

direzione di

Michele Vietti

*La governance*  
nelle società di capitali

A dieci anni dalla riforma

---

Coordinamento scientifico

Piergaetano Marchetti

Daniele U. Santosuosso

*Redazione:* Tralerighe - Servizi per l'editoria e la comunicazione aziendale, Milano  
*Impaginazione:* Studio grafico Ceccherini, Milano  
*Copertina:* ZAZO, Milano

Copyright © 2013 EGEA S.p.A.  
Via Salasco, 5 – 20136 Milano  
Tel. 02/5836.5751 – Fax 02/5836.5753  
egea.edizioni@unibocconi.it – www.egeaonline.it

Tutti i diritti sono riservati, compresi la traduzione, l'adattamento totale o parziale, la riproduzione, la comunicazione al pubblico e la messa a disposizione con qualsiasi mezzo e/o su qualunque supporto (ivi compresi i microfilm, i film, le fotocopie, i supporti elettronici o digitali), nonché la memorizzazione elettronica e qualsiasi sistema di immagazzinamento e recupero di informazioni.

Per altre informazioni o richieste di riproduzione si veda il sito:  
[www.egeaonline.it/fotocopie.htm](http://www.egeaonline.it/fotocopie.htm)

Date le caratteristiche di Internet, l'Editore non è responsabile per eventuali variazioni di indirizzi e contenuti dei siti Internet menzionati.

Prima edizione: ottobre 2013

ISBN 978-88-238-3530-6

*Stampa:* Geca Industrie Grafiche, San Giuliano Milanese (MI)



*Questo volume è stampato su carta FSC proveniente da foreste gestite in maniera responsabile secondo rigorosi standard ambientali, economici e sociali definiti da Forest Stewardship Council.*

## 2. Il rapporto di amministrazione. Il compenso degli amministratori

di DANIELE U. SANTOSUOSSO

### SOMMARIO:

2.1. La natura del rapporto di amministrazione – 2.2. I «principi» della remunerazione – 2.2.1. L'adeguatezza o ragionevolezza – 2.2.2. Il consenso – 2.2.3. Il riequilibrio dell'accordo – 2.3. La relazione funzionale tra principi di remunerazione e rapporto di amministrazione – 2.4. Le basi contrattuali del rapporto e la «business judgment rule»

### 2.1. La natura del rapporto di amministrazione

Il tema, tradizionale alla scienza giuscommercialistica, della fonte e della natura del rapporto di amministrazione nella società di capitali non è stato oggetto – salvo autorevoli eccezioni <sup>(1)</sup> – di particolari approfondimenti di sistema nel recente panorama della giurisprudenza teorico-pratica. Ciò anche nella comune convinzione del compimento “definitivo” di una certa evoluzione interpretativa in materia.

Tuttavia, da un lato un inquadramento del tema può ovviamente concorrere ad affinare le scelte interpretative in materia di remunerazione degli amministratori di società per azioni, in particolare degli esecutivi delle società quotate; argomento centrale nei dibattiti internazionali sulla *corporate governance*, incentrati peraltro sugli aspetti di collisione e composizione delle diverse classi di interessi (e “potentati”) legati alle società, e non adeguatamente messi in relazione con la matrice del rapporto di amministrazione. Dall'altro lato annotiamo che gli orientamenti sul rapporto tra amministratori e società di capitali, con riferimento alla fonte ed alla natura dello stesso, hanno certo subito una evoluzione ma possono essere ulteriormente valorizzati da prospettive più attuali.

Se, come noto, il mandato è stato il primo modello negoziale individuato (e riconosciuto dal legislatore) per definire il rapporto tra assemblea degli azionisti ed amministratori (Codice di commercio del 1882, art. 122) <sup>(2)</sup>, vale la pena di ricordare

<sup>(1)</sup> Cfr. per i profili della responsabilità degli amministratori ANGELICI, *Note sulla responsabilità degli amministratori di società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 1217 ss.; e più in generale ID., *Le basi contrattuali della società per azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, 2004, 1\*, p. 142 ss.; MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori e tutela dei creditori nella s.r.l.*, Torino, 2007.

<sup>(2)</sup> La critica della tesi che assimila il rapporto di amministrazione al contratto di mandato risaliva tra gli altri a MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956 p. 70 ss.; FRÈ, *Società per azioni*, (artt. 2325–2461), in *Commentario Scialoja-Branca*, 1982, p. 426;

già la dottrina risalente, pur ritenendo che il rapporto tra amministratori e società discendesse da un contratto, escludeva il mandato e si divideva sulla natura di tale contratto, per alcuni tipo a sé stante <sup>(3)</sup>, per altri contratto di lavoro in senso ampio <sup>(4)</sup>.

