; PISANI MASSAMORMILE, *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 237 ss.; SALANITRO, *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1, 2008, I, pp. 1 ss.; CHIAPPETTA, *Gli amministratori indipendenti e gli amministratori di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009, pp. 852 ss., che reputa l'autonomia di giudizio il nucleo del requisito di

amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti, specificando che almeno un componente del Comitato debba possedere anche un'adeguata conoscenza ed esperienza in materia finanziaria o di politiche retributive ⁽¹⁶¹⁾. Il ruolo del Comitato per la remunerazione s'innesta nella procedura codicistica di determinazione del compenso degli amministratori, e più precisamente nel procedimento consiliare di determinazione della remunerazione aggiuntiva al compenso base spettante agli amministratori investiti di "particolari cariche", di cui all'art. 2389, co. 3, c.c. In particolare, ai sensi del principio 7.C.5. (ora 6.C.5.), al CoRem sono attribuiti poteri istruttori – raccolta e analisi delle informazioni ricevute anche dagli

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

⁽¹⁶¹⁾ Le indagini di Assonime per l'anno 2015 hanno messo in luce che in 98 società (pari al 49% di quelle che hanno istituito un CoRem) il Comitato è costituito da soli amministratori indipendenti, mentre in 74 società (pari al 37% del totale) il Comitato è formato da amministratori non esecutivi, con maggioranza di indipendenti e presidente scelto tra essi. Di conseguenza, ha dedotto che oggi l'86% del società hanno un CoRem allineato alle raccomandazioni del Codice di Autodisciplina, con un incremento rispetto agli anni passati: era l'81% nel 2014 e solo il 76% nel 2013. V. Si v. ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2015)*, cit., pp. 65-66.

amministratori esecutivi ai fini di una ponderata valutazione della migliore politica retributiva – e proposti nei confronti del consiglio di amministrazione – partecipazione attiva alla definizione e alla predisposizione delle politiche di remunerazione, mediante la fissazione anche degli obiettivi di *performance* a cui correlare la componente variabile della retribuzione ⁽¹⁶²⁾. La decisione finale sulle politiche di remunerazione degli amministratori con “particolari cariche” e dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche resta comunque appannaggio esclusivo del consiglio di amministrazione ⁽¹⁶³⁾, non potendo il CoRem in alcun modo con il suo operato impedire l’adozione di una determinata scelta da parte dell’organo gestorio nel *plenum*.

Il Comitato per la remunerazione, peraltro, alla luce del principio 6.C.7., nell’espletamento dei compiti a lui affidati, può anche avvalersi, come spesso accade, dell’opera di un *Advisor* esterno esperto in materia di politiche retributive, di cui deve però valutare l’indipendenza.

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

⁽¹⁶²⁾ Il principio 6.C.5. precisava la funzione del Comitato nel seguente modo: “*Il comitato per la remunerazione:*

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

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

⁽¹⁶³⁾ CAMPOBASSO M., *I compensi degli amministratori di società quotate: l’esperienza italiana*, cit., p. 715; GRAZIANI – CRISCIMANNI, *Evoluzione della corporate governance in Europa*, p. 14, consultabile all’indirizzo www.ojs.romatrepress.uniroma3.it; DI NOIA – LAFRANCHINI – MILIĆ, *La remunerazione degli amministratori nell’autodisciplina delle società quotate*, in *Manuale di Executive Compensation e Corporate Governance*² a cura di Cutillo e Fontana, Milano, FrancoAngeli, 2015, p. 308, i quali evidenziano che nonostante l’attuale art. 6 del Codice di Autodisciplina sia intervenuto definendo più dettagliatamente i compiti del CoRem mantengono solo carattere consultivo e istruttorio.

remunerazione dei vertici aziendali. Secondo gli studi di Assonime, infatti, nell'anno 2015, il Comitato per le Remunerazioni è stato previsto da ben 203 società italiane, cioè l'89% del totale, ed è stato istituito da tutte le società finanziarie. Inoltre, dalle medesime indagini è emerso che la costituzione del CoRem è stata più frequente nelle società di maggiori dimensioni ⁽¹⁶⁴⁾ e che solo due società hanno costituito un unico comitato che assomma le funzioni sia del Comitato per le Remunerazioni, sia del Comitato Controllo e Rischi ⁽¹⁶⁵⁾.

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

In considerazione del fatto che il ruolo del Comitato per la remunerazione è solo un tassello della procedura consiliare di approvazione delle politiche di remunerazione *ex art. 123-ter*, co. 2, t.u.f., lo stesso, nell'espletamento del proprio incarico endoconsiliare, deve stabilire e mantenere idonei collegamenti funzionali ed operativi con le altre strutture aziendali, come raccomandato anche dal criterio applicativo 4.C.1, lett. e), del Codice di Autodisciplina ⁽¹⁶⁶⁾. In particolare, per svolgere la propria attività di supporto al consiglio di amministrazione, il CoRem dovrà innanzitutto intrattenere rapporti costanti sia con gli amministratori delegati, essendo indispensabili le loro informazioni al fine del controllo e dell'aggiornamento delle politiche di remunerazione ⁽¹⁶⁷⁾,

⁽¹⁶⁴⁾ In particolare, il Comitato è stato costituito nel 97% dei casi tra le FTSE Mib, nel 98% tra le Mid cap e nell'85% tra le Small cap.

⁽¹⁶⁵⁾ ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2015)*, cit., p. 64.

⁽¹⁶⁶⁾ Il criterio applicativo 4.C.1., lett. e), prescrive: “*nello svolgimento delle proprie funzioni, i comitati hanno la facoltà di accedere alle informazioni e alle funzioni aziendali necessarie per lo svolgimento dei loro compiti nonché di avvalersi di consulenti esterni, nei termini stabiliti dal consiglio di amministrazione. L'emittente mette a disposizione dei comitati risorse finanziarie adeguate per l'adempimento dei propri compiti, nei limiti del budget approvato dal consiglio*”.

⁽¹⁶⁷⁾ DI NOIA – LAFRANCHINI – MILIČ, *La remunerazione degli amministratori nell'autodisciplina delle società quotate*, cit., p. 310, i quali evidenziano la necessità che il CoRem sia destinatario di un flusso informativo proveniente dagli stessi amministratori delegati funzionale allo svolgimento dell'attività.

sia con la direzione risorse umane ⁽¹⁶⁸⁾.

Qualora sia costituito all'interno del consiglio di amministrazione lo *Steering Committee*, al quale è demandato il compito particolare di pianificazione strategica (c.d. *strategic planning*) – incarico mediante il quale vengono stabilite, per un arco di tempo medio lungo (solitamente 3-5 anni), le modalità d'azione dirette a perseguire determinati obiettivi ritenuti fondamentali per la società, come ad esempio sviluppo dei volumi, incremento della marginalità, contrazione del debito finanziario ecc... ⁽¹⁶⁹⁾ – si ritiene che il CoRem debba rapportarsi anche con tale Comitato, in quanto la remunerazione incentivante dev'essere ancorata alla pianificazione strategica, al fine di individuare parametri di *performance* coerenti ⁽¹⁷⁰⁾.

Inoltre, affinché i sistemi di remunerazione e incentivazione sottesi al sistema di retribuzione variabile siano coerenti con la gestione da parte della società del suo profilo di rischio ⁽¹⁷¹⁾ – elemento questo che oggi è al centro dell'attenzione della dottrina e dei regolatori, soprattutto in riferimento alle banche, assicurazioni e delle società d'investimento – si ritiene necessario che il Comitato per la remunerazione comunichi costantemente anche con il Comitato Controllo e Rischi, il quale, nell'espletamento dei suoi compiti

⁽¹⁶⁸⁾ FERRARINI – MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, cit., p. 620, i quali evidenziano anche l'assenza di considerazione da parte delle Raccomandazioni europee dei flussi d'informazione a favore del Comitato per la remunerazione.

⁽¹⁶⁹⁾ DEL SORDO, *La pianificazione economico-finanziaria*, in *Strumenti per il controllo di gestione* a cura di Del Sordo-Siboni-Visani, FrancoAngeli, Milano, 2012, pp. 25 ss.

⁽¹⁷⁰⁾ Il piano strategico viene tradotto in un sistema di *budget* e parametri obiettivo, evitando la miopia manageriale, che privilegia gli obiettivi economico-finanziari e di breve termine rispetto a quelli multidimensionali e di lungo andare. Sul punto si v. BRUNS W. – MERCHANT K.A., *Misurare meglio per gestire meglio: una cura per la 'miopia' del management*, in *Contabilità analitica per l'attività di direzione* a cura di Bubbio, Unicopi, Milano, 1989, p. 353.

⁽¹⁷¹⁾ Si evidenzia infatti che qualsiasi azienda, nel perseguimento dei propri obiettivi, assume dei rischi. Pertanto, il rischio, inteso come qualsiasi evento incerto in grado di influenzare il raggiungimento degli obiettivi aziendali, è un elemento imprescindibile del "fare impresa" e il suo presidio rappresenta parte integrante e fondamentale delle responsabilità manageriali di gestione del *business*. V. *working paper* PROTIVITI, *Il ruolo del consiglio di amministrazione nel governo dei rischi aziendali*, giugno 2014, consultabile all'indirizzo www.protiviti.it.

istruttori a favore del *board*, per l'individuazione del *Risk Appetite* ⁽¹⁷²⁾, deve tenere in considerazione per l'appunto il sistema d'incentivazione del *management* ⁽¹⁷³⁾. Quest'ultima considerazione sembra trovare conferma nelle Disposizioni di vigilanza per le banche sulle "Politiche e prassi di remunerazione e incentivazione", di cui alla Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, nel testo aggiornato il 18 novembre 2014 ⁽¹⁷⁴⁾, dove si evidenzia persino l'opportunità che il *risk manager* partecipi alle riunioni del CoRem.

Infine, tenuto conto che fra i compiti attribuiti in linea generale al collegio sindacale vi è quello della verifica dell'osservanza dei principi di corretta amministrazione, in linea con quanto raccomandato dal Codice di Autodisciplina, appare certamente opportuno che ai lavori del CoRem partecipi anche il presidente del collegio sindacale o altro sindaco da lui designato ⁽¹⁷⁵⁾.

4.1.1 Profili comparatistici

La disciplina dei Comitati sulla remunerazione è stata dettata anche negli altri principali ordinamenti con interventi di *soft law*, ovvero attraverso codici di

⁽¹⁷²⁾ Il consiglio di amministrazione deve definire il grado di compatibilità della natura e del livello di rischio assunto con una gestione dell'impresa coerente con gli obiettivi strategici dell'emittente.

⁽¹⁷³⁾ Sul punto si v. DITTMER C., *La governance dei rischi*, Egea, Milano, 2015, pp. 289 ss., la quale evidenzia che il Comitato Controllo e Rischi, il Comitato Audit, il Comitato per la *Corporate Governance*, il Comitato per la remunerazione, il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate, pongono ciascuno attenzione a uno specifico aspetto dell'*enterprise risk management*, la cui responsabilità è demandata al consiglio di amministrazione. Si v. anche NEDCOMMUNITY, *Amministratori e componenti del Comitato controllo e rischi: Come valutare la governance in tema di rischi e controlli*, 2013, consultabile all'indirizzo www.nedcommunity.com, che ricomprende nell'agenda del Comitato Controllo e Rischi un obbligo di controllo sui sistemi d'incentivazione sia sotto il profilo dell'ambiente interno, con cadenza almeno annuale, sia sotto il profilo del sistema aziendale di comunicazione e declinazione degli obiettivi, con cadenza trimestrale o semestrale.

⁽¹⁷⁴⁾ Testo consultabile nel manuale CUTILLO – FONTANA, *Compendio sulla normativa relativa i compensi degli amministratori e dei manager aziendali*, FrancoAngeli, Milano, 2015, pp. 72 ss.

⁽¹⁷⁵⁾ Sul punto si v. l'ultimo periodo del commento all'art. 6 del Codice di Autodisciplina (p. 29).

autoregolamentazione o regolamenti borsistici sull'ammissione alle quotazioni⁽¹⁷⁶⁾.

In particolare, nel Regno Unito, dopo lo scandalo sollevato dalla crescita delle remunerazioni degli amministratori a partire dagli anni '80, la questione fu affrontata con un intervento di autoregolamentazione e, quindi, sulla base del principio *comply or explain*. Il *London Stock Exchange*, infatti, sulla base del *Greenbury report*, introdusse nel *UK Corporate Governance Code* l'obbligo di costituire un comitato remunerazioni con il compito di negoziare i compensi degli amministratori esecutivi⁽¹⁷⁷⁾.

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

Nella medesima sezione, poi, al punto D.2.1. prescrive che le società quotate debbano costituire un comitato remunerazioni composto da almeno tre membri⁽¹⁷⁸⁾, che si riducono a due nelle piccole società⁽¹⁷⁹⁾, tutti indipendenti⁽¹⁸⁰⁾,

⁽¹⁷⁶⁾ MUCCIARELLI F.M., *I compensi agli amministratori esecutivi nelle società quotate: uno sguardo comparatistico a Regno Unito, Germania e Stati Uniti d'America*, cit., p. 299.

⁽¹⁷⁷⁾ GORDON, “*Say On Pay*”: *Cautionary notes on the U.K. experience and the case for shareholder opt-in*, in *Harvard Journal on legislation*, 46, 2009, pp. 323 ss.; CONYON M.J. – PECK S.I., *Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation*, in *ACAD MANAGE J*, April 1, 1998, 41:2, pp. 146-157.

