

ELISABETTA CODAZZI

**IL VOTO DEGLI AZIONISTI SULLE POLITICHE DI  
REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI: LA  
DISCIPLINA ITALIANA E IL MODELLO  
COMUNITARIO DI “SAY ON PAY”**

2

---

2016

**ISSN 2282 - 667X**

**Direttore responsabile:** *Francesco Denozza*

**Direzione scientifica:** *Francesco Denozza, Carlo Ibba, Marco Maugeri, Vincenzo Meli, Massimo Miola, Andrea Perrone, Serenella Rossi, Giuliana Scognamiglio, Ruggero Vigo*

**Redazione scientifica:** *Stefano Cerrato, Philipp Fabbio, Chiara Garilli, Alessio Scano, Andrea Vicari, Alessandra Zanardo*

**Revisione scientifica:** *Renzo Costi, Vincenzo Calandra Buonauro, Vincenzo Di Cataldo, Mario Libertini, Giorgio Marasà, Giuseppe B. Portale, Paolo Montalenti, Roberto Sacchi, Michele Sandulli, Antonio Serra, Roberto Weigmann*

Il presente lavoro è stato sottoposto ad un procedimento di revisione tra pari, secondo i criteri indicati nella *Nota per gli autori*

## IL VOTO DEGLI AZIONISTI SULLE POLITICHE DI REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI: LA DISCIPLINA ITALIANA E IL MODELLO COMUNITARIO DI “SAY ON PAY” \*

ELISABETTA CODAZZI

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Il modello comunitario di c.d. “say on pay”: fondamento e limiti. – 3. Il sistema italiano di c.d. “say on pay” di cui all’art. 123-ter, sesto comma, TUF – 4. (segue): gli effetti “non vincolanti” della delibera. – 5. (segue): considerazioni sul c.d. “say on pay” consultivo. – 6. Politiche di remunerazione e “creazione di valore” per gli azionisti. – 7. Alcune considerazioni conclusive sul ruolo dell’assemblea in materia di politiche di remunerazione degli amministratori.

### 1. Premessa.

Il tema della remunerazione degli amministratori, tradizionalmente al centro del dibattito nazionale ed internazionale sulla *corporate governance*, ha assunto, come noto, un rinnovato interesse nell’ultimo decennio, stante l’idea di una stretta correlazione tra sistemi non appropriati di retribuzione e di incentivazione dei *managers* e la recente crisi dei mercati finanziari<sup>1</sup>. Numerosi sono stati, infatti, gli interventi di riforma realizzati dai vari ordinamenti (europei ed extra-europei), nel tentativo di allineare i compensi degli amministratori agli interessi di lungo periodo della società<sup>2</sup>.

In tale contesto, assume centralità la previsione del cd. “say on pay”, strumento attraverso il quale gli azionisti hanno la possibilità di esprimere il proprio voto (vincolante o non

---

\* Il presente scritto costituisce una rielaborazione della relazione “*Gli azionisti e la società nel modello europeo di governance: il caso del cd. “say on pay” nelle società quotate italiane*”, presentata al VII Convegno nazionale dell’Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale Orizzonti del Diritto Commerciale, tenutosi a Roma, il 26-27 febbraio 2016.

<sup>1</sup> Tra gli altri sul tema, S. BANK, B. R. CHEFFINS, H. WELLS, *Executive Pay: What Worked?* (August 16, 2016). Legal Studies Research Paper No 2016/37, reperibile in internet al seguente indirizzo: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); R. S. THOMAS, C. VAN DER ELST, *Say on Pay around the World*, in *Washington University Law Review*, vol. 93, 2015, 653 ss.; G. FERRARINI, M. C. UNGUREANU, *Executive Remuneration. A Comparative Overview* (October 2014). ECGI Working Paper n. 268/2014, reperibile in internet all’indirizzo [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); R. BARONTINI, S. BOZZI, G. FERRARINI, M. C. UNGUREANU, *Directors’ remuneration before and after the crisis: measuring the impact of reforms in Europe*, in AA.VV., *Boards and Shareholders in European Listed Companies*, Cambridge, Cambridge University Press, 2013, 251 ss., spec. 258 ss.; C. GARILLI, *Il coinvolgimento di soci e stakeholders nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori*, *Prime riflessioni alla luce della proposta di modifica della Shareholder Rights Directive*, in *Rivista ODC*, 2016, 2 ss.; D. U. SANTOSUOSSO, *La remunerazione degli amministratori: nuove norme per “sanare” cattive prassi*, in *R.D.S.*, 2010, 341 ss.; G. FERRARINI, *Grandi paghe, piccoli risultati: “rendite” dei managers e possibili rimedi (a proposito di un libro recente)*, in *Riv.soc.*, 2005, 879 ss.

<sup>2</sup> Il tema della remunerazione degli amministratori, come noto, ha attinenza con quello più generale dell’interesse sociale e, in particolare, con la teoria del cd. *shareholder value*: posto che i *managers* debbono essere incentivati a creare valore per gli azionisti, i loro compensi dovrebbero essere commisurati al perseguimento di tale fine (si vedano, in particolare, G. FERRARINI, *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Riv.soc.*, 2002, 462 ss. spec. 468; S. CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori, “Incentivi azionari” e creazione di valore*, Milano, Giuffrè, 2005, spec. 11 ss.).

vincolante<sup>3</sup>) sulle politiche di remunerazione degli amministratori ovvero sulle retribuzioni ad essi effettivamente corrisposte<sup>4</sup>.

A tal proposito, la Commissione europea, in sede di proposta di modifica della direttiva 2007/36/CE (c.d. “azionisti”), ha segnalato come le carenze riscontrate nei vari ordinamenti (sia per quanto riguarda il profilo dell’informazione dei soci, sia per quanto riguarda gli strumenti per consentire loro di esprimere il proprio parere sulla remunerazione degli amministratori), abbiano cagionato “una correlazione insufficiente tra la remunerazione e i risultati degli amministratori delle società quotate”, perciò rendendo necessario un ripensamento della disciplina vigente<sup>5</sup>.

L’intervento della Commissione fornisce, pertanto, lo spunto per riflettere sull’idoneità del modello di *say on pay* previsto nel nostro ordinamento *ex art. 123-ter*, sesto comma, TUF, sia rispetto allo scopo che è proprio di tale istituto (cioè quello di allineare le politiche di remunerazione degli amministratori all’interesse di lungo periodo della società<sup>6</sup>), sia rispetto al sistema di ripartizione di competenze tra organi sociali che ne è alla base.

Con un anticipo sulle conclusioni cui si perverrà nel presente scritto, si può sottolineare sin d’ora come la suddetta previsione, al di là della sua adeguatezza sotto entrambi i profili, assuma un particolare interesse da un punto di vista sistematico, riproducendo un modello di *governance* in cui l’assemblea, in linea con le tendenze del diritto comunitario, viene investita dalla legge di un ruolo attivo e della competenza (sia pure consultiva) su materie riconducibili all’ “alta gestione” della società.

---

<sup>3</sup> Le soluzioni che emergono dal panorama internazionale si distinguono, come vedremo, a seconda che il voto riconosciuto ai soci sulle politiche retributive della società abbia natura vincolante (c.d. “*binding vote*”) o consultiva (c.d. “*advisory vote*”): si vedano, per tutti, R.S. THOMAS, C. VAN DER ELST (nt. 1), spec. 659 ss.; con particolare riferimento all’esperienza inglese e belga, si veda il recente contributo di C. VAN DER ELST, *Answering the Say for No Pay* (August 2016). Working Paper n. 325/2016, reperibile in internet all’indirizzo [www.ssrn.it](http://www.ssrn.it). Una variante interessante è, invece, la c.d. “*two strikes rule*” australiana (sections 250U- 250W *Corporations Act*), in base alla quale se il *report* sulla remunerazione degli amministratori riceve per due volte il voto contrario del 25% dei soci, gli amministratori dovranno essere sottoposti a rielezione entro 90 giorni: su cui J. HILL, *Images of the Shareholder- Shareholder Power and Shareholder Powerlessness* (September 2015) Legal Studies Research Paper, n. 15/86, 19 ss.

<sup>4</sup> Più precisamente, il *say on pay* può essere definito come “(1) a recurring, mandatory, (2) binding or advisory shareholders’ vote, (3) provided by law, that (4) directly or indirectly through the approval of the remuneration system, remuneration report or remuneration policy, (5) governs the individual or collective global remuneration package of the executives or managing directors of the corporation”: in questi termini, R.S. THOMAS, C. VAN DER ELST (nt. 1), 658.

<sup>5</sup> Si veda Commissione Europea, “Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio di modifica della direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l’incoraggiamento dell’impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda taluni elementi della relazione sul governo societario”, Bruxelles, 9 aprile 2014, 5 (qui di seguito “Proposta di modifica della direttiva cd. azionisti”). Sul punto anche Commission Staff Working Document Impact Assessment, che accompagna la Proposta di modifica della direttiva citata, 9 aprile 2014, Bruxelles, 54 (“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”).

<sup>6</sup> Sottolinea la Commissione (Proposta di modifica della direttiva cd. azionisti, nt. 5, 5) che, da un lato, 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, dall’altro lato, 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”.

Tale soluzione induce quindi a riflettere sulla “resistenza” dell’attuale regime di competenze degli organi sociali di s.p.a alla luce dell’evoluzione del sistema.

*2. Il modello comunitario di c.d. “say on pay”: fondamento e limiti.*

Come noto, il diritto comunitario ha già da tempo sottolineato l’importanza della partecipazione degli azionisti al processo di formazione delle politiche di remunerazione degli amministratori (basti pensare alla raccomandazione 2009/385/CE, la cui attuazione ha portato all’introduzione dell’art. 123-ter, sesto comma, TUF)<sup>7</sup>.

La stessa Commissione europea, nell’ambito della citata proposta di modifica della direttiva 2007/36/CE, ha di recente sollecitato gli Stati membri ad intervenire con specifiche disposizioni, al fine di consentire agli azionisti di esercitare il “diritto di voto sulla politica retributiva degli amministratori” e alle società di retribuire gli amministratori “solo secondo la politica retributiva approvata dagli azionisti” almeno ogni tre anni (art. 9 bis, par. 1).