Altro orientamento, segnalando la dimensione riduttiva ed approssimativa di tale schema di riferimento, proponeva ricostruzioni alternative della fattispecie, accentuando la natura di «organo» sociale – qualificazione recepita anche dalla prevalente giurisprudenza <sup>(5)</sup> –, salvo poi interrogarsi sulla fonte di tale immedesimazione organica. Per alcuni infatti il rapporto nascerebbe da un atto interno attinente all'organizzazione della società, l'atto unilaterale di nomina, rispetto al quale l'accettazione non pone in essere un vincolo contrattuale, costituendo invece una condizione di efficacia della nomina stessa <sup>(6)</sup>; per altri i poteri degli amministratori sarebbero originari e direttamente collegati dalla legge a coloro che sono i necessari organi di esecuzione del contratto di società <sup>(7)</sup>.

Tali orientamenti, va osservato, per un verso si sono sviluppati nella considerazione della società a responsabilità limitata fondamentalmente come piccola società per azioni, registrando quindi punti di convergenza per tutte le società di capitali, per altro verso sono stati assecondati dalla riforma del diritto societario del 2003.

Nella riforma invero possono ravvisarsi, come è stato puntualmente annotato, elementi di differenziazione tra società per azioni e società a responsabilità limitata, principalmente per il diverso grado di autonomia riconosciuto alla funzione amministrativa rispetto alla posizione ed ai poteri dei soci: per quanto riguarda infatti la società per azioni, si scrive, può considerarsi ormai «giunta a compimento la lunga evoluzione per cui gli amministratori, all'origine intesi come mandatari dei soci, si sono per così dire emancipati ed hanno assunto il ruolo di organo sociale dotato,

---

diffusamente RAGUSA MAGGIORE, *La responsabilità individuale degli amministratori* (art. 2395 c.c.), Milano, 1969, p. 37 ss.; COTTINO, *Diritto commerciale*, I, Padova, 1976, p. 655; GALGANO, *Diritto commerciale*, II, *Le società*, Bologna, 1982, p. 318; FERRARA jr., *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1975, p. 469 ss.; ampiamente, cfr. nello stesso senso ALLEGRI, *Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori*, Milano, 1979, pp. 1-66; BORGIOI, *La delega di attribuzioni amministrative*, in *Riv. soc.*, 1981, p. 17 ss., p. 35.

<sup>(3)</sup> MINERVINI, *Gli amministratori*, cit., p. 71.

<sup>(4)</sup> COTTINO, *Diritto commerciale*, cit., loc. cit.

<sup>(5)</sup> Cass., 24 marzo 1981, n. 1722, in *Dir. fall.*, 1981, II, p. 380; Cass., 15 luglio 1975, n. 2791, *ivi*, 1976, II, p. 66; Pret. Napoli, 11 giugno 1979, in *Giur. comm.*, 1980, II, p. 577. In senso conforme, anche se solo incidentalmente, cfr. Cass. 20 aprile 1982, n. 2449, in *Giur. comm.*, 1983, II, 215, con nota di LAURINI; Cass., 27 luglio 1978, n. 3768, in *Giur. comm.*, 1980, II, p. 904 ss., p. 911; Cass., 17 giugno 1971, n. 1844, in *Giur. it.*, 1972, I, 1, p. 550.

<sup>(6)</sup> FERRI, *Società*, in *Trattato Vassalli*, 1971, p. 493 ss. Analoga la posizione di FRÈ, *Società per azioni* (artt. 2325-2461), in *Commentario Scialoja-Branca*, 1982, p. 426.

<sup>(7)</sup> GALGANO, *Diritto commerciale*, cit., p. 318.

come tutti gli altri, di proprie ed esclusive competenze, sull'esercizio delle quali gli altri non possono perciò in alcun modo interferire»; all'assemblea dei soci sarebbe consentito soltanto provvedere in via diretta o indiretta alla preposizione dei soggetti che all'organo amministrativo partecipano ed alla valutazione, specie in sede di approvazione del bilancio di esercizio, della loro attività e dei conseguenti esiti<sup>(8)</sup>.