⁽¹⁷⁸⁾ Alcune indagini hanno riscontrato che le dimensioni della società incidono direttamente sul numero dei membri del RemCo, il quale si attesta nelle grandi realtà tra 5 o 6 membri. Si v. WEIGHT C., *Director Remuneration Handbook*, Bloomsbury, Croydon, 2014, p. 222.

⁽¹⁷⁹⁾ Il riferimento è alle società che sono fuori dall'indice FTSE 350, il quale è costituito dall'aggregazione degli indici FTSE 100 e FTSE 250.

⁽¹⁸⁰⁾ La *Section D.2.1.* del *UK Corporate Governance Code* dispone che: “*The board should establish a remuneration committee of at least three, or in the case of smaller companies two, independent non-executive directors. In addition the company chairman may also be a member of, but not chair, the committee if he or she was considered independent on appointment as chairman. The remuneration committee should make available its terms of reference, explaining its role and the authority delegated to it by the board.*”. Al riguardo, è stato giustamente osservato che norma è particolarmente stringente rispetto al contenuto della

con il compito da un lato di progettare i piani di remunerazione degli *executives directors* e, dall'altro lato, consigliare e monitorare il livello e la struttura della remunerazione dei *senior management*, cioè la dirigenza apicale che si trova subito sotto il consiglio di amministrazione⁽¹⁸¹⁾. Ciò rappresenta un tratto differenziale rispetto alla disciplina italiana che attribuisce al Comitato per le remunerazioni anche la progettazione della remunerazione dei dirigenti con responsabilità strategiche.

Per quanto concerne le modalità di funzionamento dei *Remuneration Committees* si evidenzia che l'ICSA (*Institute of Chartered Secretaries and Administrators*), in base alle migliori pratiche adottate del Regno Unito, ha dettato per le società delle interessanti linee guida⁽¹⁸²⁾.

Come in Italia, anche nel Regno Unito il *RemCo* può avvalersi dell'aiuto di un *external consultant*, cioè di un consulente tecnico in materia di *compensation package*, la cui opera dev'essere comunque attentamente valutata dal medesimo Comitato per le remunerazioni – unico responsabile del procedimento – al fine di evitare ingiustificati aumenti del livello della remunerazione per mera imitazione di altre società del mercato, senza un reale collegamento con l'effettiva realtà aziendale⁽¹⁸³⁾.

Negli Stati Uniti, invece, sono le *listing rules* del *New York Stock Exchange* che disciplinano il “*Compensation Committee*”, le quali pur essendo vincolanti,

Raccomandazione della Commissione 2005/162/CE, che all'art. 3.2. richiedeva l'indipendenza solo della maggioranza dei membri del Comitato per la remunerazione.

⁽¹⁸¹⁾ La *Section D.2.2.* del *UK Corporate Governance Code* dispone che: “*The remuneration committee should have delegated responsibility for setting remuneration for all executive directors and the chairman, including pension rights and any compensation payments. The committee should also recommend and monitor the level and structure of remuneration for senior management. The definition of ‘senior management’ for this purpose should be determined by the board but should normally include the first layer of management below board level.*”.

⁽¹⁸²⁾ Le linee guida ICSA, modificate nel 2015, alla luce del nuovo *UK Corporate Governance Code*, sono consultabili all'indirizzo www.icsa.org.uk.

⁽¹⁸³⁾ Sul punto si v. la *Section D.2.1.* del *UK Corporate Governance Code*, la quale prescrive che “*Where remuneration consultants are appointed, they should be identified in the annual report and a statement made as to whether they have any other connection with the company.*”.

non dettano regole precise sulla natura e struttura del pacchetto retributivo, a differenza di quanto fanno molti codici di autodisciplina europei ⁽¹⁸⁴⁾.

In particolare, ai sensi della *Section 303A.05* il comitato deve essere composto interamente da amministratori indipendenti e deve essere regolato da un proprio statuto scritto che ne individua gli specifici compiti ⁽¹⁸⁵⁾. Tra i suoi compiti rientrano sia funzioni propositive e di monitoraggio sui pacchetti compensativi degli amministratori non esecutivi, sia il potere di approvare la struttura della remunerazione incentivante basta su obiettivi e, più in generale, il livello di remunerazione del CEO ⁽¹⁸⁶⁾.

Anche negli Stati Uniti il *Compensation Committee* può avvalersi dell'aiuto di un *compensation consultant*, la cui nomina, attività e compenso è soggetta a precisi obblighi d'informazione contenuti nel Item 407(e)3(iii) ⁽¹⁸⁷⁾.

⁽¹⁸⁴⁾ Conf. MUCCIARELLI F.M., *I compensi agli amministratori esecutivi nelle società quotate: uno sguardo comparatistico a Regno Unito, Germania e Stati Uniti d'America*, cit., p. 300.

⁽¹⁸⁵⁾ La *Section 303A.05* del NYSE Listing Company Manual dispone: *Compensation Committee* –

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

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

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

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

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

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

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

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

⁽¹⁸⁶⁾ Per approfondimenti si v. WEIGHT C., *Director Remuneration Handbook*, Bloomsbury, cit., pp. 216 ss.

⁽¹⁸⁷⁾ Per comodità si riporta di seguito il testo modificato a luglio del 2012:

(iii) *Any role of compensation consultants in determining or recommending the amount or form of executive and director compensation (other than any role limited to consulting on any broad-based plan that does not discriminate in scope, terms, or operation, in favor of executive officers or directors of the registrant, and that is available generally to all salaried employees; or providing information that either is not customized for a particular registrant*

In Spagna la *comisión de nombramientos y retribuciones* è disciplinata dal Principio 22 del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas ⁽¹⁸⁸⁾ e dalle correlate Raccomandazioni nn. 47-51. In particolare, in linea con le previsioni contenute nella Raccomandazione della Commissione

or that is customized based on parameters that are not developed by the compensation consultant, and about which the compensation consultant does not provide advice) during the registrant's last completed fiscal year, identifying such consultants, stating whether such consultants were engaged directly by the compensation committee (or persons performing the equivalent functions) or any other person, describing the nature and scope of their assignment, and the material elements of the instructions or directions given to the consultants with respect to the performance of their duties under the engagement:

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

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

⁽¹⁸⁸⁾ Per comodità si riporta il testo del Principio 22 del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, Febrero 2015: “*La comisión de nombramientos y retribuciones, que en las sociedades de elevada capitalización serán dos comisiones separadas, además de cumplir los requisitos legales, estará compuesta por una mayoría de consejeros independientes y sus miembros se designarán teniendo en cuenta los conocimientos, aptitudes y experiencia necesarios, y sus normas de funcionamiento reforzarán su especificación, independencia y ámbito de actuación*”.

2005/162/CE, il Codice di Autodisciplina spagnolo statuisce che la *comisión* sia costituita per la maggior parte da amministratori indipendenti, scelti in considerazione della competenze ed esperienza necessaria in materia. Peraltro, per le società con più elevata capitalizzazione, è raccomandata l'adozione di due comitati separati per la nomina e per la retribuzione dei managers⁽¹⁸⁹⁾.

Tra i compiti della *comisión de nombramientos y retribuciones*, che devono essere svolti in modo indipendente, rientrano funzioni propositive sui rapporti dei dirigenti con responsabilità strategiche (*altos directivos*), la verifica periodica della coerenza della politica di remunerazione adottata dalla società per gli amministratori e dirigenti, ed l'esame delle informazioni sulla remunerazione degli amministratori e dell'alta direzione contenute nei vari documenti aziendali⁽¹⁹⁰⁾.

In Francia il *Comité des remunerations* è disciplinato dal *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, il quale al paragrafo 18 raccomanda che il comitato sia composto solo da amministratori non esecutivi e in maggioranza indipendenti, e suggerisce l'opportunità di far partecipare al comitato anche un *administrateur salarié*, espressione dei lavoratori all'interno del *board* delle società francesi con più cinquemila lavoratori in France o diecimila in tutto il mondo⁽¹⁹¹⁾.

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

⁽¹⁸⁹⁾ Sono considerate grandi società ad alta capitalizzazione quelle incluse nell'indice IBEX-35.

⁽¹⁹⁰⁾ Sul punto si v. la Raccomandazioni n. 50.

⁽¹⁹¹⁾ La figura del "*administrateur salarié*" è stata introdotta con la *Loi sur la sécurisation de l'emploi* del 14 giugno 2013, che rappresenta un passo verso la codirezione anche in Francia. Sul punto si v. PIERRE-YVES GOMEZ, *Administrateurs salariés: une nouvelle occasion manquée*, in *Alternatives Economiques*, n. 329 - novembre 2013, consultabile all'indirizzo www.alternatives-economiques.fr.

In Germania, il contesto è nettamente differente agli ordinamenti fin qui esaminati, in quanto il modello dualistico rimette al consiglio di sorveglianza nel suo complesso la nomina degli amministratori ⁽¹⁹²⁾ e la decisione in merito alle loro remunerazioni, che nelle società quotate devono essere orientate nell'ottica dello sviluppo economico e della sostenibilità nel lungo periodo ⁽¹⁹³⁾. A ciò va peraltro aggiunto che i consigli di sorveglianza delle società quotate tedesche sono composti per la metà da rappresentanti dei lavoratori ⁽¹⁹⁴⁾.

Tenuto conto di questi particolari, la legge azionaria tedesca coerentemente non prevede alcun obbligo di nomina del Comitato per la remunerazione, in quanto l'alterità soggettiva del consiglio di sorveglianza e la sua particolare composizione, in un certo senso, funge già da "Comitato" indipendente che garantisce l'obiettività e l'equità della retribuzione ⁽¹⁹⁵⁾.

Peraltro, il *German Corporate Governance Code*, uniformandosi alle prassi internazionali, ammette che le singole società, in base alle loro dimensioni, per ragioni di efficienza organizzativa interna, possano costituire dei comitati interni al consiglio di sorveglianza ⁽¹⁹⁶⁾, senza però menzionare espressamente

⁽¹⁹²⁾ Aktiengesetz, §84 Bestellung und Abberufung des Vorstands.

⁽¹⁹³⁾ Aktiengesetz, § 87 Grundsätze für die Bezüge der Vorstandsmitglieder

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

⁽¹⁹⁴⁾ MontMitbG, 21 maggio 1951 e MitbG 4 maggio 1976.

⁽¹⁹⁵⁾ Sul punto si v. MUCCIARELLI F.M., *I compensi agli amministratori esecutivi nelle società quotate: uno sguardo comparatistico a Regno Unito, Germania e Stati Uniti d'America*, cit., p. 301, il quale giustamente evidenzia che l'assenza nel modello tedesco della previsione del Comitato per la remunerazione non significa che il meccanismo sia più lasco di quello statunitense o britannico, come infatti pare dimostrare la ben più moderata dinamica dei compensi in Germania.

⁽¹⁹⁶⁾ Sul punto si v. il principio 5.3 del *German Corporate Governance Code*, May 5, 2015, il quale dispone che "Depending on the specifics of the enterprise and the number of its

il comitato remunerazioni, il quale tuttavia sembra emergere nel principio 4.2.2 (¹⁹⁷).

4.1.5. I consulenti esterni del CoRem

La figura dei consulenti sulle remunerazioni (c.d. *compensation consultants*) è rinvenibile sin dagli anni '50 all'interno delle grandi società anglosassoni, ma è letteralmente decollata solo negli anni '80, con il *boom* del mercato azionario (fenomeno verificatosi in conseguenza delle politiche di *deregulation* del settore finanziario avviate in Gran Bretagna dal Primo Ministro Margaret Thatcher alla fine degli anni '70 e negli Stati Uniti dall'amministrazione di Ronald Reagan agli inizi degli anni '80).

Il mutamento dello scenario normativo, infatti, ha portato all'adozione sempre più frequente da parte delle società di modalità di remunerazione molto sofisticate, caratterizzate da un estremo tecnicismo – dovuto al fatto che nel pacchetto retributivo degli *executives* rientrano sia elementi certi e facilmente valorizzabili, sia elementi incerti o difficilmente valorizzabili *ex ante* – e da un'elevata soggettività – riconducibile all'individuazione del *peer group benchmarking* di riferimento (¹⁹⁸). Ciò ha reso indispensabile l'intervento di soggetti altamente specializzati in materia, al fine di determinare politiche di remunerazione adeguate sia sotto l'aspetto retributivo, sia sotto il profilo incentivante nel breve e lungo termine.

In tale prospettiva, quindi, si è assistito al costante ricorso da parte dei comitati remunerazioni ai consulenti esterni, da un lato per supplire alle mancanze di competenze e di tempo dei propri membri e, dall'altro, per legittimare le

members, the Supervisory Board shall form committees with sufficient expertise".

(¹⁹⁷) Si v. il principio 4.2.2 del German Corporate Governance Code, May 5, 2015, il quale dispone che “*The full Supervisory Board determines the respective total compensation of the individual Management Board members. If there is a body (Comitato interno) which deals with Management Board contracts, it submits its proposals to the full Supervisory Board. [...]*”.

(¹⁹⁸) MARCHETTINI, *La remunerazione del top management in Europa: eccessi, crisi, reazioni e convergenze*, in Cera-Lener (a cura di), *Remunerazioni e manager. Uomini (d'oro) e no*, *Analisi giuridica dell'Economia*, il Mulino, n. 2/2014, p. 527.

proprie decisioni sulle remunerazioni degli altri colleghi del *board*, ritenute spesso non imparziali ⁽¹⁹⁹⁾.