Il riferimento al divieto di corrispondere compensi non conformi alla politica di remunerazione approvata dagli azionisti sembrerebbe quindi attribuire al voto dei soci un carattere vincolante<sup>8</sup>. Tale conclusione pare, del resto, 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”<sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup> La Commissione ha adottato sia la raccomandazione 2004/913/CE del 14 dicembre 2004 per la promozione di un regime adeguato per la remunerazione degli amministratori di società quotate sia la raccomandazione 2005/162/CE del 15 febbraio 2005 sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio d’amministrazione o di sorveglianza, le quali sono state integrate dalla successiva raccomandazione del 30 aprile 2009. Come già sollecitava quest’ultima raccomandazione, “Gli azionisti, in particolare gli azionisti istituzionali, dovrebbero essere incoraggiati a partecipare se necessario alle assemblee generali e a usare nel modo opportuno i loro diritti di voto con riguardo alla retribuzione degli amministratori (...)” (art. 6.1.). Si vedano anche, Commissione europea, *Relazione sull’applicazione da parte degli Stati membri della raccomandazione 2009/385/CE*, Bruxelles, 2 giugno 2010; Commissione europea, *Piano d’azione: diritto europeo delle società e governo societario*, 12 dicembre 2012, 9 s. (<http://eur-lex.europa.eu>); Reflection Group on the Future of EU Company Law, *Response to the European Commission’s Action Plan on Company Law and Corporate Governance*, in ECFR, 2013, 311 s.; S. ALVARO, B. LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull’ordinamento italiano*, in Quaderni giuridici Consob, aprile 2013, n. 3, 28 ss.

<sup>8</sup> In tal senso, anche S.BRUNO, F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedure, risultati, prospettive*, in *Riv.soc.*, 2014, 1299.

<sup>9</sup> Cfr. Parlamento europeo, *Emendamenti alla proposta di modifica della direttiva 2007/36/CE approvati l’8 luglio 2015 (Governo societario: impegno a lungo termine degli azionisti e trasparenza\*\*\*)* “1. Gli Stati membri assicurano che le società elaborino una politica retributiva degli amministratori e che la sottopongano alla votazione vincolante dell’assemblea degli azionisti. Le società retribuiscono i propri amministratori solo secondo la politica retributiva votata dall’assemblea degli azionisti. Eventuali modifiche a tale politica sono sottoposte al voto dell’assemblea degli azionisti e, in ogni caso, tale politica è sottoposta all’approvazione dell’assemblea almeno ogni tre anni. Gli Stati membri possono tuttavia stabilire che il voto dell’assemblea degli azionisti sulla politica retributiva sia di natura consultiva”.

Sulla scia di tale orientamento, sia il legislatore inglese (cfr. sect. 226, *Comp.Act. 2006*, così come modificata a seguito del cd. *Enterprise Reform and Regulatory Act 2013*<sup>10</sup>) che quello spagnolo (art. 529-*novodecies*, legge, 3 dicembre 2014, n. 31<sup>11</sup>) hanno di recente modificato la propria disciplina, prevedendo a loro volta una versione “forte” di c.d. *say on pay*.

Per quanto riguarda, invece, il voto degli azionisti sulla relazione sulle retribuzioni, prevede il successivo art. 9-*ter*, che essi, in occasione dell'assemblea annuale, debbano votare sulla relazione avente ad oggetto le retribuzioni corrisposte agli amministratori nell'ultimo esercizio, precisandosi che, in caso di mancata approvazione (circostanza da cui si desume la natura non vincolante del voto, confermata del resto anche dal successivo emendamento del Parlamento europeo<sup>12</sup>, la società sia tenuta a spiegare nella relazione successiva “se e come ha tenuto conto del voto degli azionisti” (par. 3).

---

<sup>10</sup> Il cd. *Enterprise Reform and Regulatory Act 2013*- inserendo nuove previsioni nel *Comp. Act. 2006*- stabilisce, infatti, che i soci debbano esprimersi ogni anno con voto vincolante sulle politiche di remunerazione degli amministratori (ovvero ogni tre anni, nel caso in cui tali politiche siano immutate rispetto all'anno precedente) e con voto consultivo sulle modalità con cui la politica di remunerazione adottata dalla società è stata implementata l'anno prima. Ai sensi della sect. 226 A, 1, *Comp.Act. 2006*, per “directors’ remuneration policy” si intende “the policy of a quoted company with respect to the making of remuneration payments and payments for loss of office”, laddove per “remuneration payment” si intende, invece, il pagamento del compenso agli amministratori in qualsiasi forma effettuato, compreso quello relativo alla cessazione della carica. Stabilisce la sect. 226 B, 1 (“Remuneration payments”) che la società non possa corrispondere agli amministratori alcuna remunerazione che non sia riconducibile alla politica di remunerazione della società e che non abbia ricevuto l'approvazione dei soci in assemblea (“A quoted company may not make a remuneration payment to a person who is, or is to be or has been, a director of the company unless— (a) the payment is consistent with the approved directors’ remuneration policy, or (b) the payment is approved by resolution of the members of the company”). In caso di mancato rispetto delle indicazioni (vincolanti) dei soci, il pagamento corrisposto non avrà effetto e titolare della somma illegittimamente versata sarà, non l'amministratore che l'ha ricevuto, bensì la società che l'ha effettuato (ai sensi della sect. 226E, 2, a) “it is held on trust for the company or other person making the payment”); gli amministratori che hanno autorizzato tale pagamento saranno invece solidamente tenuti al risarcimento danni nei confronti della società (sect. 226 E, 2, b)). Sull'esperienza inglese, si veda da ultimo C. VAN DER ELST (nt. 3), 3 ss., 9 ss., 12 ss.

<sup>11</sup> Stabilisce la legge spagnola del 3 dicembre 2014, n. 31, che la politica di remunerazione del consiglio di amministrazione debba essere approvata almeno una volta ogni tre anni dall'assemblea dei soci come punto separato all'ordine del giorno (art. 529-*novodecies*, primo- terzo comma). Il *report* delle remunerazioni annuali degli amministratori esecutivi dovrà essere, invece, sottoposto all'assemblea dei soci per un voto consultivo e, qualora tale voto sia negativo, dovrà essere votata dall'assemblea per l'anno successivo una nuova politica delle remunerazioni (quarto comma). Si veda per un commento, P. MATERA, *La nuova disciplina dei compensi degli amministratori delle società di capitali nel diritto societario spagnolo: prime note e cenni comparatistici*, in *Eur. dir.priv.*, 2015, spec. 929 ss.

<sup>12</sup> In base all'art. 9-*ter* (“Informazioni da inserire nella relazione sulle retribuzioni e diritto di voto sulla relazione”), nella sua versione emendata dal Parlamento europeo, gli Stati membri “assicurano che gli azionisti possano esprimere un voto di natura consultiva sulle retribuzioni dell'ultimo esercizio in occasione dell'assemblea annuale. In caso di mancata approvazione della relazione sulle retribuzioni da parte degli azionisti, la società, se necessario, avvia un dialogo con gli azionisti al fine di individuare le ragioni di tale decisione avversa. La società spiega nella relazione successiva come ha tenuto conto del voto degli azionisti” (par. 3). Precisa il relativo considerando n. 17 “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

Il modello di c.d. *say on pay* così delineato a livello comunitario, presupponendo un voto vincolante dei soci rispetto alle politiche retributive degli amministratori, in realtà, altro non è che il riflesso di una ben più ampia concezione (che si ritrova anche nella stessa direttiva 2007/36/CE, nonché nella relativa proposta di modifica), volta a valorizzare il ruolo degli azionisti nell'ambito della *governance* societaria, anche rispetto alla decisione su materie rientranti tipicamente nella sfera amministrativa<sup>13</sup>.

Gli azionisti, in quanto *residual claimants*, sarebbero, infatti, i soggetti più indicati a svolgere una funzione di monitoraggio sulla società, tale da limitare il rischio di comportamenti opportunistici o scorretti da parte degli amministratori<sup>14</sup>.

Una tale impostazione assume, pertanto, interesse sul piano teorico, arricchendo il dibattito internazionale sviluppatosi già da tempo in merito alla contrapposizione tra la cd. “*shareholder primacy*” e la cd. “*directors primacy*” (rispetto alla quale, del resto, anche il nostro legislatore, in occasione della recente riforma societaria, sembrerebbe aver preso posizione)<sup>15</sup>.

Dal punto di vista pratico essa -secondo la concezione tradizionale- potrebbe, invece, trovare un limite (specie in ordinamenti ad elevata concentrazione proprietaria quali il nostro<sup>16</sup>) nei fin troppo noti problemi di cd. “apatia razionale” degli azionisti, così come nelle difficoltà di coordinamento tra gli stessi, stante la varietà sia dei soci che degli interessi (di breve o lungo termine), di cui essi sono portatori<sup>17</sup>.

Nel nostro ordinamento, in particolare, la previsione di una competenza assembleare in materia di *say on pay* significherebbe, in sostanza, rimettere ogni decisione a riguardo alla sola maggioranza (a meno che non si condivida l'idea, proposta da taluni, di introdurre anche in questa sede lo strumento del cd. *whitewash*- già previsto in tema di operazioni con parti correlate- onde acquisire il voto delle sole minoranze indipendenti)<sup>18</sup>.

---

ragioni di tale decisione avversa. La società dovrebbe spiegare, nella relazione successiva, in che modo ha tenuto conto del voto degli azionisti. [Em. 31]”.

<sup>13</sup> Cfr. artt. 9-*bis* (“Diritto di voto sulla politica retributiva”) e 9-*quater*, secondo comma, (“Diritto di voto sulle operazioni con parti correlate”) della Proposta di modifica della direttiva c.d. “azionisti”, (nt. 5).

<sup>14</sup> Sul tema, tra gli altri, S. ROSSI, *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nell'assemblea delle società quotate*, in AA.VV., *Società, banche e crisi d'impresa*, in *Liber amicorum Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarone Alibrandi, vol. 1, Torino, Utet, 2014, 879 ss., spec. 897 ss.; G. GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in R.D.S. 2011, 2 ss.; A. BLANDINI, *Sui soci di minoranza e sugli investitori istituzionali nelle riforme del nuovo millennio*, in *Studi per Franco Di Sabato*, vol. 1, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2009, 97 ss.

<sup>15</sup> Nella letteratura straniera, per quanto riguarda il tema dell'ampliamento dei poteri dei soci, si vedano, tra gli altri, L. BEBCHUCK, *The case for increasing shareholder power*, in *Harr.L.Rev.*, 2005, 835 ss., e la risposta di S.M. BAINBRIDGE, *Director primacy and shareholder disempowerment*, *ivi*, 2006, 1736 ss. Per quanto riguarda il nostro ordinamento, si veda in merito all'art. 2380-*bis*, da ultimo, G. GUIZZI, *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis, c.c.*, in *Liber amicorum Abbadessa* (nt. 14), vol. 2, 1043 ss.

<sup>16</sup> Su cui, tra gli altri, G. ROSSI, *Il conflitto epidemico*, Milano, Adelphi, 2003, spec. 74 s.