La conclusione è convincente, anche se non può a nostro avviso escludere che la riforma abbia cancellato una sostanziale comunanza di elementi tipologici per le società di capitali, compendiabile nel rapporto amministrativo come relazione "mista", dell'organizzazione societaria ma dove alcuni aspetti regolabili dal diritto delle obbligazioni e dei contratti, tipici del mandato (fiduciario) oneroso, sono presenti (maggiormente nelle società a responsabilità limitata) nella causa del rapporto, indipendentemente dal livello di diligenza richiesto dall'amministratore e dalla correlazione della funzione amministrativa con lo status di socio.

L'onerosità della prestazione e l'elemento della remunerazione che ne è indice appaiono espressione della componente contrattuale del rapporto amministrativo. Valorizzando questa componente – del resto presente oltre confine da varie angolazioni<sup>(9)</sup>, individuandone da tempo alla radice la (talora illimitata) "libertà"<sup>(10)</sup> –, senza ad un tempo disgiungerla da quella organizzativa, possono suggerirsi rimedi "efficaci ed efficienti" agli abusi ed agli eccessi di potere largamente correnti.

## 2.2. I «principi» della remunerazione

Nel quadro tracciato, per tornare ai profili sulla remunerazione, data la confluenza a livello internazionale sulle questioni e su alcune soluzioni, assumiamo non soltanto l'importanza interpretativa del diritto comparato<sup>(11)</sup>, ma altresì l'uso creativo di di-

<sup>(8)</sup> FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2010, p. 405.

<sup>(9)</sup> Così il meccanismo contrattuale (ed in parte psicologico) sottostante viene enunciato in maniera chiara in LEVMORE, *Puzzling Stock Options and Compensation Norms*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 149, n. 6, giugno 2001, p. 1901 ss., per cui l'accettazione dei rischi connessi alla parte variabile del compenso dipendono dalla valutazione che dello stesso fa l'esponente nel momento in cui accetta i termini della remunerazione: «*the parties might reason that the pie will grow with such incentives and so they agree to share the gains from this substitution, even though some undesirable risk is imposed on virtually all recipients*», *ivi*, p. 1926.

<sup>(10)</sup> SCHLEGELBERGER–QUASSOWSKI, *Aktiengesetz*<sup>3</sup>, Berlino, 1939, § 78.

<sup>(11)</sup> Per gli ordinamenti europei cfr. FERRARINI–MOLONEY–UNGUREANU, *Understanding Directors' Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis*, ECGI Working Paper, 2009; FERRARINI–MOLONEY–VESPRO, *Executive Remuneration in the EU: Comparative Law and Practice*, in *ECGI Law Working Paper* n. 9/2003, (disponibile su [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=419120](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=419120)); FERRARINI–MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi*

scipline standard, emerse prima ancora in sede comunitaria (in particolare in forma di raccomandazioni), internazionale e di *best practices* (alcune di esse codificate a livello di autodisciplina): che potremmo qui definire «principi», come norme espressive di precetti generali riconosciuti ed accettati sul piano domestico ed internazionale (indipendentemente dalla questione della loro appartenenza ad una *lex mercatoria* societaria come fonte del diritto).

Una sostanziale convergenza vi è dunque su tali principi, con diverso livello di accettazione notiamo, a causa della disuguale maturazione anche temporale di cui godono in seno agli ordinamenti. Tra questi il principio di trasparenza della remunerazione e delle sue componenti, essenziale strumento di monitoraggio degli azionisti ma anche funzionale all'attività di controllo degli *stakeholders* e delle autorità preposte alla protezione del mercato <sup>(12)</sup>, volto a neutralizzare le cattive inclinazioni