4.1.5.1. Il ruolo dei consulenti

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

Per assolvere tale compito, i consulenti selezionano e raccolgono in *database* tutte le informazioni rinvenibili sul mercato in tema di remunerazioni adottate dalle società nei diversi settori commerciali e in base alle loro dimensioni, che poi elaborano per fornire ai loro clienti un *benchmark* da utilizzare per la determinazione dei livelli di retribuzione dei propri *manager* ⁽²⁰⁰⁾.

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

Tuttavia, il processo di selezione ed elaborazione dei dati raccolti rende l'attività del consulente non meramente informativa, esorbitando in una vera e

⁽¹⁹⁹⁾ In tal senso si v. BENDER R., *Executive Compensation Consultants*, in *The research handbook on executive pay*, edited by Jennifer Hill & Randall S. Thomas, Edgar Elgar, Forthcoming, 2012, p. 321; KOSTIANDER L. – IKÄHEIMO S., “Independent” Consultants’ Role in the Executive Remuneration Design Process under Restrictive Guidelines, in *Corporate Governance: An International Review*, 2012, 20(1), pp. 72-73, i quali evidenziano che “In most cases, the board and committee members do not have sufficient motivation or time to become deeply involved in the process”.

⁽²⁰⁰⁾ BENDER R., *How Executive Directors’ Remuneration is Determined in Two FTSE 350 Utilities*, in *Corporate Governance: An International Review*, (2003), 11(3), pp. 206-217. Si evidenzia che spesso le società acquistano dati sulle remunerazioni da alcuni consulenti e chiedono un’analisi su misura ad altri consulenti.

propria attività di progettazione di strutture remunerative, che finiscono per creare persino delle *best practice* condizionanti l'intero mercato⁽²⁰¹⁾.

Appare, quindi, evidente che i *compensation consultants* hanno un peso determinante nel processo di individuazione delle politiche di remunerazione delle società da loro assistite, pur spettando in ogni caso, la decisione finale, al comitato remunerazioni, che potrebbe, per quanto appaia raro, anche disattendere i loro consigli⁽²⁰²⁾.

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

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

⁽²⁰¹⁾ CONYON M.J. – PECK S.I. – SADLER G.V., *New perspectives on the governance of executive compensation: an examination of the role and effect of compensation consultants*, in *Journal of Management and Governance*, February 2011, 15(1), pp. 29-58; HODAK M., *Alignment Exposed: Letting Go of Norm: How Executive Compensation Can Do Better Than "Best Practices"*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 2005, 17(4), pp. 115-124.

⁽²⁰²⁾ BENDER R., *Paying for Advice: The role of the remuneration consultant in UK listed companies*, in *Vanderbilt Law Review*, 2011, 64(2), pp. 361-396, il quale tuttavia non è riuscito a determinare con le sue ricerche se i membri del comitato remunerazione agiscono indipendentemente dalle raccomandazioni dei consulenti oppure sono influenzati dai dati da questi forniti. Sul punto si v. KOSTIANDER L. – IKÄHEIMO S., *"Independent" Consultants' Role in the Executive Remuneration Design Process under Restrictive Guidelines*, cit., p. 72, nella cui ricerca riportano le seguenti parole di un consulente intervistato: *"The remuneration committee has the last word to say, but in practice the committee is strongly guided by the consultant"*.

realizzate, al fine di ottenere un riscontro sull'adeguatezza del medesimo o sulla necessità di procedere a modifiche ⁽²⁰³⁾.

4.1.5.2. L'effetto legittimante della consulenza

Tutti gli amministratori – esecutivi, non esecutivi e indipendenti – lavorano nel consiglio di amministrazione a stretto contatto gli uno con gli altri, pertanto, come giustamente evidenziato da autorevole dottrina, i membri del comitato remunerazioni non sempre sono completamente imparziali nell'assunzione delle loro decisioni sui pacchetti remunerativi dei loro colleghi ⁽²⁰⁴⁾.

Proprio per eliminare ogni dubbio sull'obiettività delle loro decisioni circa le politiche di remunerazione degli *executives*, che sono poi approvate dal *board* nel *plenum* e soggette al voto consultivo o vincolante dell'assemblea degli azionisti, alcune indagini empiriche hanno rilevato che i comitati spesso ricorrono a un consulente esterno e indipendente ⁽²⁰⁵⁾.

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

⁽²⁰³⁾ MURPHY K.J. – SANDINO T., *Executive Pay and 'Independent' Compensation Consultants*, in *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 49(3), pp. 247-262; BENDER R., *Executive Compensation Consultants*, cit., p. 322.

⁽²⁰⁴⁾ MURPHY K.J., *Executive Compensation*, in *Handbook of Labor Economics*, Vol. 3B, edited by Ashenfelter and Card, Elsevier: Amsterdam, 1999, p. 2518.

⁽²⁰⁵⁾ In tal senso si v. BARKEMA H.G. – GOMEZ-MEJIA L.R., *Managerial Compensation and Firm Performance: a General Research Framework*, in *Academy of Management Journal*, 1998, 41(2), p. 141, i quali evidenziano che le “*judgments of the committee members, legitimized by the opinions of external consultants*”; SUCHMAN M., *Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches*, in *Academy of Management Review*, 20, pp. 571-610; BENDER R., *How Executive Directors' Remuneration is Determined in Two FTSE 350 Utilities*, in *Corporate Governance: An International Review*, 2003, 11(3), pp. 206-217; ID., *Executive Compensation Consultants*, cit., p. 323; WADE J.B. – PORAC J.F. – POLLOCK T.G., *Worth, Words, and the Justification of Executive Pay*, in *Journal of Organizational Behavior*, 1997, 18, pp. 641-664.

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

Ad esempio, il Regno Unito richiedeva l'indipendenza del consulente già con i principi elaborati dal Greenbury Committee nel 1995, in particolare al paragrafo 4.17, dov'era previsto che “*The committee may need to draw on outside advice. This should combine quality and judgement with independence*”⁽²⁰⁶⁾. Tale formulazione è scomparsa nel testo vigente del Corporate Governance Code, modificato nel settembre del 2014, il quale però al paragrafo D.2.1. prevede comunque che “*Where remuneration consultants are appointed, they should be identified in the annual report and a statement made as to whether they have any other connection with the company*”, in tal modo lasciando agli *stakeholders* la valutazione circa l'indipendenza del consulente alla luce di una più ampia informazione.

Negli Stati Uniti, invece, il legislatore è intervenuto in maniera più decisa, in attuazione del Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2010), imponendo, alla luce delle previsioni introdotte al sec. 952, ai Comitati remunerazione che volessero servirsi di consulenti esterni una valutazione preventiva della loro indipendenza in base a indici precisi: la fornitura di altri servizi alla società; l'elevata incidenza del compenso per l'incarico sul totale del suo reddito; la sussistenza di rapporti personali o patrimoniali con i membri del Comitato oppure la partecipazione nella società⁽²⁰⁷⁾.

La Germania, allineandosi alla scelta inglese, ha optato invece per un intervento di *soft law*, introducendo al paragrafo 4.2.2. del German Corporate Governance Code un espresso obbligo in capo al Consiglio di sorveglianza

(²⁰⁶) Il testo dei principi è consultabile all'indirizzo <http://www.ecgi.org/codes/documents/greenbury.pdf>.

(²⁰⁷) Il testo del Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act è consultabile all'indirizzo www.sec.gov. Sul punto si v. anche BENDER R., *Executive Compensation Consultants*, cit., p. 323.

(c.d. Supervisory Board), che voglia fare ricorso ad un esperto esterno in materia di remunerazione, “*must ensure that the said expert is independent of the Management Board or the enterprise*”⁽²⁰⁸⁾.

Analogamente, anche la Francia, ha introdotto al paragrafo 15 del Code de gouvernement d’entreprise des sociétés cotées la previsione che “*En cas de recours par les comités aux services de conseils externes (par exemple, un conseil en rémunération en vue d’obtenir notamment des informations sur les systèmes et niveaux de rémunérations en vigueur dans les principaux marchés), les comités doivent veiller à l’objectivité du conseil concerné*”⁽²⁰⁹⁾.

Nello stesso modo, anche la Spagna, con la recente modifica del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas (CBGSC) – attuata a seguito della riforma generale della Ley de Sociedades de Capital, ad opera della Ley 3 dicembre 2014, n. 31 – ha previsto nella recomendación 50 del paragrafo III.3.4.4 che la “*comisión de retribuciones*” deve “*Velar por que los eventuales conflictos de intereses no perjudiquen la independencia del asesoramiento externo prestado a la comisión*”⁽²¹⁰⁾.

La questione è stata affrontata anche in Italia sempre a livello di *soft law*, attraverso l’introduzione all’art. 6.C.7. del Codice di autodisciplina della previsione che il comitato per le remunerazioni “*qualora intenda avvalersi dei servizi di un consulente al fine di ottenere informazioni sulle pratiche di mercato in materia di politiche retributive, [...] verifica preventivamente che esso non si trovi in situazioni che ne compromettano l’indipendenza di giudizio*”⁽²¹¹⁾.

Le scelte degli ordinamenti europei, salvo quello inglese, lasciano tuttavia

⁽²⁰⁸⁾ Il German Corporate Governance Code è consultabile nell’ultima versione modificata il 5 maggio 2015 all’indirizzo www.dcgk.de.

⁽²⁰⁹⁾ Il Code de gouvernement d’entreprise des sociétés cotées è consultabile nell’ultima versione dell’11 dicembre 2015, all’indirizzo www.afep.com.

⁽²¹⁰⁾ Il Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas è consultabile nell’ultima versione adottata a febbraio 2015 all’indirizzo www.cnmv.es.

⁽²¹¹⁾ CAMPOBASSO M., *I compensi degli amministratori di società: l’esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 2011, p. 715, il quale richiama come fattispecie esemplificative della mancanza d’indipendenza la somministrazione di servizi significativi al dipartimento risorse umane, agli amministratori e agli altri dirigenti.

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

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

L'attività di consulenza è estremamente concentrata nelle mani di un cerchio ristretto di società (²¹²), in particolare Towers Watson, Mercer Human Resources Consulting e Hewitt New Bridge Street, a livello internazionale. A cui si affiancano negli Stati Uniti Pearl Mayer e Frederic W Cook & Co., e in Inghilterra PricewaterhouseCoopers e Deloitte.

Tale concentrazione del mercato dei servizi di consulenza, secondo autorevole dottrina, avrebbe effetti distorsivi sulla progettazione delle politiche di remunerazione, in quanto condurrebbe a sistemi di remunerazione sostanzialmente standardizzati (²¹³).

A ciò va aggiunto che l'incarico dei consulenti attualmente non è soggetto ad alcun limite temporale, mentre teoricamente sarebbe auspicabile un costante

(²¹²) Per un'analisi completa dei consulenti negli Stati Uniti relativamente agli indici S&P 1500, S&P 500 e Russell 3000, si v. CONYON M.J., *Executive Compensation Consultants and CEO Pay*, in *Vanderbilt Law Review*, 2011, 64(2), pp. 399-428.

(²¹³) KOSTIANDER L. – IKÄHEIMO S., *"Independent" Consultants' Role in the Executive Remuneration Design Process under Restrictive Guidelines*, cit., p. 74, i quali evidenziano che *"A benchmark seems to play a key role in the remuneration design and level. A high-quality benchmark is a vital resource for the consultant to offer legitimized services to the clients. As the benchmark is trustworthy, the board of directors has a proper basis for setting the pay level and defining the design. Most of the players in the pay-setting process acknowledge the opportunistic opportunities related to the benchmark, and some of the executives with the help of consultants have benefitted from them"*.

ricambio dei consulenti, in modo da evitare che si creino legami con gli amministratori che potrebbero pregiudicare la loro indipendenza ⁽²¹⁴⁾.

Inoltre, si evidenzia che l'attività di consulenza non è limitata esclusivamente al supporto del comitato remunerazioni (o del *board*) sulle politiche di retribuzione, ma ricomprende anche l'assistenza agli *executives* sui loro *compensation package*, la consulenza in tema di remunerazione in altre parti dell'organizzazione e l'aiuto in altri problemi di *business* più ampi ⁽²¹⁵⁾.

Tali circostanze celano evidentemente un potenziale conflitto di interesse dei consulenti, i quali possono essere indotti a creare schemi di remunerazione maggiormente vantaggiosi per gli *executives*, al fine di ottenere in cambio da loro nuovi incarichi su altri aspetti della gestione della sociale, come ad esempio gli aspetti occupazionali, *outsourcing*, fusioni e acquisizioni, gestione dei rischi e degli investimenti ⁽²¹⁶⁾.

Sebbene le ricerche finora svolte non abbiano dimostrato in modo inequivocabile la sussistenza di un nesso causale tra il potenziale conflitto di interesse dei consulenti e i livelli di retribuzione più elevati accordati agli *executives* ⁽²¹⁷⁾, in Inghilterra, la House of Commons Treasury Committee,

⁽²¹⁴⁾ Sul punto si segnala però lo studio condotto nel Regno Unito da GOH L. – GUPTA A., *Executive Compensation, Compensation Consultants, and Shopping for Opinion: Evidence from the UK*, in *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, October 2010, 25(4), pp. 607-643, i cui risultati invece provverebbero che la sostituzione dei consulenti conduce a livelli di retribuzione più elevati e con minori rischi.