<sup>17</sup> Così, diffusamente, P. J. WELLS, *Executive remuneration: regulatory reforms in UK company law*, in *Int. J.L.M.*, 2015, 315 ss. Sulla non sempre agevole distinzione tra “coordinamento” degli investitori e “concerto” rilevante ai fini della disciplina sull'o.p.a. (rispetto a cui anche l'ESMA ha preso posizione), si vedano in particolare, G. GUIZZI, *Gli investitori istituzionali tra esigenze di coordinamento e problema del concerto*, in AA.VV., *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, a cura di M. Maugeri, Milano, Giuffrè, 2015, 109 ss.; M. GARGANTINI, *Coordinamento (extra-) assembleare dei soci e azione di concerto nella s.p.a. quotata*, in *Liber amicorum Abbadessa* (nt. 14), vol. 3, 2097 ss.

<sup>18</sup> Così, S. BRUNO, F. BIANCONI, (nt. 8), 1304 ss.

Sotto diverso profilo, è, invece, sin troppo noto come nelle società quotate l'assemblea, più che sede di formazione delle decisioni dei soci, si riduca molto spesso ad essere momento di mera informazione per gli stessi<sup>19</sup>.

A questa stregua, i soci di minoranza, dissenzienti rispetto alle politiche remunerative della società, non avrebbero altro rimedio, se non quello dell'*exit*, salvo che nel caso di investitori istituzionali, per i quali sarebbe più ragionevole ed economicamente conveniente l'esercizio dei diritti di *voice*<sup>20</sup>. Ma la sussistenza di un impegno effettivo e costante degli investitori istituzionali non può essere data per scontata<sup>21</sup>.

In considerazione di ciò, il sistema di *corporate governance* delineato dagli organi comunitari sembrerebbe allora configurarsi come un modello astratto, avulso dalla specificità del singolo contesto ordinamentale e dalle caratteristiche dei soggetti interessati, rispetto al quale il potenziale intervento degli investitori varrebbe “più come forma di pressione generalizzata su tutte le società quotate per indurle ad adottare prassi più trasparenti, e potenzialmente efficienti, che non come intervento selettivo, in grado di confrontarsi con i problemi specifici di ciascuna società”<sup>22</sup>.

Non stupisce quindi che l'insieme dei suesposti rilievi abbia indotto taluni a dubitare dell'efficacia del meccanismo di cd. “*say on pay*” in quanto tale<sup>23</sup>.

<sup>19</sup> Tra i molti, G. GUIZZI, (nt. 14), 2 ss.

<sup>20</sup> Tra gli altri, G. FERRARINI, M. C. UNGUREANU (nt. 1), 16 ss., ove si segnala come l'effettività del monitoraggio degli azionisti è limitata sia da problemi di azione collettiva che dalla mancanza di informazioni; A. BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate e il nuovo art. 123-ter T.U.F.*, in *Riv.dir.impr.*, 2011, spec. 294 ss.

<sup>21</sup> Del resto, risulta difficile allo stato ritenere che una sollecitazione in tal senso possa provenire agli investitori istituzionali dall'introduzione di una cd. politica di impegno, sia nel caso in cui essi provvedano ad elaborarla, sia nel caso in cui, invece, non vi provvedano (ipotesi in cui saranno tenuti a spiegare in modo chiaro e articolato il perché di questa scelta) (cfr. art. 3-*septies*, primo e quarto comma, della citata proposta di modifica della direttiva cd. “azionisti”) (sull'efficacia di tale strumento, in assenza di un'analisi completa delle caratteristiche dei vari investitori e dei meccanismi che potrebbero favorirne una più attiva partecipazione, F. DENOZZA, *Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance?*, *Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance?*, in *Rivista ODC*, 2015, 10). Né può ritenersi che un incentivo all'attivismo degli investitori istituzionali possa essere dato dalla sussistenza a loro carico di *fiduciary duties* nei confronti della società e degli altri soci, essendo minoritaria la dottrina che si esprime in tal senso: tra questi, I. ANABTAWI- L.A. STOUT, *Fiduciary duties for activist shareholders* (March 2008), in UCLA School of Law, Law and Economics Research Paper, n. 8-02, spec. 49 ss., reperibile in internet all'indirizzo [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); si vedano, A. BLANDINI, (nt. 14), 110 ss.; C. TEDESCHI, “*Poteri di orientamento*” dei soci nelle società per azioni, Milano, Giuffrè, 2005, spec. 261 ss. e 282 ss., secondo cui graverebbe sugli investitori istituzionali un “obbligo di bilanciamento degli altrui interessi sociali”, nonché una responsabilità per aver esercitato il potere di orientamento in modo dannoso per gli altri soci quando esisteva un'alternativa; cenni al riconoscimento di una responsabilità deliberativa in capo a tali soggetti anche in F. GUERRERA, *La responsabilità “deliberativa” nelle società di capitali*, Torino, 2004, Giappichelli, spec. 354 ss.

<sup>22</sup> Così, F. DENOZZA, (nt. 21), 11.

<sup>23</sup> Non a caso, l'efficacia dello strumento del cd. “*say on pay*” è particolarmente contestata da una parte degli studiosi stranieri (come dimostrano le opinioni che, per esempio, si sono soffermate sull'analisi dell'esperienza inglese): si vedano a tal proposito, R. S. THOMAS, C. VAN DER ELST, (nt. 1), 666 ss.; J.N. GORDON, “*Say on Pay*”: *Cautionary Notes on the U.K. Experience and the Case for Shareholders Opt-in*, 46 *Harr. J. Legis.*, 2009, spec. 367, ove si propone l'adozione di un regime di “*opt in*” limitato alle sole società di maggiori dimensioni.



3. Il sistema italiano di cd. “say on pay” di cui all’art. 123-ter, sesto comma, TUF.

Nel nostro ordinamento, come noto, la disciplina codicistica in tema di compensi degli amministratori di cui agli artt. 2364, primo comma, n. 3, c.c., e 2389 c.c. (che resta ferma ex art. 123-ter, sesto comma, TUF), è integrata per le società quotate, dagli artt. 114-bis e 123-ter, TUF, nonché dall’art. 84-quater, Regolamento Emittenti n. 11971/99, ovvero dalle previsioni del Codice di Autodisciplina delle società quotate (art. 6)<sup>24</sup>.

Ai sensi della prima disposizione, l’assemblea è tenuta ad approvare a favore dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo, dei dipendenti e dei collaboratori, i piani di compensi basati su strumenti finanziari di cui all’art. 114-bis, primo comma, TUF<sup>25</sup>. Tale norma attribuisce una competenza ulteriore in capo all’organo

<sup>24</sup> Nell’ambito dell’ordinamento italiano, come noto, la materia della remunerazione degli amministratori è regolata innanzitutto a livello codicistico: se la regola generale è che il compenso degli amministratori è determinato dall’assemblea salvo sia stabilito dallo statuto (art. 2364, primo comma, n. 3, c.c.) o all’atto di nomina (art. 2389, primo comma, c.c.), la remunerazione degli amministratori “investiti di particolari cariche” è, invece, stabilita dal consiglio di amministrazione, sentito il parere del collegio sindacale, laddove l’assemblea, in presenza di una clausola statutaria in tal senso, può determinare “un importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori, inclusi quelli investiti di particolari cariche” (terzo comma): in tema, tra gli altri, A. L. BONAFINI, *Compensi degli amministratori*, in *Amministratori*, a cura di F. Ghezzi, in *Commentario* Marchetti, Milano, Egea- Giuffrè, 2005, sub art. 2389, 351 ss. Lo stesso art. 2389, c.c., è applicabile anche al sistema monistico in virtù del rinvio di cui all’art. 2409-noviesdecies, c.c., mentre l’art. 2409-terdecies, primo comma, lett. a), prevede che nel sistema dualistico la determinazione del compenso dei componenti del consiglio di gestione spetta al consiglio di sorveglianza, salvo che lo statuto non ne attribuisca la competenza all’assemblea. Per quanto riguarda la determinazione dei compensi dei componenti del comitato per il controllo sulla gestione, su cui la legge nulla dispone, sembra preferibile la tesi che ne rimette la competenza all’assemblea, analogamente a quanto previsto per il collegio sindacale (*arg. ex* 223-septies, disp. att. cod. civ., che, appunto, ritiene applicabile ai componenti del comitato per il controllo sulla gestione le norme sul collegio sindacale “in quanto compatibili”): in questo senso, S. CAPIELLO, (nt. 2), 180 ss., anche per l’opinione secondo cui l’art. 2389, terzo comma, primo periodo, non sarebbe applicabile al sistema dualistico (ivi, 182 ss.). Per quanto riguarda, in particolare, la disciplina di cui all’art. 123-ter, TUF, si veda CONSOB, “Attuazione dell’art. 123-ter del d.lgs. 58/1998 in materia di trasparenza delle remunerazioni degli amministratori di società quotate”, Documento di consultazione, 10 ottobre 2011, in [www.consob.it](http://www.consob.it); per un commento alla disciplina, si rinvia a A. BEGHETTO, *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate*, in *Nuove leggi civ.com.*, 2012, 77 ss.; M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l’esperienza italiana*, in *Riv.soc.*, 2011, 702 ss. Nel caso delle società a partecipazione pubblica, sono dettate una serie di disposizioni speciali, che, ispirate alla filosofia della cd. *spending review*, integrano la disciplina generale del codice civile e del TUF, prevedendo dei tetti massimi ai compensi degli amministratori (in tema, tra gli altri, R. BIANCHINI, *I compensi degli amministratori di società partecipate da enti locali (brevi note in ordine all’art. 6, co 6°, del D.L. n. 78/2010)*, in *Giust.amm.*, 2010, 116; G. DELL’ATTI, *Il compenso degli amministratori di società pubbliche ai sensi dell’art.6, 6° comma, d.l. 31 maggio 2010, n. 78*, in *R.D.S.*, 2012, 786; S. BRUNO, F. BIANCONI, (nt. 8), 1289, che, nel caso di determinazione del compenso superiore al limite massimo previsto dalla legge, ipotizzano una responsabilità degli amministratori, rilevante ai sensi degli artt. 2393 e 2393-bis, c.c., essendo tale decisione suscettibile di cagionare un danno sociale). Per il compenso degli amministratori di società a controllo pubblico, nonché per la determinazione dei relativi limiti quantitativi, si veda da ultimo l’art. 11, sesto comma, del “Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica” (d.lgs., 19 agosto 2016, n. 175, pubblicato in G.U. n. 210 dell’8 settembre 2016).

<sup>25</sup>Prevede la norma che “I piani di compensi basati su strumenti finanziari a favore di componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori non legati alla società da rapporti di lavoro subordinato, ovvero di componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori di altre società controllanti o controllate sono approvati dall’assemblea ordinaria dei soci”: sul tema, si veda N. POLLIO, *La remunerazione degli amministratori di società quotate: aspetti societari e profili di trasparenza informativa nel nuovo art. 114-bis t.u.f.*, in *Giur.com.*, 2009, I, 128 e in part. 136 ss.

assembleare, chiamandolo a deliberare su una materia (quella dell'approvazione dei piani di compenso) altrimenti rimessa alla decisione degli amministratori e rispetto alla quale forte sarebbe il rischio di “sviamenti rispetto al genuino interesse della società e degli azionisti”<sup>26</sup>.