---

e riforma del governo societario in Europa, in *Riv. soc.*, 2005, p. 588 ss.; FENDNER, *Regeln für Vorstandbezüge*, in *NZG*, 2007, p. 779 ss.; FLEISCHER, in *Kommentar zum Aktiengesetz*, a cura di Spindler-Stilz, I, Monaco, 2007, § 87; HECKER, *Die aktuellen Änderungen des Deutschen Corporate Governance Kodex im Überblick*, in *Betriebs-Berater*, 2009; HOHENSTATT, *Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung*, in *ZIP*, 2009; HÜFFER, *Aktiengesetz*<sup>8</sup>, Monaco, 2008, § 87; Id., *Der Vorstand als Leitungsorgan und die Mandats- sowie Haftungsbeziehungen seiner Mitglieder*, in *Aktienrecht im Wandel* a cura di Bayer-Habersack, II, Tübingen, 2007; BAUR, *Decoupling from the Owners and Society? An Empirical Analysis of Executing Compensation in Germany*, 2008; NIKOLAY, *Die neuen Vorschriften zur Vorstandsvergütung – Detaillierte Regelungen und offene Fragen*, in *NJW*, 2009; BENDER, *The Determination of Directors' remuneration in UK Listed Companies*, Londra, Centre for Business Performance, ICAEW, 2004; FERNÁNDEZ ARMESTO, *La retribución de los consejeros*, in Bueno (dir.), *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia e la confianza*, Madrid, 2005, p. 207 ss.; GARRIDO, *La remuneración de los administradores en las sociedades cotizadas*, relazione tenuta al Convegno internazionale Diálogos Hispanos-Italianos sobre el Poder de Gestión en la Sociedad de Capital, Saragozza, 2-3 ottobre 2008; BELTRAMI, *La nuova legge spagnola sulle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2011, p. 77 ss.; per il sistema nordamericano a BEBCHUCK-FRIED, *Pay without Performance, The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, Cambridge (Massachusetts)-Londra, 2004; Id., *Pay without Performance. Overview of the Issues*, 30 *J. Corp.* (2005), p. 647 ss.; GORDON, *Executive Compensation: If There's a Problem, What's the Remedy? The Case for «Compensation Disclosure and Analysis»*, in *ECGI, Law Working Paper n. 35/2005* (disponibile su [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=686464](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=686464)) e lo stesso Garrido su citato. Sugli effetti economici dei modelli remunerativi alle analisi empiriche di MURPHY, *Executive Compensation*, in *Handbook of Labor Economics*, a cura di Ashenfelter-Card, New York, 1999; CORE, GUAY, LARCKER, *Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey*, in *Economic Policy Review* 9 (2003), p. 27 ss. Per altri riferimenti sia consentito rinviare a SANTOSUOSSO, *La remunerazione degli amministratori: nuove norme per "sanare" le cattive prassi*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, p. 341 ss.

<sup>(12)</sup> FERRARINI-MOLONEY-VESPRO, *Executive Remuneration in the EU*, cit., p. 14 ss.; BEBCHUCK-FRIED, *Pay without Performance*, cit., p. 45 ss., p. 201 ss.; FERRARINI-MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi*, cit., p. 605 ss.

dei *compensation designers* a rendere l'ammontare del compenso, o parte di esso, poco trasparente. Su tale principio tuttavia non ci soffermiamo in questa sede <sup>(13)</sup>, non soltanto per le minori criticità che esso comporta ma perché non legato all'essenza – ciò che qui interessa – del rapporto di amministrazione.

### 2.2.1. L'adeguatezza o ragionevolezza

Pacificamente si riconosce dunque il principio dell'*adeguatezza o ragionevolezza* della remunerazione. La remunerazione deve invero consentire di allineare una serie composita di interessi a volte tra loro confliggenti (da un lato gli interessi degli amministratori e manager esecutivi e degli amministratori non esecutivi, dall'altro gli interessi di tutti gli amministratori con gli azionisti – riducendo al massimo i costi di agenzia che la relazione società-executive può produrre <sup>(14)</sup> –, dall'altro ancora gli interessi degli amministratori e degli azionisti con quelli degli *stakeholders*, in cui includere quelli legati alle società sottoposte ad influenza e comunque di gruppo).

Il punto di allineamento di questi vari interessi poggia sulla corrispondenza della remunerazione alle performance (essenzialmente aziendali), in un'ottica di lungo periodo e quindi di "sostenibilità". In questo senso gioca soprattutto la parte variabile ovviamente, e sensibile si è dimostrato già il nostro legislatore del 2003 nel prevedere che il compenso degli amministratori può essere costituito in tutto o in parte da partecipazioni agli utili o dall'attribuzione del diritto di sottoscrivere a prezzo determinato azioni di futura emissione (art. 2389, secondo comma, c.c.).

La norma – che ha un fondamento economico <sup>(15)</sup> – si può quindi tradurre nel *pay for o with performance*: l'amministratore esecutivo ed il manager, che tendono ad una remunerazione adeguatamente alta per essere attratti e fidelizzati, possono meglio garantire la creazione di valore se pagati in modo da essere spinti ad assumere i giusti rischi per ottenere i migliori risultati, ossia per massimizzare quello che è considerato il valore per tutti i soggetti interessati; valore corretto *ex lege* dall'esi-

<sup>(13)</sup> Su di esso ci permettiamo di rinviare a SANTOSUOSSO, *La remunerazione degli amministratori*, cit., loc. cit.