⁽²¹⁵⁾ BENDER R., *Executive Compensation Consultants*, cit., pp. 326-327; KOSTIANDER L. – IKÄHEIMO S., “Independent” Consultants’ Role in the Executive Remuneration Design Process under Restrictive Guidelines, cit., p. 77, i quali nel loro studio concludono che i “consultants labeled as “independent” may not be independent”.

⁽²¹⁶⁾ Sul punto si v. CRYSTAL G.S., *Why is CEO compensation so high?*, in *California Management Review*, 1991, 34(1), pp. 9-29; HODAK M., *Alignment Exposed: How CEOs are Paid, and What Their Shareholders Get for It*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 2004, 16(2/3), pp. 111-121.

⁽²¹⁷⁾ Sul punto si v. ARMSTRONG C.S. – ITTNER C.D. – LARCKER D.F., *Economic Characteristics, Corporate Governance, and the Influence of Compensation Consultants on Executive Pay Levels*, June 12, 2008, in *Rock Center for Corporate Governance Working Paper* n. 15, consultabile all'indirizzo www.ssrn.com, sostengono che i CEO di aziende con una *governance* debole utilizza i consulenti per ottenere remunerazioni più elevate; CONYON M.J. – PECK S.I. – SADLER G.V., *Compensation Consultants and Executive Pay: Evidence from the United States and the United Kingdom*, in *Academy of Management Perspectives*, 2009, 23(1), pp. 43-55, sostengono invece che un rapporto statistico tra il livello delle retribuzioni dei CEO e l'attività del consulente potrebbe derivare dal tipo di procedimento

esaminando il ruolo degli amministratori esecutivi nella crisi finanziaria, nel suo *report* finale ha concluso che “*We have received a body of evidence linking remuneration consultants to the upward ratchet of pay of senior executives in the banking sector. We have also received evidence about potential conflicts of interest where the same consultancy is advising both the company management and the remuneration committee. Both these charges are serious enough to warrant a closer and more detailed examination of the role of remuneration consultants in the remuneration process*” (2009, paragrafo 82). Allo stesso modo, negli Stati Uniti, il *Waxman Committee* (2007), nonostante le principali società di consulenza consultate abbiano evidenziato l’adozione di misure interne dirette ad evitare conflitti di interessi, ha concluso che nella “[c]ompensation consultant conflicts of interest are pervasive”⁽²¹⁸⁾.

Le società di consulenza, tenuto conto di tali affermazioni e della crescente attenzione per il problema, al fine di evitare interventi regolamentari nel settore, hanno immediatamente attivato procedimenti diretti a ridurre la percezione del loro potenziale conflitto d’interessi.

usato per la progettazione del piano retributivo, in quanto le società consigliate dai consulenti tendono ad adottare un più elevato livello di incentivi equity-based nei loro pacchetti retributivi rispetto alle imprese che non usano tali consulenze; VOULGARIS G. – STATHOPOULOS K. – WALKER M., *Compensation Consultants and CEO Pay: UK Evidence*, in *Corporate Governance: An International Review*, November 2010, 18(6), pp. 511-526, i quali sottolineano che una maggiore retribuzione in caso di consulenza esterna può essere connessa al maggior rischio dovuto alla volatilità di pacchetti retributivi basati su elementi *equity-based*; CONYON M.J., *Executive Compensation Consultants and CEO Pay*, cit., il quale conclude che anche nel caso in cui i consulenti abbiano fornito una pluralità di servizi alla società non vi sarebbe alcuna chiara evidenza di un effetto di conflitto di interesse incidente sul livello della remunerazione; MURPHY K.J. – SANDINO T., *Executive Pay and ‘Independent’ Compensation Consultants*, cit., pp. 247-262, i quali hanno rilevato che negli Stati Uniti e in Canada la remunerazione del CEO è più elevata nelle società in cui il consulente forniva anche altri servizi, e che la remunerazione era maggiore nelle società canadesi quando i compensi riconosciuti a consulenti per gli altri servizi erano superiori rispetto ai corrispettivi per la consulenza in materia di *executive compensation*. Invece, contrariamente alle aspettative, hanno trovato una remunerazione più elevata del 13% nelle società statunitensi dove il consulente svolgeva la propria attività esclusivamente per il Comitato remunerazioni.

⁽²¹⁸⁾ Si v. WAXMAN H.A. (et al.), *Executive Pay: Conflicts Of Interest Among Compensation Consultants*, United States House of Representatives Committee On Oversight And Government Reform Majority Staff, December 2007, consultabile all’indirizzo www.eriery.com.

In particolare, negli Stati Uniti, le tre maggiori società di consulenza in materia di politiche retributive – ovvero, Towers Watson, Mercer Human Resources Consulting e Hewitt New Bridge Street – con un’operazione di *spin-off* si sono completamente separate dalle loro divisioni *executive compensation* che fornivano principalmente consulenza ai Comitati remunerazioni, costituendo tre società completamente indipendenti – rispettivamente, Pay Governance, *Compensation Advisory Partners* LLC e Meridian Compensation Partners. Tale scelta operativa, tuttavia, è rimasta circoscritta solo all’attività di consulenza negli Stati Uniti, mentre in Europa le medesime società continuano a svolgere attività *multi-service* ⁽²¹⁹⁾.

Nel Regno Unito, invece, il problema ha portato alla costituzione nel 2009 del *Remuneration Consultants Group* (RCG), che rappresenta la maggior parte delle società di consulenza in materia di remunerazioni che svolgono servizi per le società quotate, con l’unico scopo di sviluppare un codice di comportamento (c.d. “*The Code*”), al fine di chiarire il ruolo dei consulenti e gli *standard* professionali che gli stessi devono rispettare nell’attività di consulenza. In particolare, il codice detta alcuni principi in materia di trasparenza, integrità, gestione dei conflitti di interessi, competenza e diligenza, e riservatezza ⁽²²⁰⁾.

Il nostro ordinamento non prevede nulla al riguardo, ma si auspica che si allinei al più presto alla soluzione adottata nel Regno Unito, vista l’importanza sempre più crescente del ruolo dei *compensation consultants* nel complesso procedimento di progettazione delle politiche di remunerazione.

4.2. Il controllo degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli executives (il c.d. “Say-on-Pay”)

4.2.1. Il ruolo del *Say-on-Pay*

⁽²¹⁹⁾ MARCHETTINI, *La remunerazione del top management in Europa: eccessi, crisi, reazioni e convergenze*, cit., p. 528.

(²²⁰) Il codice di comportamento è consultabile all’indirizzo www.remunerationconsultantsgroup.com.

Dopo la grave crisi finanziaria degli ultimi anni, oggi si sta assistendo, a livello sia comunitario sia internazionale, all'affermazione di un nuovo modello di *governance* societaria in cui gli azionisti riacquistano per certi versi un ruolo fondamentale, attraverso un loro coinvolgimento diretto nell'adozione delle politiche di remunerazione dei *top manager*.

Secondo il legislatore comunitario, infatti, gli azionisti, in qualità di *residual claimants* ⁽²²¹⁾ – cioè di soggetti maggiormente esposti al rischio d'impresa, in quanto detentori un diritto residuale rispetto agli altri soggetti che vantano obbligazioni nei confronti dell'impresa ⁽²²²⁾ –, sono i più adatti a esercitare un ruolo attivo nel processo decisionale sulle remunerazioni.

Questo nuovo ruolo degli azionisti potrebbe sembrare apparentemente in contrasto con la “*Teoria dell'impresa manageriale*” ⁽²²³⁾, che è alla base dell'odierno sviluppo industriale, la quale pone al vertice dell'organizzazione la figura “professionale” dell'amministratore, a cui è riservata in via esclusiva la gestione sociale, in ragione delle sue competenze specialistiche in materia di amministrazione.

In realtà, il modello manageriale non è scalfito dalla nuova prerogativa degli azionisti, in quanto, se si osserva più da vicino il neo introdotto diritto di *voice* sulle politiche di remunerazione, ci si accorge che la competenza gestionale resta comunque in capo all'organo di amministrazione, non essendo previsto

⁽²²¹⁾ Tale definizione è stata coniata nella letteratura di matrice anglosassone, si v. JENSEN M.C., *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, n. 3, consultabile all'indirizzo <http://hupress.harvard.edu/catalog/JENTHF.html>; FAMA E.F. - JENSEN M.C., *Separation of Ownership and Control*, in *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, (Jun., 1983), pp. 301-325, consultabile all'indirizzo <http://www.jstor.org/stable/725104>.

⁽²²²⁾ Ai sensi dell'art. 2350 c.c. - in qualità di titolari del capitale di rischio - ai soci spetta il diritto di dividersi il flusso di cassa netto o il patrimonio netto risultante dalla liquidazione, dopo che tutti i debiti della società sono stati pagati.

⁽²²³⁾ Per approfondimenti si v. BERLE - MEANS, *The modern corporation and private property*, Mecomillan, New York, 1932, che affermano la tesi della separazione tra proprietà e controllo all'interno delle grandi imprese; BAUMOL W.J., *Business Behavior, Value and Growth*, Mecomillan, New York, 1959; GALBRAITH J.K., *The New Industrial State*, Princeton University Press, 1967 (ristampa 2007); WILLIAMSON O.E., *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N.J., 1964; MORRIS R., *The Economic Theory of 'Managerial' Capitalism*, Mecomillan, London, 1964; MICKLETHWAIT J. - WOOLDRIDGE A., *The company. A Short History of a Revolutionary Idea*, Modern Library, New York, 2003, in particolare pp. 101 ss.

in nessun ordinamento una facoltà in capo all'assemblea di proporre politiche alternative a quella dell'organo di gestione o votare solo in parte la politica proposta dallo stesso ⁽²²⁴⁾.

Pertanto, il meccanismo del “*say on pay*” – indipendentemente dalla sua configurazione “debole” (c.d. *advisory vote*) o “forte” (c.d. *binding vote*) – serve soltanto a responsabilizzare i soci, spesso disinteressati alla vita sociale, e disincentivare gli amministratori dall'intraprendere comportamenti opportunistici.

4.2.2. Il voto consultivo non vincolante nell'ordinamento italiano

Ai fini di un corretto inquadramento della delibera consultiva sulla politica di remunerazione occorre ribadire che ai sensi dell'art. 123-ter, co. 2, t.u.f., nel sistema di amministrazione e controllo tradizionale e monistico l'approvazione della “*relazione sulla remunerazione*” spetta solo al consiglio di amministrazione nel *plenum*, così confermando la natura di atto gestionale ad elevata complessità tecnica ⁽²²⁵⁾. Mentre, nelle società che adottano il sistema dualistico, l'approvazione della relazione è rimessa alla competenza del consiglio di sorveglianza ⁽²²⁶⁾, coerentemente alle sue funzioni d'indirizzo programmatico strategico c.d. *debole* ⁽²²⁷⁾, salvo però un limitato potere

⁽²²⁴⁾ Per un approfondimento sull'impossibilità dell'assemblea di proporre e deliberare politiche di remunerazione alternative a quelle proposte dal consiglio di amministrazione o deliberare l'approvazione parziale nell'ordinamento italiano si v. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari «consultive» nella società per azioni*, in M. Campobasso- Cariello-Di Cataldo-Guerrera-Sciarrone Alibrandi (diretto da), *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum Pietro Abbadessa, Milanofiori Assago, 2014, p. 829; nell'ordinamento tedesco si v. VESPER-GRÄSKE, “*Say On Pay*” *In Germany: The Regulatory Framework And Empirical Evidence*, consultabile all'indirizzo https://static1.squarespace.com/static/56330ad3e4b0733dcc0c8495/t/56b14cfb7da24f29eaf30d8b/1454460156507/GLJ_Vol_14_No_07_Vesper-Graske.pdf; FLEISCHER-BEDKOWSKI, “*Say on Pay*” *im deutschen Aktienrecht: Das neue Vergütungsvotum der Hauptversammlung nach §120 Abs. 4 AktG*, in *AG*, 2009, p. 683.

⁽²²⁵⁾ GIANNELLI, sub *art. 123-ter t.u.f.*, in Abbadessa – Portale (diretto da), *Le Società per azioni*, Tomo II, Milano, Giuffrè, 2016, p. 3879.

⁽²²⁶⁾ SANTI, sub *art. 2409-terdecies c.c.*, in Maffei Alberti, *Commentario breve al diritto delle società*, 3a ed., Vicenza, Cedam, 2015, p. 929.

⁽²²⁷⁾ CARRIELLO, *Il sistema dualistico. Vincoli tipologici e autonomia statutaria*, Milano, Giuffrè, 2009, pp. 171 ss., il quale ritiene che il consiglio di sorveglianza è investito in via

propositivo riconosciuto al consiglio di gestione, relativamente alla seconda sezione della relazione, che riporta analiticamente i compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento ⁽²²⁸⁾.

Il comma 6 del medesimo articolo, poi, dopo avere riaffermato le regole generali in materia di determinazione dei compensi di cui agli artt. 2389 e 2409-terdecies, comma 1, lett. a), c.c., prevede che l'assemblea è tenuta a deliberare in senso favorevole o sull'“*illustrazione*” della “*politica della società in materia di remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche con riferimento almeno all'esercizio successivo*”, nonché delle “*procedure utilizzate per l'adozione e l'attuazione di tale politica*” ⁽²²⁹⁾.