Norma centrale nell'ambito della materia in esame è, però, l'art. 123-ter, TUF (“*Relazione sulla remunerazione*”), in base alla quale la relazione sulla remunerazione: a) nel sistema tradizionale, è approvata dal consiglio di amministrazione e, nel sistema dualistico, dal consiglio di sorveglianza (su proposta del consiglio di gestione, limitatamente alla sezione prevista dal quarto comma, lettera *b*) (primo comma); b) almeno ventuno giorni prima della data dell'assemblea di cui agli artt. 2364, secondo comma, e 2364-bis, secondo comma, c.c., è messa a disposizione del pubblico “presso la sede sociale, sul proprio sito Internet e con le altre modalità stabilite dalla Consob con regolamento” (primo comma); c) è sottoposta a una “deliberazione non vincolante” da parte dell'assemblea, che si esprime “in senso favorevole o contrario sulla sezione della relazione sulla remunerazione prevista dal comma 3” e l'esito del voto è reso disponibile sul sito internet della società ai sensi dell'art. 125-quater, secondo comma (sesto comma).

Lo stesso art. 123-ter, sesto comma, TUF, precisa che la sezione della relazione su cui l'assemblea è tenuta a deliberare in senso favorevole o contrario si riferisce, sia alla “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”, che alle “procedure utilizzate per l'adozione e l'attuazione di tale politica” (terzo comma, lett. *a* e *b*)).

La società in tale sede dovrà, pertanto, indicare, sia gli organi o i soggetti coinvolti nella predisposizione, approvazione, nonché corretta attuazione della politica delle remunerazioni, così come l'eventuale intervento di un comitato per la remunerazione, sia fornire informazioni concernenti le finalità perseguite con la politica delle remunerazioni ovvero “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”<sup>27</sup>.

Il voto assembleare potrà riguardare, ad esempio, i criteri utilizzati per determinare la parte variabile, l'introduzione di premi ancorati al raggiungimento di determinati risultati, il grado di coinvolgimento degli amministratori indipendenti nella definizione delle caratteristiche del sistema retributivo, ecc.<sup>28</sup>.

L'assemblea, invece, non potrà esprimersi in merito ai compensi dei singoli componenti degli organi di gestione o dei dirigenti, come facilmente desumibile dallo stesso tenore letterale dell'art. 123-ter, sesto comma, TUF, che, da un lato, fa salve le regole generali in materia di determinazione dei compensi di cui agli artt. 2389 e 2409-terdecies, primo comma,

<sup>26</sup> In questi termini, la relazione delle Commissioni Riunite della Camera, p. 17, citata da Assonime, *Le nuove disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari. Il commento dell'Assonime*, in *Riv.soc.*, 2006, 509. Vedi anche A. BEGHETTO, (nt. 24), 79 ss.

<sup>27</sup> Allegato 3 A, schema 7-bis, Regolamento Emittenti. Cfr. Assonime, *La disciplina sulle remunerazioni per le società quotate*, Circolare n. 8/2012, in *Riv.soc.*, 2012, 782 ss.

<sup>28</sup> Così, M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari “consultive” nella società per azioni*, in *Liber amicorum Abbadessa*, (nt. 14), vol. 1, 828.

lett. a), c.c. e, dall'altro, sottopone al voto degli azionisti la prima parte della relazione sulla remunerazione e non la seconda (relativa, appunto, all'illustrazione dei singoli compensi)<sup>29</sup>.

La norma quindi, differenziandosi sia dal modello comunitario (cfr. art. 9-ter della proposta di modifica della direttiva cd. "azionisti") sia da altri ordinamenti stranieri già visti (es. quello inglese e spagnolo), non prevede che gli azionisti possano esprimere il proprio voto (consultivo) sulla relazione relativa alle remunerazioni corrisposte, privandoli, pertanto, della possibilità di esprimersi sulla materia, alquanto discussa, dei trattamenti di fine carica o di fine rapporto degli amministratori<sup>30</sup>.

Si tenga però presente che il coinvolgimento dell'assemblea si rende pur sempre necessario al fine di evitare l'applicazione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate: stabilisce il Regolamento Consob n. 17221 del 2010, che le deliberazioni dell'organo amministrativo sulla remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche possono essere tenute esenti dalla disciplina sulle operazioni con parti correlate solo se previamente sottoposte all'approvazione o al voto consultivo dell'assemblea (art. 13, terzo comma)<sup>31</sup>.

#### 4 (segue): gli effetti "non vincolanti" della delibera.

A differenza da quanto previsto per le società bancarie ed assicurative (ove l'assemblea è tenuta ad approvare la politica di remunerazione dei componenti degli organi di gestione<sup>32</sup>),

---

<sup>29</sup> La seconda sezione è volta, infatti, da un lato, a rappresentare nominativamente, per i componenti degli organi di amministrazione e di controllo, i direttori generali, e in forma aggregata le singole voci costitutive delle rispettive remunerazioni, e, dall'altro, a fornire analiticamente i compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma dalla società e da società controllate o collegate (secondo comma) (si vedano a tal riguardo, M. VITALI, M. MIRAMONDI, *La remunerazione degli amministratori di società quotate tra equilibrio degli interessi in gioco e assetti proprietari concentrati*, in *Riv.dir.banc.*, 2014, 7 s.; S.BRUNO, F. BIANCONI, (nt. 8), 1273).

<sup>30</sup> La società dovrà comunque indicare il trattamento corrisposto, nonché evidenziare la coerenza con la politica precedentemente approvata (all. 3A, schema 7-bis, Regolamento Emittenti). Su tale tema, si veda ampiamente, A. CHILORO, *I "golden parachutes", tra ibridismo causale e "confusione" nelle competenze deliberative*, in *A.G.E.*, 2014, 349 ss., spec. 368 s.

<sup>31</sup> Sul tema, P. ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in AA.VV., *Le operazioni correlate*, a cura di V. Cariello, Milano, Giuffrè, 2011, 17 ss.; M. MAUGERI, (nt. 28), 830 ss.

<sup>32</sup> Prevede da ultimo il decreto legislativo, 12 maggio 2015, n. 72, in attuazione della direttiva cd. CRD 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, comma 4-quinquies). Stabilisce la Circolare della Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013, Sez. II, par. 1, in [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it), che "Salvo quanto previsto per il sistema dualistico, lo statuto prevede che l'assemblea ordinaria, oltre a stabilire i compensi spettanti agli organi dalla stessa nominati, approvi (1): i. le politiche di remunerazione e incentivazione a favore dei componenti degli organi con funzione di supervisione strategica, gestione e controllo e del restante personale; ii. i piani di remunerazione basati su strumenti finanziari (es. *stock option*); iii. i criteri per la determinazione del compenso da accordare in caso di conclusione anticipata del rapporto di lavoro o di cessazione anticipata dalla carica (...)". La stessa previsione dispone anche che "La remunerazione per particolari cariche dei componenti del consiglio di sorveglianza è determinata dall'assemblea. La *ratio* di tale previsione sarebbe da ricercare nella volontà di "accrescere il grado di consapevolezza e di monitoraggio degli azionisti in merito ai costi complessivi, ai benefici e ai rischi del sistema di remunerazione e incentivazione prescelto" (art. 4.1, Reg. Banca d'Italia, 30 marzo 2011). Cfr. anche BANCA D'ITALIA, *Disposizioni in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari*, dicembre

l'art. 123-ter, sesto comma, TUF, come si è visto, dispone che il voto assembleare non sia vincolante, così valendo semplicemente quale strumento di *moral suasion* nei confronti degli amministratori, i quali, in caso di voto negativo degli azionisti, potranno essere indotti a rivedere le proprie decisioni<sup>33</sup>.

La natura non vincolante della delibera *ex art.* 123-ter, sesto comma, impedisce, pertanto, di incrinare la regola generale del codice civile, in base alla quale gli amministratori sono gli esclusivi titolari del potere di gestione e, in quanto tali, assumono piena responsabilità per i relativi atti<sup>34</sup>.

Essendo la politica di remunerazione atto dell'organo amministrativo (come conferma lo stesso art. 123-ter, primo comma, TUF, che, appunto, ne rimette l'approvazione ad esso ovvero al consiglio di sorveglianza, nell'ambito delle sue funzioni di cd. "alta" amministrazione), l'assemblea non potrà modificarla né formulare proposte alternative<sup>35</sup>.

Al fine di meglio comprendere la portata di tale soluzione, pare utile soffermarsi brevemente su quelle delibere cd. consultive (ovvero, quegli "orientamenti assembleari privi di una incidenza effettuale diretta o comunque giuridicamente costringitiva delle scelte degli amministratori"), il cui studio ha avuto impulso proprio a seguito dell'introduzione della disposizione sopra citata<sup>36</sup>.

La delibera consultiva, innanzitutto, assumerebbe rilevanza sul piano endo-societario, attivando uno scambio di informazioni tra amministratori e soci, attraverso cui questi ultimi

---

2013. Per quanto riguarda le società assicurative, "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" (regolamento ISVAP del 9 giugno 2011, n. 39, art. 6).

<sup>33</sup> Così, Assonime, (nt. 27), 800, secondo cui, qualora la politica sulle remunerazioni venisse modificata dagli amministratori a fronte di un voto non favorevole dell'assemblea, non sarebbe necessario convocare un'altra assemblea ma potrebbe essere sufficiente dare *disclosure* della nuova politica con le stesse modalità previste dall'art. 123-ter, primo comma (ferma restando la sottoposizione della stessa all'assemblea dell'anno successivo).

<sup>34</sup> Se, infatti, l'assemblea *ex art.* 2364, primo comma, n. 5, c.c., può autorizzare atti degli amministratori, a maggior ragione, potrà fornire ad essi pareri non vincolanti (M. MAUGERI, (nt. 28), 842), ipotesi che, di conseguenza, non si porrebbe in contrasto con il principio di cui all'art. 2380-bis, c.c., volto ad attribuire all'organo amministrativo competenza esclusiva in materia di gestione.

<sup>35</sup> M. MAUGERI, (nt. 28), 829, che sembrerebbe ammettere che la società, in virtù di apposita clausola statutaria, possa impegnare l'organo amministrativo ad adeguarsi alle indicazioni espresse dai soci, anche attraverso una modifica degli elementi della remunerazione che non dovessero incontrare il loro favore; vedi anche, P. ABBADESSA, (nt. 31) 20, che, sia pure nel diverso contesto delle operazioni con parti correlate, sottolinea come ben difficilmente potrebbe conciliarsi con gli artt. 2364, n. 1, e 2380-bis, c.c., una soluzione con cui si precludesse agli amministratori di riesaminare l'operazione anche dopo il voto assembleare, dovendo questi essere liberi di valutare in ogni momento la sua conformità all'interesse sociale.