<sup>(14)</sup> FERRARINI-MOLONEY-VESPRO, *Executive Remuneration in the EU*, cit., 5, p. 11 ss.; BEBCHUCK-FRIED, *Pay without Performance*, cit., p. 23 ss. (che criticano diffusamente l'assunto per cui i *boards* negoziano i compensi *at Arms's Length*, in modo libero ed equilibrato). Nel quadro delle teorie dei costi di agenzia cfr. FERRARINI-MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi*, cit., p. 611 ss., e con approccio economico e critico di tali teorie KRAUTER-FERREIRA-DE SOUSA, *Executive Remuneration and Corporate Performance*, 2008 (in [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1278745](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1278745)); BRUCE-BUCK-MAIN, *Top executive remuneration: a View from Europe*, 42 (7), *Journal of Management Studies* (2005), p. 1493 ss.

<sup>(15)</sup> Cfr. SANTOSUOSSO, *La remunerazione degli amministratori*, cit., loc. cit.

genza che l'ottica sia durevole, ossia di medio-lungo periodo (dato che obiettivi a breve termine comportano il rischio di una *managerial myopia* volta a massimizzare effimeri risultati riducendo o posticipando politiche – soprattutto di investimento – che contribuiscono a determinare il reale successo dell'impresa) <sup>(16)</sup>, per proteggere i soggetti portatori di interessi ma esclusi dalla negoziazione e dall'espressione del consenso.

Si tratta di una norma presente per esempio nella stessa legislazione primaria francese (art. 227–37 del Codice francese) che, per le società quotate, vieta elementi della remunerazione non legati al rispetto di condizioni basate sulla performance del beneficiario in relazione a quelle della società <sup>(17)</sup>, o ancor più chiaramente in quella tedesca (§ 87 (1) *AktG*), per cui il consiglio di sorveglianza fissa la remunerazione complessiva <sup>(18)</sup> del consiglio di gestione ad un livello "appropriato", basato anche sulle performance. I criteri per determinare l'appropriatezza sono dati in particolare dai compiti di ogni singolo membro del *board*, e dalla situazione della società nel suo complesso <sup>(19)</sup>, tenendo conto delle pari imprese <sup>(20)</sup>. Non è ammesso eccedere la misura così stabilita se non per specifiche ragioni <sup>(21)</sup> di compenso adeguato ai risultati dell'impresa e dell'amministratore, e normalmente legato al durevole sviluppo dell'impresa <sup>(22)</sup>.

<sup>(16)</sup> AIROLDI-ZATTONI (a cura di), *Piani di stock option. Progettare la retribuzione del top management*, Milano, 2001 (ivi in particolare il saggio di ZATTONI, *I piani di stock option per il top management*); TAMBURI-SALVATO (a cura di), *Azionariato dei dipendenti e stock options*, Milano, 1996.

<sup>(17)</sup> «*Sont interdits les éléments de rémunération, indemnités et avantages dont le bénéficiaire n'est pas subordonné au respect de conditions liées aux performances du bénéficiaire, appréciées au regard de celles de la société dont il préside le conseil d'administration ou exerce la direction générale ou la direction générale déléguée*».

<sup>(18)</sup> Sottolinea SANGIOVANNI, *Il compenso dei consiglieri di gestione nella società per azioni tedesca*, in *Le Società*, 2009, p. 1173 ss., che è palese dalla norma che rilevi non solo il compenso in denaro ma il complesso degli ulteriori benefici corrisposti per esercitare l'incarico.

<sup>(19)</sup> Il che a mio avviso comporta una valutazione *ex post* di congruità in relazione alle prestazioni della società e quindi degli amministratori.

<sup>(20)</sup> L.G. Monaco, 29 marzo 2007, in *NZG*, 2007, p. 477 (secondo cui non sussiste violazione del § 87–1).

<sup>(21)</sup> «*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*» (§ 87 (1) *AktG*).