L'esame dell'assemblea, quindi, è sostanzialmente incentrato, ad esempio, sul grado di coinvolgimento degli amministratori indipendenti nella definizione delle caratteristiche del sistema retributivo e sull'utilizzazione di consulenti

originaria, a prescindere da una riserva statutaria *ex* dell'art. 2409-terdecies, co. 1, lett. *f-bis*), c.c., di una «*funzione di indirizzo strategico a carattere programmatico*» generale, fondata sulla legge e sul riparto di competenze deliberative caratterizzanti il sistema dualistico. Per una versione approfondita della tesi dell'A. sulla funzione d'indirizzo programmatico strategico c.d. debole contrapposta alla funzione d'indirizzo c.d. forte si v. ID., *Il sistema dualistico*, in Abriani – Carriello (a cura di), *Diritto dei sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, Torino, Giappichelli, 2012, pp. 362 ss.; *contra* SCHIUMA, *Il sistema dualistico. Poteri del consiglio di sorveglianza e del consiglio di gestione*, in *Liber Amicorum G.F. Campobasso*, II, Torino, 2006, pp. 717-718, il quale ritiene che la funzione di indirizzo strategico o di alta amministrazione spetti solo in via eventuale al consiglio di sorveglianza, per effetto di un'apposita scelta statutaria.

⁽²²⁸⁾ VITALI-MIRAMONDI, *La remunerazione degli amministratori di società quotate tra equilibrio degli interessi in gioco e assetti proprietari concentrati*, in *Riv. dir. banc.*, 2014, p. 7 s.; BRUNO-BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedure, risultati, prospettive*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 1273, i quali evidenziano come, mentre il voto assembleare ha ad oggetto la sola politica di remunerazione e fa riferimento ad una situazione prospettica e generale, il voto del consiglio di amministrazione è sul consuntivo di tutti i compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento ai soggetti nominativamente indicati.

⁽²²⁹⁾ Nella prima parte della relazione la società dovrà pertanto indicare innanzitutto gli organi ed i soggetti coinvolti nella predisposizione e approvazione della politica sulla remunerazione, come, ad esempio, l'eventuale intervento di consulenti esterni. Inoltre, nella medesima sezione dovranno essere fornite anche informazioni sulle finalità perseguite con la medesima politica di remunerazioni adottata dall'organo amministrativo e indicazioni sulla “*coerenza della politica delle remunerazioni con il perseguimento degli interessi a lungo termine della società e con la politica di gestione del rischio, ove formalizzata*” (Allegato 3A, schema 7-bis, Regolamento Emittenti). In tal senso si v. Assonime, *La disciplina sulle remunerazioni per le società quotate*, Circolare n. 8/2012, in *Riv. soc.*, 2012, p. 782 ss.

esterni, ovvero sui criteri utilizzati per determinare la parte variabile della retribuzione, sull'introduzione di premi ancorati al raggiungimento di determinati risultati e sui relativi indici di valutazione del loro raggiungimento ⁽²³⁰⁾.

La devoluzione all'assemblea del compito di deliberare sull'illustrazione delle politiche di remunerazione, alla luce di quanto detto, non incide dunque sul piano della ripartizione delle competenze tra organi sociali, essendo la predisposizione della politica di remunerazione comunque un atto riservato all'organo amministrativo.

D'altra parte, il medesimo art. 123-ter, comma 6, nel riconoscere alla delibera assembleare natura non vincolante ⁽²³¹⁾ impedisce a priori che sia incrinata la regola generale espressa dall'art. 2380-bis c.c., in base alla quale gli amministratori sono gli esclusivi titolari del potere di gestione e, in quanto tali, assumono piena responsabilità dei relativi atti ⁽²³²⁾.

⁽²³⁰⁾ MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive" nella società per azioni*, in AA.VV., *Società, banche e crisi d'impresa*, cit., p. 828; CODAZZI, *Gli azionisti e la società nel modello europeo di cd. "say on pay": alcuni spunti di riflessione alla luce dell'art. 123-ter, comma 6, TUF*, cit., p. 7.

Merita evidenziare che tra le informazioni rientranti nella seconda sezione della relazione, teoria sottratte al voto consultivo dell'assemblea, vi sono anche quelle relative ai trattamenti di fine carica o di fine rapporto degli amministratori, rispetto alle quali la società dovrà comunque indicare il trattamento corrisposto nonché evidenziare la coerenza con la politica precedentemente approvata. Sul punto si v. CHILORO, *I "golden parachutes", tra ibridismo causale e "confusione" nelle competenze deliberative*, in AGE, 2014, pp. 349 ss.

⁽²³¹⁾ Diversamente nelle società bancarie ed assicurative il voto dell'assemblea è vincolante. Sul punto si v. da ultimo il d.lgs. 12 maggio 2015, n. 72, in attuazione della direttiva cd. CIRD 4, che determinate decisioni in materia di remunerazione e di incentivazione degli amministratori siano rimesse alla competenza dell'assemblea dei soci anche nel modello dualistico di amministrazione e controllo, stabilendo a tal riguardo *quorum* costitutivi e deliberativi anche in deroga a norme di legge (art. 52-ter, co. 4-quinquies). In argomento, FERRARINI-SIRI, *Le politiche di remunerazione nelle banche tra principi e regole*, in AGE., 2014, p. 415 ss. Per quanto riguarda le società assicurative, l'art. 6 del Regolamento ISVAP del 9 giugno 2011, n. 39, prescrive che *"Lo statuto delle imprese prevede che l'assemblea ordinaria, oltre a stabilire i compensi spettanti agli organi dalla stessa nominati, approvi le politiche di remunerazione a favore degli organi sociali e del personale, inclusi i piani di remunerazione basati su strumenti finanziari"*.

⁽²³²⁾ MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive" nella società per azioni*, cit., p. 824, il quale osserva che se l'assemblea ex art. 2364, co. 1, n. 5, c.c. può autorizzare atti degli amministratori, a maggior ragione, potrà fornire anche pareri non vincolanti, ipotesi che non si porrebbe in contrasto con il principio di cui all'art. 2380-bis c.c.

Di conseguenza, da un lato la politica sulla remunerazione illustrata nella relazione non potrà essere in alcun caso modificata dall'assemblea, ad esempio, formulando proposte alternative o votando solo singoli elementi della politica proposta ⁽²³³⁾; dall'altro lato, l'organo amministrativo potrà in ogni caso discostarsi dalle risultanze del voto assembleare, sia esso favorevole o contrario, a condizione però che fornisca un'adeguata e ragionevole motivazione ⁽²³⁴⁾. Ne consegue che l'assunzione da parte dell'organo di amministrazione di decisioni sulla remunerazione, immotivatamente irrispettose del giudizio assembleare sulla politica, potrà determinare una responsabilità degli amministratori nei confronti della società ⁽²³⁵⁾ e, inoltre, costituire giusta causa di revoca dall'incarico gestorio, rilevando tale condotta sia dal punto di vista della violazione dei doveri fiduciari e degli obblighi di diligenza professionale, sia come indice di conflitto d'interessi tra società e organo amministrativo. Tuttavia, la delibera consiliare assunta in contrasto con quanto approvato dagli azionisti, non sarà di per sé suscettibile di impugnazione, non configurando violazione di legge che costituisca causa di annullamento ⁽²³⁶⁾.

Diversamente, nel caso in cui l'organo amministrativo ometta di predisporre la relazione sulle remunerazioni oppure non provveda a sottoporla previamente al voto consultivo dell'assemblea, si ritiene che la successiva delibera consiliare sui compensi sia affetta da un vizio procedimentale, riconducibile alla violazione di legge, impugnabile ai sensi dell'art. 2388, comma 4, c.c.

⁽²³³⁾ MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive" nella società per azioni*, cit., p. 829.

⁽²³⁴⁾ In tal senso v. BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123-ter t.u.f.*, in *Riv. dir. impresa*, 2011, pp. 298 ss., la quale evidenzia che, restando intatte le competenze decisionali dell'organo amministrativo, appare ragionevole e coerente ritenere che, come nei casi di raccomandazioni e autorizzazioni, anche con riguardo al voto consultivo dell'assemblea sulla politica delle remunerazioni, gli amministratori possano disattendere il pronunciamento assembleare, purché ciò avvenga con delibera motivata.

⁽²³⁵⁾ Il danno risarcibile sarà riconducibile nel caso di specie all'indebito depauperamento del patrimonio sociale, dovuto all'irragionevolezza dell'emolumento stabilito, che comunque dovrà essere provato.

⁽²³⁶⁾ BENTIVEGNA, *op.cit.*, pp. 297 ss.; Cfr. il §120, comma 4, AktG, che prevede espressamente l'esclusione dell'impugnazione della delibera sui compensi dei componenti del consiglio di gestione.

(²³⁷). Nondimeno, si ritiene che la delibera consiliare sia suscettibile di impugnazione anche sotto il profilo del conflitto di interessi, di cui all'art. 2391 c.c. (²³⁸), ovvero, qualora lo si ritenga configurabile con riferimento alle delibere consiliari, sotto il profilo dell'abuso di potere per violazione dei principi di correttezza e buona fede (²³⁹).

(²³⁷) Tuttavia, si evidenzia che, ai sensi dell'art. 2388, co. 4, c.c., sono legittimati a proporre l'azione di annullamento delle delibere consiliari esclusivamente gli amministratori assenti o dissenzienti, il collegio sindacale ed eccezionalmente i soci nell'eventualità in cui siano direttamente lesi nei propri diritti dalla delibera consiliare.

(²³⁸) L'impugnazione della delibera appare ipotizzabile in primis per violazione degli obblighi di informazione e astensione gravanti sull'amministratore delegato interessato, che, in ipotesi, pur essendo beneficiario del compenso da deliberare, abbia ommesso di rendere noto il proprio interesse e/o abbia votato nella deliberazione, ai sensi dell'art. 2391, co. 2, c.c. Inoltre, è ipotizzabile anche nel caso in cui la delibera consiliare sia stata adottata senza motivo in disaccordo con la politica approvata dall'assemblea, essendo riconducibile tale condotta alla violazione dell'obbligo di motivazione sulla ragioni e la convenienza della deliberazione, di cui all'art. 2391, co. 2, c.c.

(²³⁹) Il vizio di abuso od eccesso di potere, elaborato dalla giurisprudenza, onde impedire che i soci di maggioranza attraverso delibere formalmente legittime perseguano finalità vietate dalla legge, va ricondotto alla violazione della clausola generale di correttezza e buona fede contrattuale, di cui agli artt. 1175 e 1375 c.c.: Cass. 17 luglio 2007, n. 15942, in *Società*, 2008, pp. 306 ss.; Cass. 11 giugno 2003, n. 9353, in *Società*, 2003, pp. 1352 ss. Tuttavia, appare alquanto controversa l'applicabilità di tale vizio alle delibere consiliari adottate in modo legittimo dagli amministratori ma attraverso l'esercizio scorretto e arbitrario dei loro poteri, tenuto conto della filosofia di fondo della riforma del diritto societario che ha sensibilmente ristretto le cause di tutela reale per garantire la sicurezza e la stabilità dei traffici giuridici: cfr. PISANI MASSAMORMILE, *Invalità delle delibere consiliari*, in *Liber Amicorum G.F. Campobasso*, II, Torino, 2006, p. 517. Sul punto v. BENTIVEGNA, op.cit., p. 302 e in particolare la nt. 84, la quale evidenzia che "di regola, la violazione della correttezza e buona fede opera come fonte di responsabilità e non come causa di invalidità". Pertanto, nel caso di specie l'A. ritiene di escludere che le delibere di determinazione dei compensi adottate dal consiglio di amministrazione in contrasto con la politica delle remunerazioni possano essere annullate invocando il vizio di abuso di potere, rilevando tale condotta eventualmente solo sotto il profilo disciplina degli interessi dell'amministratore e/o della sua responsabilità.