<sup>36</sup> Sul tema, in particolare, M. MAUGERI, (nt. 28), 819 ss., e in part. 821 e 824; specifica l'A. (nt. 30), 838, che la rilevanza giuridica della delibera consultiva non consisterebbe nell'erigere un limite esterno a scelte ormai perfezionate (come nel caso della "approvazione" o dell' "autorizzazione"), ma piuttosto nel concorrere a fornire forza legittimante al procedimento di formazione della volontà dell'organo amministrativo; spunti anche in G.B. PORTALE, *Amministrazione e controllo nel sistema dualistico delle società bancarie*, in *Riv.dir.civ.*, 2013, 37; ID, *I compensi dei componenti del consiglio di sorveglianza: dal "nobile officium" ai sistemi di retribuzione variabile*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali, Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, Giappichelli, 2011, 530 ss.; ID, *Un nuovo capitolo del governo societario tedesco: l'adeguatezza del compenso dei Vorstandmitglieder*, in *Riv.soc.*, 2010, 1 ss.

sarebbero in grado di segnalare le proprie preferenze rispetto agli obiettivi da raggiungere o alle operazioni che potrebbero implicare il rischio di una deviazione dall'interesse sociale<sup>37</sup>.

Un aspetto che parrebbe decisivo, al fine di valutare l'efficacia di tale istituto, è dato dall'accertamento della sua natura di atto deliberativo, posto che solo in tal caso sarebbe possibile applicare la disciplina di cui agli artt. 2377 ss., c.c., sull'invalidità delle delibere assembleari<sup>38</sup>. Se, infatti, tali decisioni non fossero impugnabili, verrebbe meno uno strumento di tutela nei confronti dei soci, i quali potrebbero soltanto far valere la responsabilità degli amministratori che non abbiano seguito le determinazioni (non vincolanti) degli stessi<sup>39</sup>.

Esulando dai limiti del presente scritto un approfondimento sul tema, ci si può limitare a considerare come, secondo l'opinione che parrebbe maggiormente convincente, anche la delibera consultiva rientrerebbe nel campo delle deliberazioni assembleari, non solo per l'utilizzo da parte della legge del termine "delibera" o per la sua formazione all'interno del medesimo procedimento collegiale, ma anche perché tale fattispecie, presentandosi idonea ad esaurire il relativo punto all'ordine del giorno e quindi impedendo all'assemblea di pronunciarsi nuovamente al riguardo, assumerebbe portata vincolante e significato di regola precettiva (almeno) per i soci<sup>40</sup>.

5. (segue): *considerazioni sul cd. "say on pay" consultivo.*

Precisato il quadro normativo di riferimento e le caratteristiche generali dell'istituto, pare ora necessario chiedersi se il modello di *say on pay* di cui all'art. 123-ter, TUF, possa essere considerato adeguato rispetto allo scopo, ben espresso dalla Commissione, di impedire agli

---

<sup>37</sup> M. MAUGERI, (nt. 28), 839. Sottolinea come l'assemblea delle società quotate sia chiamata a svolgere una funzione "informativa, orientativa e, non ultimo, preventiva e correttiva" e quindi anticontenziosa, F. GUERRERA, "Interessi" degli azionisti e partecipazione "differenziata" ai processi decisionali (considerazioni sul cd. *whitewash* nelle società aperte) in R.D.S., 2015, 125 s.

<sup>38</sup> Tra coloro che negano il carattere deliberativo alla delibera consultiva, A. BERTOLOTTI, *Le competenze*, in *Assemblea e amministratori*, a cura di G. Cavalli, Torino, Utet, 2013, 30 s. A favore dell'impugnabilità della delibera consultiva, M. MAUGERI, (nt. 28), 834 ss. e 841; S.BRUNO, F. BIANCONI, (nt. 8), 1284; P. ABBADESSA, (nt. 31), 25, che ritiene tale delibera impugnabile sia dai soci che dall'organo di controllo; D. SANTOSUOSSO, *I compensi degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche*, in *Le operazioni correlate* (nt. 32), 40 s.; *contra*, A. BENTIVEGNA, (nt. 20), 297.

<sup>39</sup> Nel caso in cui l'organo amministrativo, con parere favorevole del collegio sindacale, non determini con diligenza i compensi da attribuire agli amministratori investiti di particolari cariche o ai dirigenti con responsabilità strategiche, gli amministratori assenti o dissenzienti, ovvero il collegio sindacale, potranno impugnare la delibera di attribuzione dei compensi ex art. 2388, quarto comma, c.c., per violazione di legge (e cioè dell'art. 123-ter, TUF) (vedi anche S.BRUNO, F. BIANCONI, (nt. 8), 1287). Del resto, è innegabile che la determinazione dei compensi degli amministratori investiti di particolari cariche rientri nell'area del conflitto di interessi di cui all'art. 2391 c.c., con la conseguenza che gli amministratori delegati dovranno - se destinatari della remunerazione - darne comunicazione ed astenersi dalla deliberazione, mentre il consiglio d'amministrazione sarà tenuto a motivare adeguatamente le ragioni e la convenienza per la società dell'operazione.

<sup>40</sup> M. MAUGERI, (nt. 28), 836. Significativo sembra essere a tal riguardo il fatto che si tende a riconoscere la natura di atto deliberativo e quindi l'impugnabilità anche delle delibere cd. negative: per questa tesi, si veda da ultimo, C.E. PUPO, *L'impugnazione della delibera negativa*, in *Riv.soc.*, 2016, 333 ss.; R. SACCHI, *Gli effetti della sentenza che accoglie l'impugnazione di delibere assembleari di s.p.a.*, in AA.VV., *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, diretto da Benazzo, Cera, Patriarca, Torino, Utet, 2011, 569.

amministratori “di applicare strategie di remunerazione (...) che possono non contribuire ai risultati a lungo termine della società”<sup>41</sup>.

A tal riguardo, si tende a convenire sul fatto che, mentre il sistema di voto non vincolante creerebbe una sorta di negoziazione sulle politiche di remunerazione della società (inducendo gli amministratori a rivedere le proprie determinazioni, onde evitare l'espressione di voti negativi da parte degli azionisti), l'introduzione di un voto vincolante renderebbe invece molto più decisivo il ruolo dei soci, determinando nel contempo una più stretta connessione tra remunerazione e *performance* degli amministratori (proprio in quanto il voto negativo dell'assemblea impedisce la corresponsione dei relativi compensi)<sup>42</sup>.

In realtà, come emerge, in particolare, dall'esperienza inglese (che di recente ha assistito al passaggio dal c.d. “*advisory vote*” al c.d. “*binding vote*”), l'idea che il voto vincolante possa essere più efficace di quello meramente consultivo non pare dimostrata nei fatti, come, del resto, emerge dalle contrastanti opinioni della dottrina espressasi sul punto: così, accanto a chi sottolinea l'efficacia del c.d. *binding vote* (sia come strumento per garantire la correttezza delle politiche di remunerazione adottate dalle società sia per le ricadute positive sul valore delle azioni<sup>43</sup>) o comunque ne sostiene la preferibilità rispetto al voto consultivo (perlomeno, per le aspettative che sarebbe in grado di creare nei soci<sup>44</sup>), non manca chi, invece, ne considera i limiti, evidenziando la scarsa propensione degli azionisti (salvo talune eccezioni) ad intervenire in assemblea per dissentire rispetto a remunerazioni eccessive e in ogni caso non proporzionate al rendimento degli amministratori<sup>45</sup>.

D'altra parte, esiti tutto sommato positivi paiono provenire dall'esperienza di Paesi che già da tempo hanno optato per il voto consultivo, strumento che comunque induce gli amministratori a cercare legittimazione presso gli azionisti in merito alle politiche retributive proposte<sup>46</sup>.

<sup>41</sup> Così, Proposta di modifica della direttiva cd. “azionisti”, (nt. 5), 5.

<sup>42</sup> Commission Staff Working Document Impact Assessment (nt. 5), 55. Si veda anche P. J. WELLS, (nt. 17), 300 ss., spec. 311 ss. e 314, il quale sottolinea che, mentre l' “*advisory vote*” “creates a “voice” for shareholders to express their concern” ma “(...) it does not contain the ability to turn that voice into “dialogue”, il “*binding vote*” “(...) transforms the voice into a conversation, meaning companies must engage in “effective dialogue” to ensure that their remuneration proposals are accepted by the shareholder community”. Sulla preferibilità del modello vincolante del c.d. *say on pay*, si veda da ultimo C. GARILLI, (nt. 1) spec. 9 ss. e 14 ss.

<sup>43</sup> In tal senso, F. FERRI, D. A. MAMBER, *Say on Pay Votes and CEO Compensation: evidence from the UK*, <http://rof.oxfordjournals.org/content/17/2/527.full>.

<sup>44</sup> P. J. WELLS (nt. 17), 18 ss., che, appunto, assegna a tale strumento funzione di “*placebo*” per gli azionisti.

<sup>45</sup> In tal senso, tra gli altri, P. J. WELLS, (nt. 17), 315 ss.; M. PETRIN, *Executive compensation in the UK: past, present and future*, in *Comp. Law*, 2015, 196 ss., spec. 202 ss.; E. NDZI, *Directors' excessive pay and shareholder derivative action*, in *Comp. Law*, 2015, 36 (5), 144 ss., che sottolinea come la maggioranza delle azioni di società quotate sia detenuta da azionisti stranieri, che, avendo un ampio e diversificato portafoglio, non sarebbero quindi interessati a concentrare il proprio monitoraggio sulla singola società, laddove, gli altri investitori (sia quelli istituzionali sia, a maggior ragione, i singoli azionisti) non sarebbero invece incentivati ad esercitare attivamente le proprie prerogative a causa degli alti costi di monitoraggio e del c.d. *free riding problem*. Le stesse osservazioni sono state, del resto, effettuate con riguardo all'esperienza italiana, da M. BELCREDI, S. BOZZI, A. CIAVARELLA, V. NOVEMBRE, *Proxy advisors and shareholders engagement*, in Quaderni di finanza Consob, aprile 2015, n. 81, spec. 19 ss., reperibile in internet all'indirizzo [www.consob.it/documenti](http://www.consob.it/documenti).

<sup>46</sup> Per quanto riguarda il caso della Germania, caratterizzato da un sistema di c.d. *say on pay* non vincolante, si vedano da ultimo le analisi di D. POWELL, M. STEFFEN RAPP, *Non-Mandatory Say on Pay Votes and AGM Participation: Evidence from Germany* (June 2015), reperibile in internet all'indirizzo [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). Il voto non vincolante è previsto anche nell'ordinamento statunitense: in tal senso, la Section 951 del c.d. *Dodd-Frank Act*

Per quanto riguarda, più nello specifico, il nostro ordinamento, non si può prescindere dal considerare come, nell'ambito della più recente esperienza delle società quotate, si siano registrati una serie di episodi, anche significativi, di attivismo da parte delle minoranze (verosimilmente agevolate dal recepimento di quelle stesse previsioni di derivazione comunitaria, volte a rafforzarne in vario modo i diritti di *voice*)<sup>47</sup>.