<sup>(22)</sup> Significativo il *Deutscher Corporate Governance Kodex* (nella versione del giugno 2008, al principio 4.1.1), e lo stesso progetto del 17 marzo 2009 alla legge sulla adeguatezza del compenso del consiglio di gestione (*Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung – VorstAG*),



2.2.2. *Il consenso*

Di notevole condivisione gode un secondo principio, che definiremo del *consenso* sulla remunerazione. L'accordo su di essa – si assume giustamente – è frutto di una negoziazione (corretta laddove la società ed in particolare il consiglio di amministrazione svolga le contrattazioni libere e bilanciate tra parti indipendenti e finalizzi gli accordi retributivi a condizioni di mercato) tra executive e non executive all'interno del consiglio di amministrazione, e tra questo organo e gli azionisti. La remunerazione deve di conseguenza passare al vaglio di una serie di procedimenti decisionali. Normalmente si richiede invero l'approvazione del comitato per la remunerazione, del comitato parti correlate ed infine del consiglio di amministrazione. Inoltre, sia pure nell'ambito di una politica sulla remunerazione, contenuta in una relazione, diviene sempre più importante l'accettazione da parte dell'assemblea degli azionisti, in quanto la decisione sui compensi coinvolge l'assetto economico finanziario e quindi l'interesse sociale, toccando obiettivi e rischio di impresa. In questo senso la formazione dell'accordo remunerativo non è atto meramente interno al consiglio di amministrazione, ma richiede una manifestazione negoziale del socio.

Il principio è ormai recepito in campo internazionale, a livello di deliberazione assembleare, come del *say on pay* (concepito per la voce degli azionisti ma a mio avviso estensibile al consenso degli amministratori non esecutivi) <sup>(23)</sup>.

2.2.3. *Il riequilibrio dell'accordo*

Un ultimo principio di cui ci occupiamo nel presente lavoro può essere spiegato come norma di *riequilibrio* (endosocietario) dell'accordo sulla remunerazione (oggetto di sempre maggiore convergenza nei vari ordinamenti): laddove si verificano abusi o eccessi (da rilevare attraverso la misurazione con le performance) la norma prevede una correzione (riduzione) della remunerazione medesima, per ricondurla ai livelli "giusti", ossia alla ragionevolezza/adequatezza.

---

entrata in vigore (salvo che per due norme) il 5 agosto 2009: «rafforzare gli incentivi nella struttura del compenso dei membri del *Vorstand* nella direzione di una durevole gestione dell'impresa, orientata a lungo termine». Nella riforma si prevede l'obbligo di correlare, *nelle società quotate in borsa*, allo «sviluppo durevole dell'impresa» (*nachhaltige Unternehmensentwicklung*) la struttura del compenso, con la conseguenza che le parti variabili della retribuzione dovrebbero (*sollen*) essere orientate verso criteri di calcolo pluriennale.

<sup>(23)</sup> Cfr. FLEISCHER-BEDKOWSKI, «*Say on Pay*» im deutschen Aktienrecht: Das neue Vergütungsvotum der Hauptversammlung nach § 120 Abs. 4 AktG, in *Aktiengesellschaft*, 2009, p. 677 ss.

Anche qui vi sono esperienze negli ordinamenti occidentali: ricordo non solo gli orientamenti francesi sulle liquidazioni del top management, che devono essere proporzionate («*proportionnée*») ai servizi effettivamente resi e non costituire un carico eccessivo («*une charge excessive pour la société*») <sup>(24)</sup>, e sul potere di modificare la remunerazione precedentemente fissata anche ai consiglieri di sorveglianza <sup>(25)</sup>; ma soprattutto quelli tedeschi relativamente al § 87 (2) *AktG*, sul potere-dovere del consiglio di sorveglianza o del giudice di ridurre la remunerazione ad ammontare ragionevole laddove essa in rapporto alla società sia ingiusta <sup>(26)</sup>, e quelli nordamericani culminati nel *Dodd Frank (Wall Street Reform and Consumer Protection) Act* statunitense del 2011, che prescrive alle società quotate di adottare policy per rimediare a certi eccessi (basati su dati contabili errati) con i meccanismi di restituzione (*clawback*), ossia riduzione del compenso a quello che sarebbe stato normale al netto della manipolazione con una valutazione su un prezzo medio, e non di un giorno. Si rinnova quindi il principio di *clawback* già previsto nella SOX, che si presentava palesemente inadeguato in quanto astretto ad ipotesi di abuso del manager su *financial report* nei dodici mesi antecedenti (casi in cui peraltro i manager vengono condannati penalmente per frode), lasciando la discrezionalità del *recoup* agli amministratori, con potere di declinare («*and so company very rarely get the money back*») <sup>(27)</sup>.

### 2.3. La relazione funzionale tra principi di remunerazione e rapporto di amministrazione

Si è detto del rapporto di amministrazione come relazione dell'organizzazione societaria con profili causali regolabili dal diritto delle obbligazioni e dei contratti in quanto tipici del mandato.