4.2.3.Sintesi comparativa sul Say-on-pay nei diversi ordinamenti

Jurisdiction	Mandatory	Mandatory	Scope	Source of Law
Australia	Yes	<u>Advisory vote</u> “Two-strikes Rule” (if 25% or more of shareholders vote against a company’s remuneration report at two AGMs, the board is subject to a “spill” motion. If the latter receives the support of 50% or more of the company’s shareholders, then a separate GM must be called within 90 days at which all directors except for executive directors must stand for re-election)	Remuneration report for last fiscal year	Corporations Amendment, July 1, 2011, amending section 250R(2) and introducing sections 250U-V to the Corporation Act 2001
Belgium	Yes For all listed and state-owned companies	<u>Advisory vote</u>	Remuneration report for last fiscal year	Code de Commerce artt. 96, 554 (loi du 6 avril 2010, publié au moniteur belge 23 avril 2010)
Brazil	Yes	<u>Binding vote</u>	Executive and board compensation	Brazilian Corporation Law
Canada	No “Say-on-Pay” regulation (voluntary consultation possible)			
China	<u>Binding vote</u> (for listed and no companies)			Company Law(2005), §38-(2), § 100

Denmark	Yes	<u>Binding vote</u> (when change remuneration policy)	Remuneration Policy	Danish act on public en private limited companies (The danish companies Act). Art. 139
Finland	Yes	<u>Binding vote</u>	Remuneration Policy	The Finnish Companies Act (21.7.2006/62), Chapters 5 and 6
France	Yes But mere self-regulation based on comply or explain	<u>Advisory vote</u>	<u>Individual remuneration package</u>	AFEP-MEDEF Code, amended version was published in June 2013
Germany	No	<u>Advisory vote</u>	Remuneration policy	Stock Corporation Act (Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)), G. v. 31.07.2009 BGBl. I S. 2509 (Nr. 50) inserting AktG, § 120(4)
India		<u>Binding vote</u>		Company Act(1956) sections 198, 269 and 309 and Schedule XIII
Israeli	Yes	<u>Binding vote</u> But approved by the Majority of the non-controlling shareholders at a shareholders' meeting	Remuneration policy	Companies Law-1999, amending by Knesset the November 5th, 2012 (Amendment 20)

Netherlands	Yes But mere self-regulation based on comply or explain	<u>Binding vote</u> Binding vote in place for listed companies since 2004; covers new pay policies for executives and any major changes in pay policy.	Remuneration Policy	Dutch Corporate Governance Code 2004, Best Practice provision II.2.1., II.2.2. (self regulation)
Norway	Yes	<u>Binding vote</u>	Remuneration Policy	Norwegian public Limited Liability Companies Act (§5- 6, 6-16a)
Slovinia	<u>Voluntary vote on remuneration policy</u>			Company Act ((ZGD-1), articles 270, 284, 294)
Germany	No	<u>Advisory vote</u>	Remuneration policy	Stock Corporation Act (Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)), G. v. 31.07.2009 BGBl. I S. 2509 (Nr. 50) inserting AktG, § 120(4)
Middel East (Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Saudi-Arabia, UAE)	<u>No “Say-on-Pay” regulation</u>			
United Kingdom	Yes	<u>Advisory vote</u>	Annual compensation report	Directors’ Remuneration Report Regulations, 2002, amending Companies Act 1985

		Binding vote payments made to directors must be consistent with the policy, otherwise require shareholder approval	Remuneration policy at least every three years	<i>ect. 79 dell'Enterprise and Regulatory Reform Act 2013, (Chapter 24, Part</i>
United States	Yes	Advisory vote	Individual compensation packages at least every three years shareholders bindingly determine voting frequency (every, every other, every three years as available options)	Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, §951, July 2010, amending Securities Exchange Act 1934 by adding section 14A SEC Finale Rule Jan. 25, 2011
		Binding vote (only during the period during which any obligation to the Federal government arising from financial assistance provided under the TARP remains outstanding)		TARP Standards for Compensation and Corporate Governance, 31 C.F.R. § 30 (2012)

Conclusioni

Alla luce delle riflessioni svolte nel presente lavoro, è possibile trarre le seguenti conclusioni.

La remunerazione dei *top managers* delle società quotate rappresenta un tema di fondamentale rilevanza, in quanto strettamente connesso al problema del “*buon governo societario*”.

Nel corso dell’analisi, infatti, è emerso che la “politica di remunerazione” rappresenta il cuore della *governance* societaria, essendo un documento programmatico che l’organo amministrativo deve elaborare in considerazione del *business plan* e dei profili di rischio dell’impresa.

Pertanto, i compensi successivamente elargiti ai *top managers* in base alla politica di remunerazione, approvata nell’esercizio precedente, rappresentano il principale indicatore per valutare la corretta gestione della società da parte degli amministratori, nonché per dare un giudizio complessivo sul loro operato.

Gli scandali finanziari hanno dimostrato che la complessità della materia delle remunerazioni, rimessa alla competenza esclusiva dell’organo di gestione – in cui è congenito il conflitto di interessi – e l’ampia asimmetria informativa tra *managers* e azionisti hanno spesso agevolato condotte opportunistiche degli amministratori, interessati più al profitto personale che all’interesse sociale.

La maggior parte degli ordinamenti, compreso il nostro, è pertanto intervenuta da un lato, sul procedimento di adozione delle politiche di remunerazione, prevedendo il coinvolgimento di un apposito Comitato endoconsiliare e assoggettando l’illustrazione della politica di remunerazione a delibera assembleare (c.d. *say on pay*); dall’altro, sotto il profilo dell’informazione, aumentando progressivamente gli *standards* di *disclosure* sulle remunerazioni e la trasparenza delle relative decisioni.

Tuttavia, sotto la spinta del dibattito sociale e pubblico ⁽²⁴⁰⁾, gli interventi legislativi, in modo non del tutto comprensibile e condivisibile, sono proseguiti ed entrati nel merito della struttura dell'*Executive compensation*, spingendo per certi aspetti verso una standardizzazione del contenuto e imponendo, in certi casi, finanche un tetto massimo alle remunerazioni o dei limiti tra componente fissa e variabile.

Tale scelta appare criticabile, in quanto la struttura della remunerazione non può essere standardizzata, mutando a seconda del tipo di settore in cui opera la società, del ciclo di *business*, della struttura proprietaria e del grado di internazionalizzazione.

In altre parole, il dibattito sulle remunerazioni non si dovrebbe concentrare sul “quanto” del compenso dal momento esso rimane indubbiamente un tema importante ma pur sempre secondario rispetto all’aspetto del “come” sono pagati i *manager*, vero cuore delle politiche di remunerazione e dei meccanismi di *governance* analizzati nel corso del presente lavoro ⁽²⁴¹⁾.

⁽²⁴⁰⁾ Ad esempio, si v. le ampie critiche di REICH R.B., *Come salvare il capitalismo*, Roma, Fazi Editore, 2015, pp 165 ss., che analizza il declino contrattuale del ceto medio e la sperequazione tra classi sociali.

⁽²⁴¹⁾ Sul punto si v. JENSEN-MACKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, cit., i quali hanno sottolineato che l’importante “*is not about how much you pay, but how!*”.

BIBLIOGRAFIA

- ABOWD M.J. - BOGNANNO M.L., *International Differences in Executive and Managerial Compensation*, in FREEMAN R.B. – KATZ L.F. (edited by), *Differences and Changes in Wage Structures*, University of Chicago Press, 1995, 67-104
- ADAMS R.B., *What do Boards do? Evidence from Board Committee and Director Compensation Data*, March 13, 2003, EFA 2005 Moscow Meetings Paper, consultabile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=397401>
- AIELLO M., *Gli amministratori di società per azioni*, in P. RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto privato. Impresa e Lavoro*, Tomo VI°, Milanofiori Assago, Utet, 2013, 1-137
- ALFIERO S. – VIGNATI F., *Financial P.R. La comunicazione finanziaria nelle società quotate*, Milano, Giuffrè, 2014
- ALVES M.F.R. – KRAUTER E., *Remuneracao executiva: Existe contribuicao para a performance de organizacao?*, in *Globalizacion, Competitividad y Gobernabilidad/Globalization, Competitiveness and Governability*, Vol. 8 Issue 2, May-Aug. 2014, 55-69
- AMESS K. – DRAKE L., *Executive remuneration and firm performance: evidence from a panel of mutual organisations*, consultabile all'indirizzo http://www.le.ac.uk/economics/research/RePEc/lec/leecon/dp03-13.pdf?uol_r=d307e306
- ANGELICI C., *L'interesse sociale tra contrattualismo e istituzionalismo*, intervento al Convegno organizzato dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale sul tema "L'Impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi" tenutosi a Roma il 21-22 febbraio 2014, consultabile all'indirizzo http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/32335/carlo_angelici_-_def..pdf
- ANGELILLIS A. – FORNARA E. – MALBERTI C. – REBOA M. – SANDRELLI G. –

- SIRONI E. – SOBRERO V. – VENTORUZZO M., *Le legge per la tutela del risparmio e il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate: i dati empirici più rilevanti*, in *Riv. dott. comm.*, 2007, fasc. 3s, 113-196
- ARRONDO GARCÍA R. – FERNÁNDEZ MÈNDEZ C., *Un análisis internacional de la política retributiva del CEO*, in *Universia Business Review*, 2014, Issue 43, 36-57
- ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, 4^a Ed., Bologna, Il mulino, 2012
- AURELI S. – SALVATORI F., *An investigation on possible links between risk management, performance measurement and reward schemes*, in *Accounting and Management Information Systems* Vol. 11, No. 3, 2012, 306-334
- AZIM M.I. – AI MEI J.C. – RAHMAN S., *Executives' remuneration and company performance: an evaluation*, in *Corporate Board: Role, Duties & Composition*, Vol. 7, Issue 2, 2011, 15-31
- BAGLIONI M. – PRESCIANI C., *Nuova edizione del codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Società*, 2012, 918-927
- BAIXAULI SOLER J.S. – SANCHEZ MARIN G., *Executive compensation and corporate governance in Spanish listed firms: a principal–principal perspective*, *Review of Managerial Science*, January 2015, Vol. 9, Issue 1, 115-140
- BALACHANDRAN S. – FERRI F. – MABER D., *Solving the executive compensation problem through shareholder votes? Evidence from the U.K.*, November 2007, consultabile all'indirizzo http://www8.gsb.columbia.edu/ciber/files/balchandranCIBER_Grant_Paper_UK_Voting.pdf
- BAKER G.P. – JENSEN M.C. – MURPHY K.J., *Compensation and Incentives: Practice vs. Theory*, in *Journal of Finance*, Vol. 43 No. July 1988, 593-616
- BARACHINI F., *Il comitato per la remunerazione: attualità e prospettive della*

- raccomandazione della Commissione europea 2009/385/CE*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum* Antonio Piras, Torino, Giappichelli, 2010, 181-209
- BARANCHUK N. - MACDONALD G. - YANG J., *The Economics of Super Managers*, in *Review of Financial Studies*, Vol. 24 Issue 10, Oct. 2011, 3321-3368
- BEBCHUK L.A. – FRIED J.M., *Pay without Performance*, in F. SCOTT KIEFF E T.A. PAREDES (edited by), *Perspectives on Corporate Governance: Overview of the Issues*, Cambridge, 2010, 117 ss.
- BEGHETTO A., *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate*, in «Nuove leggi civili commentate», 2012, 70 ss.
- BELCREDI M. – BOZZI S. – CIAVARELLA A. – NOVEMBRE V., *Il meccanismo del say-on-pay in un contesto di proprietà concentrata. Il caso dell'Italia*, in *Quaderni di finanza - Consob*, n. 76, febbraio 2014
- BELOT F. – GINGLINGER É., *Rendre compte de la rémunération des dirigeants. Qu'attendre du say on pay?*, in *Revue française de gestion*, Vol. 39 Issue 237, 2013, 57-71
- BEN ALI C., *L'impact des attributs du conseil d'administration sur la rémunération du dirigeant*, in *Gestion* 2000, n. 4/2014, 133-153
- BENASSI R., *Commento sub art. 2389 c.c.*, in A. MAFFEI ALBERTI (diretto da), *Commentario breve al diritto delle società*, ed. 3^a, Vicenza, Cedam, 2015, 688-691
- BENTIVEGNA A.M., *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123-ter T.U.F.*, *Riv. dir. imp.*, 2011, 278 ss.
- BENTIVEGNA A.M., *Il problema dei compensi. Eccessività sopravvenuta e possibili rimedi*, relazione al Convegno organizzato dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale sul tema “*L'Impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi*” tenutosi a Roma il 21-22 febbraio

- 2014, consultabile all'indirizzo
http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24018/bentivegna_a.pdf
- BERLE A.– MEANS G.C., *The modern corporation and private property*,
 MecMillan, New York, 1932
- BERNARDO A.E. – CAI H. – LUO J., *Motivating Entrepreneurial Activity in a Firm*, in *Review of Financial Studies*, Vol. 22 Issue 3, Mar. 2009, 1089-1118
- BERNSTEIN S. – MACDOUGALL A., *Say On Pay 2014: Losing Steam in Canada*,
 consultabile all'indirizzo
http://www.osler.com/uploadedFiles/News_and_Resources/Publications/Guides/Planning_for_2015_%E2%80%93_a_2014_Canadian_Proxy_Season_Retrospective/Proxy-2014-Say-On-Pay-Canada.pdf
- BIANCA M., *Diritto civile. 3. Il contratto*, Milano, Giuffrè, 2000
- BIANCHI G., *Gli amministratori di società di capitali*, 2^a ed., Padova, Cedam, 2006
- BLACK D.E. – DIKOLLI S.S. - DYRENG S.D., *CEO Pay-for-Complexity and the Risk of Managerial Diversion from Multinational Diversification*, in *Contemporary Accounting Research*, Vol. 31 No. 1, 2014, 103-135
- BONAFINI A.L., *I compensi degli amministratori di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2005
- BONELLI F., *Gli amministratori di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1985
- BONELLI F., *Gli amministratori di s.p.a. a dieci anni dalla riforma del 2003*, in M. VIETTI, *Le società commerciali: organizzazione, responsabilità e controlli. Profili applicativi a dieci anni dalla riforma "Vietti"*, Milanofiori Assago, Utet, 2014, pp. 63-185
- BONELLI F., *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 2004
- BOZZI S., *La remunerazione manageriale. Lezione dalla crisi e proposte di riforma*, Milano, FrancoAngeli, 2011