E tale tendenza della prassi rileva proprio in relazione alle prime applicazioni del cd. “*say on pay*” nelle nostre società quotate. Come emerge, infatti, da recenti studi in materia, il voto consultivo si rivelerebbe (anche in un contesto a proprietà concentrata come il nostro) un utile strumento di dissenso, con risultati non eccessivamente distanti da quelli che si registrano in ordinamenti a proprietà dispersa (quali Regno Unito e Stati Uniti)<sup>48</sup>.

La natura consultiva del voto non renderebbe, infatti, meno efficace il segnale inviato dagli azionisti al *board*, tanto è vero che il dissenso sarebbe più basso proprio nelle società finanziarie, ove il voto in materia di politiche di remunerazione è vincolante<sup>49</sup>.

Tale dissenso (in realtà riferito, non tanto ai risultati di impresa, quanto a casi di compensi eccessivi o di mancata trasparenza sui criteri di remunerazione<sup>50</sup>) risulterebbe positivamente correlato all'attivismo degli investitori istituzionali (derivante dalla loro partecipazione all'assemblea o dalla nomina di propri rappresentanti nel *board*)<sup>51</sup>.

E', inoltre, evidente che, se anche la delibera consultiva non è vincolante per gli amministratori, ciò non significa che la sua esecuzione sia indifferente sotto il profilo della valutazione della loro diligenza, essendo essi tenuti in ogni caso a motivare eventuali scostamenti rispetto alle indicazioni dei soci<sup>52</sup>.

---

(ovvero “*The Wall Street Reform and Consumer Protection Act*) del 2010, su cui, tra gli altri, S.M. BAINBRIDGE *The Corporate Governance Provisions of Dodd-Frank* (September 2010), reperibile in internet all'indirizzo internet [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>47</sup> Si vedano da ultimo, A. GUACCERO, *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea (?)*, in *Riv.soc.*, 2016, 409 ss.; M. CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alla società per azioni “orizzontale”*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, I, 157 ss., che riconduce i recenti episodi di attivismo degli investitori, sia alle novità introdotte dal d.lgs. n. 27/2010, che all'accrescimento delle competenze (non solo implicite ma anche espressamente previste dalla legge) dell'assemblea sulle scelte gestorie; M. BIANCHI, *L'attivismo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate: una analisi empirica*, in AA.VV., *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, (nt. 17), spec. 6 ss.; e anche L. PAGNI, *Snam, l'ultima battaglia dei fondi ora sono loro a “guidare” le assemblee*, in *Affari e Finanza*, 3 maggio 2016, 18.

<sup>48</sup> Così, M. BELCREDI, S. BOZZI, A. CIAVARELLA, V. NOVEMBRE, *Say-on-pay in a context of concentrated ownership*, in *Quaderni di finanza Consob*, febbraio 2014, n. 76, spec. 9 e 19 s., reperibile in internet al sito [www.consob.it](http://www.consob.it); si vedano anche S.BRUNO- F. BIANCONI, *FTSE Mib: Proxy Season 2013, Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze*, 23, in <http://archivioceradi.luiss.it/ricerca-ceradi-georgeson>; F. BIANCONI, *Proxy Season, 2014, Partecipazione ed attivismo delle minoranze*, 2 luglio 2014, in <http://www.georgeson.it>, slide n. 17; S.BRUNO, F. BIANCONI, (nt. 8), 1297 s.

<sup>49</sup> M. BELCREDI, S. BOZZI, A. CIAVARELLA- V. NOVEMBRE, (nt. 48), spec. p. 29 ss.

<sup>50</sup> M. BELCREDI, S. BOZZI, A. CIAVARELLA, V. NOVEMBRE, (nt. 48), 10 e 17 ss.

<sup>51</sup> M. BELCREDI, S. BOZZI, A. CIAVARELLA, V. NOVEMBRE, (nt. 48), 10 e 21; e più recentemente M. BELCREDI, S. BOZZI, A. CIAVARELLA, V. NOVEMBRE, (nt. 45), spec. 21 ss., dove si segnala che, mentre il dissenso degli azionisti sulle politiche di remunerazione è basso, quello degli investitori istituzionali (fortemente correlato alle raccomandazioni dei cd. *proxy advisors*) è particolarmente alto; G. FERRARINI- M.C. UNGUREANU, (nt. 1), spec. 17 s.

<sup>52</sup> M. MAUGERI, (nt. 28), 836 s.; S.BRUNO, F. BIANCONI, (nt. 8), 1283, che sottolineano come la motivazione non adeguata potrebbe essere fonte di revoca, oltre che indice di violazione di obblighi di diligenza o di un conflitto di interessi; per quanto riguarda una possibile responsabilità degli amministratori per motivazione non adeguata o ragionevole, A.M. BENTIVEGNA, (nt. 21), 298 s.; M. DEL LINZ, *La disciplina sui compensi dei*

Infine, posto che un eventuale voto negativo degli azionisti assume rilevanza sul piano reputazionale (effetto amplificato dall'art. 123-ter, sesto comma, TUF, che prevede una pubblicità dell'esito del voto sul sito della società), gli amministratori saranno per tali ragioni indotti ad adeguarsi agli esiti della pronuncia assembleare<sup>53</sup>. E ciò, a maggior ragione, se si accerta l'esistenza di una correlazione tra il potere di *voice* degli azionisti e il valore di mercato delle azioni<sup>54</sup>.

D'altra parte, come segnalato precedentemente, il funzionamento del meccanismo di cd. *say on pay* dipende dalla propensione degli investitori all'esercizio attivo dei propri diritti partecipativi, laddove la carenza di tale presupposto (come, ad esempio, nelle società quotate di minori dimensioni<sup>55</sup>) non priverebbe tale istituto di ogni utilità, ma attribuirebbe ad esso una funzione di carattere preventivo, da un lato, inducendo gli amministratori a trovare delle soluzioni che ragionevolmente possano incontrare il consenso dei soci e, dall'altro, impedendo l'assunzione di decisioni che possano sensibilmente discostarsi da tale esito.

Oltretutto, pare riduttivo ritenere che il compito di contribuire alla realizzazione di corrette politiche di remunerazione debba essere affidato al solo "*say on pay*", essendo necessario completare la tutela da esso offerta con l'impiego di ulteriori strumenti rivolti a tal fine, come meglio si vedrà nel successivo paragrafo<sup>56</sup>.

#### 6. Politiche di remunerazione e "creazione di valore" per gli azionisti.

Come più volte sottolineato nel presente scritto, uno dei principi guida dell'intervento in materia degli organi comunitari, nonché degli stessi legislatori nazionali, è quello volto a stabilire una correlazione tra le politiche retributive degli amministratori di società quotate e il risultato da essi conseguito<sup>57</sup>.

---

*manager nelle società quotate e l'esame delle prime relazioni sulla remunerazione*, in Banca, imp., soc., 2012, 468 ss.; ma si veda C. GARILLI, (nt. 1), 10, che considera il cd. *say on pay* consultivo un'arma "spuntata".

<sup>53</sup> Si vedano sul punto MYERS, *The Perils of Shareholders Voting on Executive Compensation*, in 36 *Del.J.Corp.Law.* 418 (2011), 434 ss.; P. ABBADESSA, (nt. 31), 21 e 24 s.; V. CARIELLO, *Operazioni con parti correlate e sistema dualistico*, in *Riv.dir.comm.*, 2011, I, 203, nt. 49; segnala invece la dimensione "politica" delle deliberazioni assembleari a voto consultivo, C. ANGELICI, *La società per azioni*, I, *Principi e problemi*, in *Tratt. Cicu- Messineo*, Milano, Giuffrè, 2012, 326.

<sup>54</sup> Così, CUNAT, GINEP, GUADALUPE, *Say Pays! Shareholders Voice and Firm Performance* (July 2013). *ECCI Finance Working Paper*, n. 373/2013, spec. 5 e 26, reperibile in internet all'indirizzo [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); sull'esistenza di tale correlazione, si vedano gli studi empirici di F. FERRI, D.A. MAMBER (nt. 43); S.T. RANDALL, A.R. PALMINTER, J.F. COTTER, *Dodd-Frank's say on pay: will it lead to a greater role for shareholders in corporate governance?*, in *Cornell L.Rev.*, 2012, vol. 97, 5, 1213 e 1226 ss.; J. CAI, R.A. WALKING, *Shareholders' Say on Pay: Does it Create Value?* (March 2009) in [www.shareholderforum.com/sop/Library/20090328\\_Cai-Walking.pdf](http://www.shareholderforum.com/sop/Library/20090328_Cai-Walking.pdf).

<sup>55</sup> Per tale rilievo, S.BRUNO, F. BIANCONI, (nt. 8), 1297 s., testo e note, anche per alcuni dati statistici.

<sup>56</sup> Così anche, P. J. WELLS, (nt. 17), 300 ss.

<sup>57</sup> La stessa proposta di modifica della direttiva c.d. azionisti richiede che la politica sulla retribuzione degli amministratori sia "chiara, comprensibile e in linea con la strategia aziendale, gli obiettivi, i valori e gli interessi a lungo termine della società e comprenda misure intese ad evitare i conflitti d'interesse" (secondo comma). La politica, inoltre, "illustra il modo in cui contribuisce agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società", "spiega il processo decisionale per la sua definizione", mentre l' "eventuale revisione della politica comprende una spiegazione di tutte le modifiche significative e delle modalità con cui



Spunti in tal senso sono contenuti nello stesso Codice di autodisciplina delle società quotate, che, con riferimento alla remunerazione degli amministratori esecutivi o investiti di particolari incarichi, pone una correlazione tra “obiettivi di performance” e “creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo”<sup>58</sup>, laddove la Consob impone alle società quotate di rendere note nella prima parte della relazione di cui all’art. 123-ter, TUF, le “informazioni volte ad evidenziare la coerenza della politica delle remunerazioni con il perseguimento degli interessi a lungo termine della società e con la politica di gestione del rischio, ove formalizzata”<sup>59</sup>.

Pare, inoltre, significativo a tal fine l’utilizzo di quelle clausole- già diffuse nella prassi delle società quotate e previste dalla legislazione bancaria ed assicurativa- che, in presenza di determinati eventi, impongono agli amministratori la restituzione dei compensi erogati dalla società (cd. clausole di “*claw back*”<sup>60</sup>), ovvero, consentono alla stessa di trattenerne nel corso del rapporto una parte variabile della remunerazione (clausole cd. “di *malus*”)<sup>61</sup>.