<sup>(24)</sup> Cass. comm., 3 marzo 1987, in *Gaz. Pal.*, 1987, I, p. 264. Si segnala anche il report del MEDEF, *Remuneration of executive corporate officers of french sociétés anonyme: legal and tax rules* – DAJ/DAF, giugno 2008.

<sup>(25)</sup> Cass. comm., 16 luglio 1985, in *Rev. Soc.*, 1985, p. 842. Cfr. anche Cass. comm., 10 febbraio 2009, n. 08-12564 secondo cui la decisione non potrebbe comunque avere effetto retroattivo.

<sup>(26)</sup> Si prevede il (a nostro avviso) potere-dovere (*soll*) di riduzione laddove la remunerazione si riveli ingiusta in modo reiterato («*Verschlechtert sich die Lage der Gesellschaft nach der Festsetzung so, dass die Weitergewährung der Bezüge nach Absatz 1 unbillig für die Gesellschaft wäre, so soll der Aufsichtsrat oder im Falle des § 85 Absatz 3 das Gericht auf Antrag des Aufsichtsrats die Bezüge auf die angemessene Höhe herabsetzen*»). Sulla vecchia disciplina cfr. anche per riferimenti SPLINER, in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2008, a cura di Goette, Habersack, Kalss, Rn. 85-106.

<sup>(27)</sup> FRIED-SHILON, *Recouping Excess Pay via the Dodd-Frank Clawback*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, p. 2 ss.

Assunta questa prospettiva è facile notare che se il principio di adeguatezza e ragionevolezza appare precipuamente dettato dalle varie ed eterogenee istanze dell'organizzazione societaria (resa vieppiù eclettica e al tempo stesso vincolata da interessi legati al mercato per le società quotate), i principi del consenso e del riequilibrio sono riconducibili alla sfera contrattuale, in quanto espressione delle esigenze di tutela dei soggetti in una relazione individuale società-amministratori.

Così, l'individuazione dei criteri di misurazione delle performance e degli strumenti di incentivazione variabile per rendere la remunerazione adeguata e ragionevole non può non recuperare nel concetto di interesse sociale il suo significato, che, sia pure non ulteriormente declinabile in questa sede, rappresenta il punto di riferimento dei concetti o clausole generali sopra richiamati ed utilizzati dalla stessa legislazione (per esempio quello di adeguatezza o quello di normalità – *übliche Vergütung*), appunto criticati per la loro evanescenza e, forse, pericolosità se utilizzate in modo troppo flessibile o rigido<sup>(28)</sup>. Inoltre richiede un approccio di valutazione caso per caso, in relazione alla natura dell'impresa, dei compensi all'interno dell'eventuale gruppo di società (per non alterare il mercato del lavoro), e di quelli per realtà imprenditoriali consimili (*peer group*). I criteri di misurazione poi possono essere i più vari, da quelli maggiormente legati al mercato (TSR per esempio), a quelli di indicazione reddituale (così EBIT, ROE, ROI, NI/OI, ROS, ROCE, EPS), a quelli basati su singoli indicatori di performance (come MW, efficienza nella sicurezza).

Sui procedimenti decisionali, e quindi relativamente al principio del consenso, è poi usuale la constatazione che i manager tendono a fornire indicatori e strumenti a proprio vantaggio. Possibili correttivi a tali tipi di abusi possono rinvenirsi nella struttura del processo di governance.

In questa direzione un ruolo di primo piano assume il comitato per la remunerazione, che si può avvalere di consulenti esterni. È diffusa ormai la convinzione tuttavia che i comitati e i consulenti "compiacenti" possono esacerbare il processo di legittimazione degli extraprofitti<sup>(29)</sup>, e che per avere una funzione efficace sia il comitato che i consulenti devono essere maggiormente indipendenti di quanto le norme garantiscano.

Un altro importante passaggio di governo societario è rappresentato dalla voce degli azionisti in assemblea; ma è noto che essa è arma innocua. È vero infatti che in

<sup>(28)</sup> NOACK, *Vorstandsvergütung – Eine endlose Geschichte*, in *Betriebs-Berater*, (32) 2009 («Die erste Seite»); HIRTE, *Stellungnahme zum Fraktionsentwurf eines Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) für den Deutschen Bundestag*, in [www.bundestag.de/bundestag/ausschuesse/a06/anhoerungen/Archiv/55\\_Vorstandsverg\\_tung/04\\_Stellungnahmen/index.html](http://www.bundestag.de/bundestag/ausschuesse/a06/anhoerungen/Archiv/55_Vorstandsverg_tung/04_Stellungnahmen/index.html).