- BRANDES P. – DEB P., *Executive Compensation and Corporate Governance: What Do We “Know” and Where Are We Going?*, in WRIGHT M. – SIEGEL D.S. – KEASEY K. – FILATOTCHEV I. (edited by.), *Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford, 2013, 222- 245
- BRATTON W., *Agency theory and incentive compensation*, in R.S. THOMAS – J.G. HILL (edited by), *Research Handbook on Executive Pay*, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton, 2012, 101-119
- BRATTON W., *Supersize Pay, incentive Compatibility, and the Volatile Shareholder Interest*, in F. SCOTT KIEFF E T.A. PAREDES (edited by), *Perspectives on Corporate Governance: Overview of the Issues*, Cambridge, 2010, 150 ss.
- BRUNO S. – BIANCONI F., *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, *Riv. soc.*, 2014, 1269 ss.
- BRUTTI N., *Remunerazione degli amministratori di società quotate e trasparenza*
in *Società*, 2005, 1315-1319
- BUONOCORE V., *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull’art. 2381, commi terzo e Iuinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 5-41
- BURNS N. – MINNICK K., *Does Say-on-Pay Matter? Evidence from Say-on-Pay Proposals in the United States*, in *Financial Review*, Vol. 48 Issue 2, May 2013, 233-258
- CAHN A. – MDONALD D.C., *Comparative Company Law. Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA*, Cambridge University Press, Cambridge, 2010
- CAI J. – WALKLING R.A., *Shareholders’ Say on Pay: Does It Create Value?*, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 46 No. 2, Apr. 2011, 299-339
- CAMPOBASSO M., *I compensi degli amministratori di società quotate:*

- l'esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 2011, 702-728
- CAPPIELLO S., *La remunerazione degli amministratori. "Incentivi azionari" e creazione di valore*, Milano, Giuffrè, 2005
- CARPENTER J. – YERMACK D., *Executive Compensation and Shareholder Value: Theory and Evidence*,
- CATANI S. – BRIAN T., *L'Executive compensation: principi, strumenti e tendenze*, in *Riv. dott. comm.*, 2014, fasc. 4, 729-741
- CECCHI P., *Gli amministratori di società di capitali*, Milano, Giuffrè, 1999
- CERVIO E., *La Consob perde i poteri sulle stock option (Commento a decreto legislativo 29 dicembre 2006 n. 303)*, in *Guida al Diritto*, 2007, fasc. 4, 84-88
- CERVIO E., *Società quotate: sulla remunerazione dei manager l'assemblea decide in linea con l'unione europea. Solo consultivo il voto espresso dai soci in ordine alla relazione sui "compensi" (Commento a d.lg. 30 dicembre 2010, n. 259)*, in *Guida al diritto*, fasc. 9, 2011, 18-21
- COFFEE J.C JR, *A Theory of Corporate Scandals: Why the US and Europe Differ*, in J. ARMOUR – J.A MCCAHERY (edited by), *After Enron. Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, Hart Publishing, Oxford-Portland, 2006, 215-233
- CONFORTI C., *Nomina e revoca degli amministratori di società*, in *Trattati a cura di Paolo Cendon*, Milano, Giuffrè, 2012
- CONFORTI C., *La responsabilità civile degli amministratori di società per azioni*, in *Trattati a cura di Paolo Cendon*, Milano, Giuffrè, 2007
- CONFORTINI C., *Stock option e bonus tra rischio d'impresa e rischio sistemico*, in *Contratto e impresa*, 2011, 978-1013
- CONTI V., *Sistemi di remunerazione, incentivi e corporate governance: alcune riflessioni sulla recente crisi*, in C. AMATUCCI (a cura di), *La remunerazione degli amministratori nelle società di capitali*, Milano, 2010, 79 ss.
- CORAPI D., *I sistemi di amministrazione e controllo nella riforma delle società*

- per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, 195-207
- CORE J.E. - GUAY W.R., *Is CEO Pay Too High and Are Incentives Too Low? A Wealth-Based Contracting Framework*, in *Academy of Management Perspectives.*, Vol. 24 Issue 1, Feb 2010, 5-19
- CRESPI CLADERA R. – PASCUAL FUSTER B., *Executive directors' pay, networks and operating performance: The influence of ownership structure*, in *J. Account. Public Policy*, Vol. 34 Issue 2, Mar-Apr. 2015, 175-203
- DATTA S. – D'MELLO R. – ISKANDAR-DATTA M., *Executive compensation and internal capital market efficiency*, *J. Finan. Intermediation* 18 (2009), 242–258
- DAVIES P., *Enron and Corporate Governance Reform in the UK and the European Community*, in J. ARMOUR – J.A MCCAHERY (edited by), *After Enron. Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, Hart Publishing, Oxford-Portland, 2006, 415-444
- DE SANTIS I., *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, Milano, Cedam, 2011
- DEUTSCH Y. – KEIL T. – LAAMANEN T., *A dual agency view of board compensation: the joint effects of outside director and CEO stock options on firm risk*, in *Strategic Management Journal*, 32/2010, 212-227
- DEVA S., *Regulating Corporate Human Rights Violations*, Routledge, London-New York, 2012
- DI GRAVIO D., *L'amministratore che non presta cauzione*, in *Dir. fall.*, I, 1980, 247-250
- DI NANNI C., *La vigilanza degli amministratori sulla gestione nella società per azioni*, Napoli, Jovene, 1992
- DI SABATO F., *Diritto delle società*, ed. 2^a, Milano, Giuffrè, 2005
- DI SABATO, *Manuale delle società*, ed. 5^a, Torino, Utet, 1995

- EISDORFER A. – GIACCOTTO C. – WHITE R., *Capital structure, executive compensation, and investment efficiency*, in *Journal of Banking and Finance*, v. 37, iss. 2, Feb. 2013, 549-562
- ELLUL A. – WANG C. – ZHANG K., *Labor Unemployment Risk and CEO Incentive Compensation* (May 1, 2015), consultabile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2606131>
- ENRIQUES L. – HANSMANN H. – KRAAKMAN R., *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, in AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Second Edition, Oxford, 2009, 75 ss.
- ERTIMUR Y. – FERRI F. – OESCH D., *Shareholder Votes and Proxy Advisors: Evidence from Say on Pay*, in *Journal of Accounting Research*, Vol. 51, No. 5 December 2013, 951-996
- EZZAMEL M. – WATSON R., *Executive Remuneration and Corporate Performance*, in KEASEY K. – WRIGHT M. (edited by), *Corporate Governance*, Wiley, Chichester, 1997, 61-92
- FAIRFAX L.M., *Sue on Pay: Say on Pay's impact on Directors' fiduciary duties*, in *Arizona Law Review*, Vol. 55 Issue 1, 2013, 1-51
- FERNANDES N. – FERREIRA M.A. – MATOS P. – MURPHY K.J., *Are U.S. CEOs Paid More? New International Evidence*, in *The Review of Financial Studies*, vol. 26 n. 2, 2013, 323-367
- FERRARINI G., *Grandi paghe, piccoli risultati: "rendite" dei managers e possibili rimedi (a proposito di un libro recente)*, in *Riv. soc.*, 2005, 879-890
- FERRARINI G. – MOLONEY N., *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, in *Riv. soc.*, 2005, 588-624
- FERRI F. – MABER D.A., *Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK*, in *Review of Finance*, Vol. 17 Issue 2, Apr. 2013, 527-563
- FICH E.M. – STARKS L.T. – YORE A.S., *CEO deal-making activities and compensation*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 114 Issue 3,

Dec. 2014, 471-492

- FRANZONI M., *Società per azioni. Tomo III. Dell'amministrazione e del controllo*, Zanichelli-Forot It., Bologna-Roma, 2008
- FRANZONI S., *Governance e trasparenza nei sistemi di remunerazione. Una comparazione internazionale*, Milano, 2007
- FRÈ, *Società per azioni*, in *Comm. Scialoja-Branca*, ed. 5^a, Zanichelli-Foro It., Bologna-Roma, 1982
- FRYDMAN C. – JENTER D., *CEO Compensation*, 10 febbraio 2008, consultabile all'indirizzo
<http://web.mit.edu/frydman/www/COMP%20SURVEY%2008-02-10.pdf>
- GENGHINI L. – SIMONETTI P., *Le società di capitali e le cooperative*, Tomo primo, Padova, Cedam, 2015
- GERAKOS J.J. – PIOTROSKI J.D. – SRINIVASAN S., *Do US Market Interactions Affect CEO Pay? Evidence from UK Companies*, Working Paper Harvard Business School, 2011, consultabile all'indirizzo
<http://ssrn.com/abstract=1738083>
- GHINI A., *I rischi di "insider trading" nell'assegnazione di azioni a dipendenti ed amministratori*, in *Società*, 2007, 565-570
- GIGLIOTTI M., *The compensation of top managers and the performance of Italian firms*, in *The International Journal of Human Resource Management*, Vol. 24, No. 4, February 2013, 889-903
- GOH L. – GUPTA A., *Remuneration of non-executive directors: Evidence from the UK*, in *The British Accounting Review*, Jan. 2015, 1-21
- GIRMA S. – THOMPSON S., WRIGHT P.W., *Corporate Governance Reforms and Executive Compensation Determination: Evidence from the UK*
- GREGG P. – JEWELL S. – TONKS I., *Executive Pay and Performance: Did Bankers' Bonuses Cause the Crisis?*, 2011, consultabile all'indirizzo
<http://www.bath.ac.uk/management/research/pdf/2011-01.pdf>
- GREGORY SMITH I., *Chief Executive Pay and Remuneration Committee Independence*, in *Oxford Bulletin of Economics & Statistics*, August

2012, Vol. 74, Issue 4, 510-531

- GUEST P.M., *Board Structure and Executive Pay: Evidence from the UK*, consultabile all'indirizzo <http://epubs.surrey.ac.uk/714001/3/SSRN%20Version%20July%202012.pdf>
- GUTHRIE K. – SOKOLOWSKY J. – WAN K.M., *CEO Compensation and Board Structure Revisited*, in *Journal of Finance*, Vol. 67 Issue 3, Jun 2012, 1149-1168
- HAHN P. D. – LASFER M., *The compensation of non-executive directors: rationale, form, and findings*, in *Journal of Management & Governance*, November 2011, Vol. 15 Issue 4, 589-601
- HE Z., *Optimal Executive Compensation when Firm Size Follows Geometric Brownian Motion*, in *Review of Financial Studies*, Vol. 22 Issue 2, Feb. 2009, 859-890
- HEMPHILL T.A., *The U.S. Shareholder Say-On-Pay Vote: What are the First Year Results?*, in *Review of Business*, Vol. 32 Issue 2, 2012, 82-90
- HENDERSON A.D. – FREDRICKSON J.W., *Top management team coordination needs and the ceo pay gap: a competitive test of economic and behavioral views*, in *Academy of Management Journal*, Vol. 44 Issue 1, Feb. 2001, 96-117
- HENDERSON D. – FRASER D., *Why Canada should adopt Mandatory Say-On-Pay*, January-February 2014, consultabile all'indirizzo <http://iveybusinessjournal.com/publication/why-canada-should-adopt-mandatory-say-on-pay/>
- IDI CHEFFOU A., *Composition du conseil d'administration et rémunérations incitatives des dirigeants*, in *Revue Management et Avenir*, Issue 71, Jul.-Aug. 17-35
- IRRERA M., *Profili di corporate governance della società per azioni tra responsabilità, controlli e bilancio*, Milano, Giuffrè, 2009
- JENSEN M.C. – MURPHY K.J., *Performance Pay and Top-Management*

- Incentives*, in *Journal of Political Economy*, Vol. 98 No. 2, Apr. 1990, 225-264
- JI YONG-YEON., *Top management team pay structure and corporate social performance*, in *Journal of General Management*, Vol. 40 No. 3, 2015, 3-20
- JONES B. - BURCHMAN S., *Righting the Say-on-Pay Ship After a 'No' Vote*, in *Corporate Governance Advisor*, Vol. 22 Issue 1, 2014, 1-6
- JOUBER H. – FAKHFAKH H., *Rémunérations incitatives et gestion des résultats: une comparaison internationale*, 19 May 2014, consultabile all'indirizzo <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00992946>
- JU N. – LELAND H. – SENBET L.W., *Options, option repricing in managerial compensation: Their effects on corporate investment risk*, in *Journal of Corporate Finance*, Vol. 29, Dec. 2014, 628-643
- KAPLAN S.E. – SAMUELS J.A. – COHEN J., *An Examination of the Effect of CEO Social Ties and CEO Reputation on Nonprofessional Investors' Say-on-Pay Judgments*, in *Journal of Business Ethics*, Vol. 126 Issue 1, Jan 2015, 103-117
- KARDIS II P.J. – EARLE J.E. – SMITH R.K., *Being Responsive to Stockholders and Avoiding Say-on-Pay Lawsuits – Shareholder Outreach and Executive Compensation Disclosure*, in *Benefits Law Journal*, Vol. 25 No. 2, 2012, 65-72
- KEASEY K. – WRIGHT M., *Corporate Governance, Accountability and Enterprise*, in KEASEY K. – WRIGHT M. (edited by), *Corporate Governance*, Wiley, Chichester, 1997, 1-22
- KRAUSE R. – WHITLER K.A. – SEMADENI M., *Power to the Principals! an experimental look at shareholder say-on-pay voting*, in *Academy of Management Journal*, Vol. 57, No. 1, 2014, 94-115
- LARCKER D.F. - MCCALL A.L. - ORMAZABAL G., *The Economic Consequences of Proxy Advisor Say-on-Pay Voting Policies*, in *Working Papers - Stanford Graduate School of Business*, 2014, 1-51