Ci si potrebbe allora interrogare sull’utilità di una previsione, che, analogamente a quanto è previsto in altri ordinamenti, miri ad assicurare in via legislativa la corrispondenza tra i compensi degli amministratori e i risultati (positivi o negativi) conseguiti dalla società<sup>62</sup>.

---

tiene conto dei pareri degli azionisti sulla politica e sulla relazione sulle retribuzioni espressi negli anni precedenti” (terzo comma).

<sup>58</sup> In base al Codice di Autodisciplina delle società quotate, uno dei criteri applicativi cui deve ispirarsi la politica per la remunerazione degli amministratori esecutivi o investiti di particolari cariche è appunto quello secondo cui “d) gli obiettivi di *performance* - ovvero i risultati economici e gli eventuali altri obiettivi specifici cui è collegata l’erogazione delle componenti variabili (ivi compresi gli obiettivi definiti per i piani di remunerazione basati su azioni) - sono predeterminati, misurabili e collegati alla creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo”. Stabilisce inoltre lo stesso Codice all’art. 1 che “Gli amministratori agiscono e deliberano con cognizione di causa e in autonomia, perseguendo l’obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo”.

<sup>59</sup> Allegato 3 A, schema 7-*bis*, Regolamento Emittenti.

<sup>60</sup> Si veda il criterio applicativo 6C1, lett. *f*), del Codice di autodisciplina delle società quotate del 2015 (“sono previste intese contrattuali che consentono alla società di chiedere la restituzione, in tutto o in parte, di componenti variabili della remunerazione versate (o di trattenerne somme oggetto di differimento), determinate sulla base di dati che si siano rivelati in seguito manifestamente errati”). Già la Raccomandazione della Commissione 2009/385/CE invitava ad introdurre nei contratti tra società ed amministratori esecutivi clausole di cd. “*claw back*” che consentono alla società di chiedere a questi ultimi la restituzione della parte variabile dei compensi pagati sulla base di dati rivelatisi erronei.

<sup>61</sup> Vedi, in particolare, C. DI NOIA, M. MILIC, *Le novità del Codice di autodisciplina in tema di remunerazioni: indennità e “clawback clause”*, in *A.G.E.*, 2014, p. 373 ss.

<sup>62</sup> Stabilisce, infatti, la legge tedesca sull’adeguatezza del compenso del consiglio di gestione del 31 luglio 2009 (“*VorstAG*”) che la remunerazione degli amministratori deve essere “adeguata” (§ 87.1) e che, nella valutazione di tale adeguatezza, debba tenersi conto dei compiti e della *performance* dei membri del consiglio di gestione, nonché, della situazione economica generale della società (§ 87.1), sicchè, nel caso in cui si verifichi un deterioramento delle condizioni economiche della stessa, la remunerazione assegnata dovrà essere proporzionalmente ridotta, se ritenuta non più adeguata (§ 87.2). Resta ferma la responsabilità del consiglio di sorveglianza per i danni derivanti dall’aver stabilito una remunerazione sproporzionata (§ 116 *AktG*): si veda G. B. PORTALE, *Un nuovo capitolo del governo societario tedesco* (nt. 36), 1 ss. Ampio spazio alla descrizione di tale disciplina viene dato dal recente contributo di A. SALAZAR, M. MOHAMED, *The Duty of Corporate Directors to Tie Executive Compensation to the Long-Term Sustainability of the Firm* (December 2015). Research Paper n. 20/2016, reperibile in internet all’indirizzo [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). Lo stesso Company Act 2013 India contiene delle disposizioni volte a regolare la materia dei compensi degli amministratori, prevedendo che la delibera a tal proposito formulata dal *board* debba ricevere l’approvazione dell’assemblea (sect. 196.4) e che la remunerazione debba essere determinata sulla base di un tetto massimo calcolato sulla base dei profitti (netti) conseguiti, salvo che l’organo assembleare non autorizzi la corresponsione di importi superiori (sect. 197).

Mancando nel nostro ordinamento un'espressa disposizione in tal senso, probabilmente opportuna se si considera che le scelte degli amministratori in materia di politiche retributive possono incontrare il limite dell'insindacabilità nel merito delle scelte imprenditoriali, si può tentare di giungere a tale risultato per via interpretativa<sup>63</sup>.

In più occasioni, gli organi comunitari hanno espresso l'idea – per diversi aspetti discutibile<sup>64</sup> – che solo scelte che tengono conto di un orizzonte temporale di lungo termine sarebbero idonee a soddisfare l'interesse sociale inteso come “sostenibilità nel tempo della creazione di valore per gli azionisti”<sup>65</sup>.

Stante una tale concezione di interesse sociale, gli amministratori dovranno astenersi dall'assumere decisioni che pongono a carico della società oneri insostenibili, incompatibili

---

Nel caso in cui la società non consegua alcun profitto o consegua profitti inadeguati, non dovrà essere corrisposto alcun compenso agli amministratori; qualora essi ricevano compensi al di fuori dei limiti stabiliti dalla legge, dovranno restituirli alla società (sect. 197.9).

<sup>63</sup> Sull'opportunità di introdurre una norma che correli la remunerazione degli amministratori alle loro prestazioni, così da superare il limite della *business judgement rule*, D.U. SANTOSUOSSO (nt. 1), 350. Ad un risultato non dissimile, in realtà, il nostro legislatore è giunto già da tempo in tema di società a partecipazione pubblica, ove, anticipando la disciplina generale sulle società per azioni, ha previsto una serie di disposizioni, appunto, volte a legare la remunerazione degli amministratori alla loro *performance* (si pensi ad esempio al D.M. 166/2013, art. 4, primo comma, in materia di società non quotate controllate dal Ministero dell'economia e delle finanze, o all'art. 23-*bis*, terzo comma, decreto legge, n.201/2001, in materia di società partecipate non quotate): in tale direzione, sembra muoversi la stessa evoluzione legislativa, come emerge dalla recente legge delega sulla riforma della pubblica amministrazione, che indica, tra i criteri direttivi cui dovrà ispirarsi la nuova disciplina sulle società a partecipazione pubblica, la “previsione che i risultati economici positivi o negativi ottenuti assumano rilievo ai fini del compenso economico variabile degli amministratori in considerazione dell'obiettivo di migliorare la qualità del servizio offerto ai cittadini e tenuto conto della congruità della tariffa e del costo del servizio” (art. 18, lett. e), legge, 7 agosto 2014, n. 124). Nello stesso senso, il relativo decreto legislativo (“Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica”, nt. 24), che, nel fare rinvio ad un successivo decreto ministeriale, precisa che esso dovrà contenere la previsione di limiti massimi di remunerazione, nonché stabilire “i criteri di determinazione della parte variabile della remunerazione, commisurata ai risultati di bilancio raggiunti dalla società nel corso dell'esercizio precedente. In caso di risultati negativi attribuibili alla responsabilità dell'amministratore, la parte variabile non può essere corrisposta” (art. 11, sesto comma). Di particolare interesse sono le linee guida OECD sulla *governance* delle società sottoposte al controllo dello Stato (SOEs), per le quali si richiede “a clear remuneration policy for board that foster the long- and medium- term interest of the enterprise and can attract and motivate qualified professionals” (OECD, *Guidelines on Corporate Governance of State- Owned Enterprises*, 2015, 21, par. III, lett. F.7, e 45 ss.).

<sup>64</sup> Si veda, in particolare, F. DENOZZA, (nt. 21), 7 ss.; ID, *L'interesse sociale tra “coordinamento” e cooperazione*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Atti del Convegno, Milano, 9 ottobre 2009, Milano, Giuffrè, 2010, 40, nota 70 (che, appunto, sottolinea come l'invocazione di prospettive di lungo periodo sia diventato “una sorta di rituale, quasi che si trattasse di una formula magica in grado di spiegare, e correlativamente esorcizzare, tutti i difetti del mercato”). In tema anche M. EREDE, G. SANDRELLI, *Attivismo e investimento short term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, spec. 932 ss., che sottolineano come poco convincente, se non addirittura fuorviante, possa essere la contrapposizione tra “*short term activism*” e “*long term engagement*”.

<sup>65</sup> Per la ricostruzione dell'interesse sociale come “*interesse a una crescita del valore della società sostenibile nel tempo*”, V. CALANDRA BUONAURA, *Funzione amministrativa e interesse sociale*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders* (nt. 64), 108 ss., spec. 111, e ID, *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 2011, 535. Secondo l'A., qualora la politica di remunerazione degli amministratori sia correlata ad obiettivi di *performance* non immediatamente riconducibili alla creazione di valore per gli azionisti (es. obiettivi di *Corporate Social Responsibility*), che quindi deviano rispetto all'interesse sociale tipico che gli amministratori sono tenuti a perseguire, sarà necessaria una preventiva approvazione assembleare (*Funzione amministrativa e interesse sociale*, nt. 64, 112 s.).

con la situazione dell'impresa e non giustificati dall'andamento atteso o da altre circostanze, come, appunto, si verificherebbe nel caso di determinazione di compensi eccessivi o sproporzionati, ovvero di politiche di remunerazione non in linea con gli interessi di lungo periodo della società<sup>66</sup>.

In tal modo, l'eventuale difetto di effettività del controllo (assembleare) dei soci sulle politiche retributive della società potrebbe trovare un contrappeso nella maggiore responsabilizzazione degli amministratori, tenuti in qualsiasi loro decisione a considerare le relative prospettive a lungo termine, nonché a valutare le ricadute in termini di "creazione di valore per gli azionisti" delle proprie scelte. Ciò non esclude, in ogni caso, che, ove la competenza sui compensi spetti all'assemblea, si possa ipotizzare una responsabilità cd. deliberativa in capo alla maggioranza che tali delibere abbia approvato con pregiudizio per la società<sup>67</sup>.

*7. Alcune considerazioni conclusive sul ruolo dell'assemblea in materia di politiche di remunerazione degli amministratori.*

Come noto, l'individuazione dell'organo competente a deliberare sulle politiche di remunerazione degli amministratori è un tema cruciale del diritto societario, posto che, se tale materia viene intesa come parte integrante dell'organizzazione societaria, nonché elemento essenziale al fine del raggiungimento degli obiettivi di gestione, sarebbe naturale ricondurla alla competenza dell'organo amministrativo, laddove, l'intrinseca conflittualità che discenderebbe dall'assegnazione agli amministratori del compito di determinare il proprio compenso farebbe propendere, invece, per una diversa soluzione<sup>68</sup>.

A tal proposito, pare che l'art. 123-ter, sesto comma, TUF- introducendo una competenza cd. "concorrente" tra assemblea e amministratori nei termini che si sono descritti- rappresenti un punto di equilibrio tra tali contrapposte esigenze, presentando il duplice vantaggio di rispettare le naturali competenze degli organi sociali, da un lato, e di incentivare una cooperazione tra costoro, dall'altro.

La previsione, da parte della norma in questione, di un coinvolgimento- sia pure a livello consultivo- dell'assemblea nel processo di definizione delle politiche di remunerazione degli amministratori può essere letta, anzitutto, come tappa di un più significativo percorso di rivitalizzazione di tale organo, volto a superare il tradizionale pregiudizio di un' "apatia razionale" degli azionisti<sup>69</sup>.

---

<sup>66</sup> In questi termini, A.M. BENTIVEGNA, *La remunerazione degli amministratori: abusi, eccessività sopravvenuta e rimedi attivabili*, in *A.G.E.*, 2014, 326.

<sup>67</sup> Sul tema, si veda, in particolare, S. CAPPIELLO, (nt. 2), 234 ss.

<sup>68</sup> M. CAMPOBASSO, (nt. 24), 708 ss. e 725 s.

<sup>69</sup> Così, in particolare, M.CAMPOBASSO, (nt. 47), 158 s., che sottolinea come il nuovo ruolo dell'assemblea possa essere visto come segnale del cambiamento della struttura della società per azioni "in senso sempre più orizzontale", nel senso che "i titolari di interessi sostanziali coinvolti nella società (e nel caso specifico i soci)

Lo stesso legislatore sembrerebbe, infatti, confidare nella capacità di costoro di valutare, non solo la politica di remunerazione in sé, ma anche la sua coerenza “con il perseguimento degli interessi a lungo termine della società”<sup>70</sup>.

Se è vero, che l'assemblea può essere priva di quelle competenze tecniche e specialistiche necessarie per una piena comprensione della materia, è altrettanto vero che la stessa - se debitamente informata- potrebbe essere, invece, in grado di pronunciarsi con consapevolezza e razionalità sulle linee guida generali della remunerazione degli amministratori, materia avente un carattere più organizzativo che gestionale in senso stretto (non a caso, proprio all'assemblea è rimessa l'approvazione dei piani di compensi basati su strumenti finanziari di cui all'art. 114-*bis*, primo comma, TUF)<sup>71</sup>.

In tale situazione, l'organo amministrativo sarà, a sua volta, incentivato a provvedere, affinché gli azionisti siano compiutamente informati sulle scelte che dovranno effettuare in sede assembleare<sup>72</sup>. In tale ottica, lo stesso comitato per la remunerazione potrà svolgere un ruolo strategico, ad esempio, fornendo ai soci proposte e pareri in vista delle decisioni che essi dovranno assumere, nonché monitorando sull'effettiva applicazione delle decisioni assunte e quindi sul raggiungimento degli obiettivi prefissati<sup>73</sup>.

Su un piano più generale, la previsione *ex art.* 123-*ter*, sesto comma, T.U.F. (trovando una corrispondenza in altri settori di disciplina e, in particolare, in quello delle operazioni con parti correlate<sup>74</sup>) potrebbe, inoltre, essere considerata espressiva di una tendenza più generale del sistema volta a valorizzare il ruolo dell'assemblea anche attraverso l'attribuzione della competenza (sia pure consultiva) su materie di “alta gestione”<sup>75</sup>.

In tale prospettiva, la soluzione ivi delineata potrebbe perciò costituire un valido argomento a favore di quella tesi, sostenuta da una parte della dottrina, secondo cui gli amministratori, anche a seguito della riforma societaria, avrebbero la facoltà di sottoporre

---

potrebbero essere sempre più spesso chiamati ad esprimere direttamente e senza intermediazione attraverso quali iniziative e con quali indirizzi realizzarli”; ma si veda A. GUACCERO, (nt. 47), spec. 418 ss.

<sup>70</sup> Allegato 3 A, schema 7-*bis*, Regolamento Emittenti, che appunto impone alla società di rendere note tali informazioni nella prima parte della relazione di cui all'art. 123-*ter*, TUF. Si veda l'art. 23-*bis*, terzo comma, decreto legge n. 201/2001, in materia di società partecipate non quotate, che, con riferimento alla parte variabile del compenso degli amministratori, impone all'assemblea di verificare il raggiungimento “di obiettivi annuali, oggettivi e specifici, determinati preventivamente dal consiglio di amministrazione”.

<sup>71</sup> M.CAMPOBASSO, (nt. 24), spec. 725 ss.

<sup>72</sup> M.CAMPOBASSO, (nt. 24), 725.

<sup>73</sup> In questi termini si esprime un recente progetto di legge (che, invero, parrebbe al momento giacere in Parlamento), prevedendo che il comitato per la remunerazione formuli all'assemblea dei soci proposte perché essa possa predisporre le linee guida generali per la remunerazione degli amministratori: A.C. 1489 presentato il 6 agosto 2013 (“*Requisiti e remunerazione degli amministratori delle società e compensi degli amministratori e dei dipendenti di società controllate dalle pubbliche amministrazioni*”), su cui dossier n. 130 del 18 marzo 2014, 10. Sul tema dei comitati di remunerazione, in particolare, F. BARACHINI, *Il comitato per la remunerazione: attualità e prospettive alla luce della raccomandazione della Commissione Europea 2009/385/CE*, in *Liber amicorum Piras*, Torino, Giappichelli, 2010, 193 ss.

<sup>74</sup> Art. 11, Regolamento Consob, n. 17221/2010 e allegato 2. Ma si veda anche C.F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e voto plurimo*, in *Giur.comm.*, 2015, I, 786 s., che appunto precisa come l'attribuzione a certi soci di poteri maggiori, attraverso il voto maggiorato o il voto plurimo, consenta di riaffermare la centralità del voto assembleare.

<sup>75</sup> Sull'attribuzione all'assemblea di materie di “alta gestione”, S. ROSSI (nt. 14), 898.

all'assemblea questioni di carattere gestorio<sup>76</sup>. A questa stregua, anche le società non quotate- prive di una disciplina *ad hoc*- potrebbero a loro volta sottoporre al voto consultivo dell'assemblea le proprie politiche retributive<sup>77</sup>.

E' evidente, in ogni caso, che se l'influenza del diritto comunitario sul diritto societario nazionale si spingesse sino al punto di ulteriormente valorizzare la centralità dell'assemblea e di correlativamente restringere gli spazi di competenza propri dell'organo amministrativo, ne discenderebbe la necessità di una complessiva revisione dell'attuale regime di ripartizione di competenze tra organi sociali di s.p.a.<sup>78</sup>.

E nell'ambito di tale revisione non si potrà prescindere dall'interrogarsi sull'opportunità ovvero necessità di mantenere una norma, quale quella di cui all'art. 2380-*bis*, la cui portata generale è stata, come noto, già ampiamente circoscritta dallo stesso legislatore in svariati settori dell'ordinamento<sup>79</sup>.

Nell'ambito di tale processo, potrà allora valutarsi anche la possibilità di una trasformazione del voto dei soci in materia di cd. *say on pay* da consultivo a vincolante, in conformità con quanto auspicato dagli organi comunitari che si sono espressi in tal senso<sup>80</sup>.

---

<sup>76</sup> Per la tesi che riconosce, anche a seguito della nuova formulazione dell'art. 2364, primo comma, c.c., tale facoltà in capo agli amministratori, si vedano, in particolare, P. ABBADESSA, *La competenza assembleare in materia di gestione della s.p.a.: dal codice alla riforma*, in *Liber amicorum Piras*, (nt. 73), 21; P. ABBADESSA, A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nella s.p.a.*, in *Riv.soc.*, 2010, 288; G. RESCIO, *L'assemblea e le decisioni dei soci*, in *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2003, 96; M. MAUGERI (nt. 28), 842 s. Ma, per uno spunto in senso contrario, si veda la Relazione al d.lgs. n. 6/2003 ("gli amministratori non possono, di propria iniziativa, sottoporre all'assemblea operazioni attinenti alla gestione sociale (...)") (in *Riv.soc.*, 2003, 122 s.). Tale facoltà, secondo talune autorevoli opinioni, potrebbe tradursi addirittura in un vero e proprio obbligo degli amministratori di sottoporre all'assemblea la decisione relativa al compimento di operazioni di carattere strutturale ovvero idonee ad incidere in modo significativo sui diritti dei soci, così come sul valore della loro partecipazione: P. ABBADESSA, A. MIRONE (nt. 76), 310 ss.; P. ABBADESSA (nt. 76), 15; M. MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv.soc.*, 2013, 406 ss. Sull'esistenza di competenze gestorie "non scritte" da parte dell'assemblea, G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Liber amicorum G.F. Campobasso*, vol. 2, Torino, Utet, 2006, 5 ss., spec. 26 ss.

<sup>77</sup> Ma, in senso contrario rispetto all'estensione delle delibere consultive a casi non previsti dalla legge, per quanto riguarda il sistema dualistico, G.B. PORTALE, *Amministrazione e controllo nel sistema dualistico delle società bancarie*, (nt. 36), 36.

<sup>78</sup> Ritiene che l'ampliamento dei poteri decisionali dei soci e quindi delle competenze dell'assemblea suggerito a livello comunitario possa rendere necessario un più globale ripensamento del sistema di ripartizione delle competenze tra organi sociali di cui agli artt. 2380-*bis*, e 2364, primo comma, n. 5, c.c., F. DENOZZA (nt. 21), 5 ss.; ID, *Logica dello scambio e "contrattualità": la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur.comm.*, 2015, I, 5 ss., spec. 25 e 35 s.; ID, *Nota introduttiva*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario dieci anni dopo*, Milano, Giuffrè, 2015, 185 ss.

<sup>79</sup> Significativo è ad esempio il Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica (nt. 24), che sia per le società *in house* che per le società miste consente l'introduzione di clausole statutarie in deroga all'art. 2380-*bis* (artt. 16, secondo comma, lett. a), e 17, quarto comma, lett. a).

<sup>80</sup> Si può ricordare come il recente progetto di legge A.C. 1489 del 6 agosto 2013, (nt. 73), 12, si sia proposto di modificare il vigente sistema retributivo degli organi apicali delle società, sia concentrando in capo all'assemblea (nel sistema tradizionale e negli altri sistemi) la competenza a decidere sui compensi degli amministratori (anche delegati), sia convertendo il voto dei soci sulle politiche di remunerazione di cui all'art. 123-*ter*, sesto comma, TUF, da consultivo a vincolante. Sottolinea C. GARILLI, (nt.1), 11 s., come non sia d'ostacolo all'introduzione del cd. *say on pay* vincolante l'adozione da parte della società di un sistema dualistico di amministrazione e controllo (dato lo sbilanciamento di potere che si verrebbe a creare a favore dell'assemblea, incoerente con le caratteristiche tipologiche di tale modello), potendosi prevedere soluzioni differenziate a seconda dei diversi tipi di *governance*. Del resto, l'art. 52-*ter*, comma 4-*quinqies* del d.lgs., n.

---

72/2015, come già si è avuto modo di sottolineare (nt. 32) attribuisce all'assemblea delle competenze in materia di remunerazione degli amministratori anche nel sistema dualistico.