- LEE J., *Regulatory Regimes and Norms for Directors' Remuneration: EU, UK and Belgian Law Compare*, in *European Business Organization Law Review*, Vol. 13 Issue 4, Dec. 2012, 599-637
- LESSAMBO F.I., *The International Corporate Governance System*, Palgrave Macmillan, London, 2014
- LIEBEL J., *The Increased Risk in CEO Pay: A Response to Paul Krugman*, 2003, consultabile all'indirizzo <https://econ.duke.edu/uploads/assets/dje/2003/Liebel.pdf>
- LIEDER J. – FISCHER P., *The Say-on-Pay Movement – Evidence From a Comparative Perspective*, *European Company and Financial Law Review*, 2011, vol. 8, Issue 3, 376-421
- LIN H.C. - CHOU T.K. - WANG W.G., *Capital structure and executive compensation contract design: A theoretical and empirical analysis*, in *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36 Issue 1, Jan. 2012, 209–224
- MAGNANI M., *Commento sub art. 2383 c.c.*, in A. MAFFEI ALBERTI (diretto da), *Commentario breve al diritto delle società*, ed. 3^a, Vicenza, Cedam, 2015, 649-664
- MALLIN C. – MELIS A. – GAIA S., *The remuneration of independent directors in the UK and Italy: An empirical analysis based on agency theory*, in *International Business Review*, Vol. 24 Issue 2, April 2015, 175-186
- MANGEN C. – MAGNAN M., “Say on Pay”: *A Wolf in Sheep's Clothing?*, in *Academy of Management Perspectives*, Vol. 26 Issue 2, May 2012, 86-104
- MAUGERI M., *Le deliberazioni assembleari «consultive» nelle società per azioni*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum* Pietro Abbadessa, vol. 1, Milanofiori Assago, Utet, 2014, 823-845
- MAUGERI M., *Le deliberazioni assembleari “consultive” nelle società per azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2014, 143-161
- MEHRAN H., *Executive compensation structure, ownership, and firm performance*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, 1995, 163-184

- MELIS A. – CARTA S. – GAIA S., *I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche*, Milano, Giuffrè, 2011
- MELIS A. – CARTA S. – GAIA S., *Directors' remuneration: A comparison of Italian and UK non-financial listed firms' disclosure*, in *The British Accounting Review* 47 (2015), 66-84
- MINERVINI G., *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1956
- MIZUTANI F. - NAKAMURA E., *Managerial incentive, organizational slack, and performance: empirical analysis of Japanese firms' behavior*, in *Journal of Management & Governance*, Vol. 18 Issue 1, Feb. 2014, 245-284
- MONT J., *Why Are Firms Still Losing Say-on-Pay Votes?*, in *Rules&Regulations*, Vol. 10 Issue 114, July 2013, 18-19
- MONTALENTI P., *L'amministrazione sociale dal testo unico alla riforma del diritto societario (Relazione al Convegno "La riforma del diritto societario", Courmayeur 27-28 settembre 2002)*, in *Giur. comm.*, 2003, 422-446
- MOSCO G.D., *Commento all'art. 2389 c.c.*, in G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, 634-640
- MURPHY K. J., *Executive Compensation*, Apr. 1998, consultabile all'indirizzo <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.163914>
- MURPHY K. J., *Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There*, Aug. 2012, consultabile all'indirizzo <http://www.laef.ucsb.edu/pages/conferences/aae13/papers/murphy.pdf>
- MURPHY K. J., *The politics of pay: a legislative history of executive compensation*, in R. S. THOMAS – J. G. HILL (edited by), *Research Handbook on Executive Pay*, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton, 2012, 11-40
- NAZZICONE L., *Codice di autodisciplina delle società quotate: le nuove clausole*, in *Riv. dir. imp.*, 2002, 689-697
- NGUYEN B.D. – NIELSEN K.M., *What Death Can Tell: Are Executives Paid for*

- Their Contributions to Firm Value?*, in *Management Science*, Vol. 60 Issue 12, Dec. 2014, 2994-3010
- ODORIZZI C., *Amministratori di società*, in *Gli speciali del Sistema Frizzera*, Carsoli, Gruppo24Ore, n. 4, settembre 2011
- OTTO C.A., *CEO optimism and incentive compensation*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 114 Issue 2, Nov. 2014, 366–404
- PAULOVICH G., *Do “Say-on-Pay” Votes Say Anything about Director Fiduciary Duties?*, in *Wayne Law Review*, Vol. 59, Issue 2, 2013, 875-894
- PEPPER A. - GORE J., *Behavioral agency theory: new foundations for theorizing about executive compensation*, in *Journal of management*, Aug. 2013, consultabile all’indirizzo <http://eprints.lse.ac.uk/47569/>
- PERLINGERI P., *Manuale di diritto civile*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2014
- PERSONS O.S., *Stock Option and Cash Compensation of Independent Directors and Likelihood of Fraudulent Financial Reporting*, in *Journal of Business & Economic Studies*, Vol. 18, No. 1, Spring 2012, 54-74
- PETITTI P., *Appunti sull’adeguatezza dell’assetto organizzativo*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, 585-602
- PILATI A., *Lavoro e funzione negli amministratori di società per azioni*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2012
- PILATI M. – TOSI H.L., *Comportamento organizzativo: attori, relazioni, organizzazione*, management, Milano, 2008
- PISANI MASSAMORMILE M., *Commento all’art. 2389 c.c.*, in GABRIELLI E. (diretto da), *Commentario del Codice Civile. Delle società - dell’azienda - della concorrenza (artt. 2379-2451)*, Milanofiori Assago, Utet, 2015, 259-318
- PITTINO D. – VIGANÒ R. – ZATTONI A., *La retribuzione del top management: incentivi, carriera e governance*, Milano, Egea, 2013
- POLLIO N., *La remunerazione degli amministratori di società quotate: aspetti*

- societari e profili di trasparenza informativa nel nuovo art. 114-bis T.U.F.*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 128-146
- POSNER E.A., *Chicago Lectures in Law and Economics*, Foundation Press, New York, 2000
- RABITI M. – SPATOLA P., *Commento all'art. 123-ter del T.U.F.*, in FRATINI M. e GASPARRI G. (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Tomo 2, Milanofiori Assago, Utet, 2012, 1706-1719
- RENNEBOOG L. – TROJANOWSKI G., *Governance codes, managerial remuneration and disciplining in the UK: a history of governance reform failure*, in R. S. THOMAS – J. G. HILL (edited by), *Research Handbook on Executive Pay*, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton, 2012, 73-100
- RYNES S.L. – GERHART B. – MINETTE K.A., *The importance of pay in employee motivation: discrepancies between what people say and what they do*, in *Human Resource Management*, Vol. 43 No. 4, 2004, 381-394
- ROCHE J., *Corporate Governance in Asia*, Routledge, London-New York, 2005
- ROSSI G., *La metamorfosi della società per azioni*, in BRESCIA F. - TORCHIA L. - ZOPPINI A. (a cura di), *Metamorfosi del diritto delle società? Seminario per gli ottant'anni di Guido Rossi*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2012, 13-24
- SAKAWA H. – MORIYAMA K. – WATANABEL N., *Relation between Top Executive Compensation Structure and Corporate Governance: Evidence from Japanese Public Disclosed Data*, in *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 20 Issue 6, Nov. 2012, 593-608
- SANTOSUOSSO D.U., *Conflitti di interessi nella remunerazione degli amministratori*, in A. SARCINA e J.A. GARCÍA CRUCES (a cura di), *L'attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario*

- italiano e spagnolo a confronto*, Bari, 2010, 129 ss.
- SANTOSUOSSO D.U., *I compensi dei componenti degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche*, in CARRIELLO V. (a cura di), *Le operazioni con parti correlate*, Milano, Giuffrè, 2011, 31-44
- SANTOSUOSSO D.U., *Il principio di ragionevolezza nella disciplina della remunerazione degli amministratori*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, II, Torino, 2006, 361 ss.
- SANTOSUOSSO D.U., *La remunerazione degli amministratori: nuove norme per “sanare” le cattive prassi*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 341-351
- SCHMIDT R.N., *Discussant Comment on An Examination of the Effect of CEO Social Ties and CEO Reputation on Nonprofessional Investors’ Say-on-Pay Judgments*, by Steve Kaplan, Janet Samuels, Jeffrey Cohen, in *Journal of Business Ethics*, Vol. 126 Issue 1, Jan. 2015, 119-123
- SCHULTZ E. – TIAN G.Y. – TWITE G., *Corporate Governance and the CEO Pay-Performance Link: Australian Evidence*, in *International Review of Finance*, Vol. 13 Issue 4, 2013, 447-472
- SHEEHAN K. M., *The Regulation of Executive Compensation. Greed, accountability and say on pay*, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton, 2012
- SHIN J.Y. – KANG S.C. – HYUN J.H. – KIM B.J., *Determinants and Performance Effects of Executive Pay Multiples: Evidence from Korea*, in *Industrial & Labor Relations Review*, Vol. 68 Issue 1, January 2015, 53-78
- SCHNEIDER P.J., *The Managerial Power Theory of Executive Compensation*, in *Journal of Financial Service Professionals*, Vol. 67 Issue 3, May 2013, 17-22
- SPIOTTA M., *L’amministrazione*, in COTTINO G. – BONFANTE G. – CAGNASSO O. – MONTALENTI P. (diretto da), *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, Bologna, Zanichelli 2009, 465-519
- STOUT L., *The Shareholder Value Myth. How Putting Shareholders First*

- Harms Investors, Corporations, and the Public*, BK, San Francisco, 2012
- STROH L.K. – BRETT J.M. – BAUMANN J.P. – REILLY A.H., *Agency Theory and Variable Pay Compensation Strategies*, in *Academy of Management Journal*, Vol. 39 No. 3, Jun., 1996, 751-767
- TALAMANCA M., *Successioni testamentarie*, in Commentario Scialoja-Branca, Bologna-Roma, Zanichelli-Foro It., 1972
- TORCHIA L., *La regolazione del mercato e la crisi economica globale*, in BRESCIA F. - TORCHIA L. - ZOPPINI A. (a cura di), *Metamorfosi del diritto delle società? Seminario per gli ottant'anni di Guido Rossi*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2012, 59-70
- THANNISCH R., *Chapter 7: Reorienting management remuneration toward sustainability: lessons from Germany*, testo disponibile all'indirizzo www.jus.uio.no/ifp/english/research/projects/sustainable-companies/events/conferences/abstracts/thannisch-session6-draftpaper.pdf
- THOMAS R.S. - VAN DER ELST C., *Say on Pay Around the World*, in *Vanderbilt Law and Economics Research Paper* 14-10, January 20, 2014, consultabile all'indirizzo <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2401761>
- THOMPSON S., *Executive pay and corporate governance reform in the UK: what has been achieved?*, in R.S. THOMAS – J.G. HILL (edited by), *Research Handbook on Executive Pay*, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton, 2012, 58-72
- THOMSEN S., *An Introduction to Corporate Governance. Mechanisms and Systems*, DJØF Publishing Copenhagen, Copenhagen, 2008
- TOSI H.L.JR. – GOMEZ-MEJIA L.R., *The Decoupling of CEO Pay and Performance: An Agency Theory Perspective*, in *Administrative Science Quarterly*, Vol. 34, No. 2, Jun. 1989, 169-189
- TUZYK J.M. – HINMAN J., *Say on Pay: Is the Canadian Future Voluntary?*, consultabile all'indirizzo

<http://www.blakes.com/English/Resources/Bulletins/Pages/Details.aspx?BulletinID=1914>

- UNGUREANU M.C., *Politica di remunerazione degli amministratori delle società quotate (Commento a d.lg. 30 dicembre 2010, n. 259)*, in *Società*, 2011, 549-554
- VALENTI M.A. – LUCE R., *The effects of firm performance on corporate governance*, February 24-28 (2009), consultabile all'indirizzo http://www.swamfbd.org/uploads/SWAM_Proceedings_2009.pdf
- VENTORUZZO M., *Amministratori indipendenti. Ma poveri*, 22.02.2015, consultabile all'indirizzo <http://www.lavoce.info>
- VESPER-GRÄSKE M., “Say On Pay” In Germany: The Regulatory Framework And Empirical Evidence, in *German Law Journal*, Vol. 14 No. 7, 2013, 749-795
- VITALI M.L. – MIRAMONDI M., *La remunerazione degli amministratori di società quotate tra equilibrio degli interessi in gioco e assetti proprietari concentrati*, *Riv. dir. banc.*, 2014, fasc. 4, 1 ss.
- WEI Y., *Comparative Corporate Governance. A Chinese perspective*, Kluwer Law International, Hague, 2003
- WELLS H., *U.S. executive compensation in historical perspective*, in R.S. THOMAS – J.G. HILL (edited by), *Research Handbook on Executive Pay*, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton, 2012, 11-40
- WILKERSON A.T., *The Continuing Evolution of Litigation Regarding the Say-on-Pay Voting Requirements Under the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, in *Benefits Law Journal*, Vol. 26 No. 1, 2013, 75-87
- WILKINS A.M. - HERMANSON D.R. - COHEN J.R., *Do Compensation Committee Members Perceive Changing CEO Incentive Performance Targets Mid-Cycle to be Fair?*, February 14 (2015), consultabile all'indirizzo <http://link.springer.com/article/10.1007%2Fs10551-015-2567-7>
- ZANARDO A., *I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla*

disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano, in *Giur. Comm.*, 2006, 738-764

ZOPPINI A., *L'impresa come organizzazione e il sistema dei controlli*, in BRESCIA F. - TORCHIA L. - ZOPPINI A. (a cura di), *Metamorfosi del diritto delle società? Seminario per gli ottant'anni di Guido Rossi*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2012, 35-51

ZORZI A., *Gli amministratori di minoranza tra incentivi e conflitti d'interesse (note sulla remunerazione pagata da un socio)*, relazione al Convegno organizzato dall'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale sul tema "*Il diritto commerciale e l'informazione*" tenutosi a Roma il 20-21 febbraio 2015