<sup>(29)</sup> BEBCHUCK-FRIED, *Pay without Performance*, cit., p. 87 ss.; FERRARINI-MOLONEY-VESPRO, *Executive Remuneration in the EU*, cit., p. 13 ss.

primo luogo gli azionisti, sia in fase di approvazione sia in fase di esecuzione dei piani, soffrono dei limiti derivanti dalle carenze informative sugli effetti degli accordi, specialmente in ordine ad elementi che richiedono attente analisi e verifiche empiriche caso per caso. Le minoranze organizzate possono poi non comunicare effettivamente tra di loro e quindi fallire nel controllare il management. In questa prospettiva si comprende come le assemblee spesso approvino piani poco dettagliati <sup>(30)</sup>. In secondo luogo, se un crescente numero di ordinamenti ha previsto la necessità di una deliberazione assembleare per le società quotate, laddove non sia vincolante ma solo consultiva (e in alcuni – quello tedesco per esempio – non impugnabile) essa perde di reale significato <sup>(31)</sup>. Se ad essa invero si attribuisce un mero valore autorizzatorio o di presa d'atto, ferma restando la competenza degli amministratori, le sue funzioni sono limitate e comunque rilevanti in sede di contenzioso (con i limiti che vedremo) nel senso che se l'assemblea vota contro, potrà essere sintomo di scorrettezza e quindi di abuso o eccesso da parte degli amministratori (che richiederanno comunque una istruzione adeguata), se per converso vota a favore potrebbe giungersi ad atti di scorrettezza anche della maggioranza.

La voce dell'opinione pubblica (sia pure a fronte di scandali che creano il deterrente della "vergogna" e del danno reputazionale) sconta i limiti derivanti dall'essere evidentemente forza di pressione esterna, quasi sempre poco o per nulla efficace <sup>(32)</sup>.

In ordine al principio di riequilibrio, infine, a parte le (forse deboli) critiche sulla "grossolana irruzione" del diritto contrattuale nel diritto societario <sup>(33)</sup>, sono stati recentemente evidenziati limiti sostanziali quando dottrina autorevole scrive che il riequilibrio non previene la manipolazione e non copre ogni tipo di eccesso (così

<sup>(30)</sup> BEBCHUCK-FRIED, *Pay without Performance*, cit., p. 45 ss.

<sup>(31)</sup> Così in Germania la norma aggiunta (come quarto comma) al § 120 *AktG* stabilisce che «l'assemblea delle società quotate può deliberare sull'approvazione del *sistema del compenso* dei componenti del consiglio di gestione. La delibera non crea né diritti, né obblighi; in particolare, non incide sui doveri dell'Aufsichtsrat ex § 87. Essa non è impugnabile ai sensi del § 243». Cfr. le annotazioni critiche di THÜSING, *Stellungnahme*, cit., e di LUTTER, *Stellungnahme*, cit. Per l'ordinamento inglese cfr. *Companies Act 2006*, Sect. 217, sulla vincolatività della deliberazione assembleare per la liquidazione da fine rapporto, e Sect. 439. Per l'ordinamento nordamericano cfr. *Emergency Economic Stabilization Act, 2008*, Sect. 14A (*Shareholder Approval of Executive Compensation*) e le NYSE – Listed Company Manual, 303 A.08.

<sup>(32)</sup> Cfr. sugli *outrage costs* BOZZI-CAPRIO, *Retribuzione del management e stock options*, in AA.VV., *La governance dell'impresa tra regole ed etica*, a cura di Carotti, Schlitzer, Visentini, Milano, 2004, p. 82.

<sup>(33)</sup> «La riduzione unilaterale della controprestazione resa possibile dalla legge è una *krasse Ausnahmerecheinung* (grossolana eccezionale apparizione) nel diritto dei contratti» (NOACK, *Vorstandsvergütung*, cit.).

quelli derivanti dal vendere le azioni mentre la società sta guadagnando) <sup>(34)</sup>. Anche in tal caso il problema si sposta in sede giurisdizionale.

#### 2.4. Le basi contrattuali del rapporto e la «business judgment rule»

Le criticità evidenziate conducono ad una riconsiderazione, nella fase patologica giudiziale, da un lato delle basi contrattuali del rapporto di amministrazione e delle clausole generali applicate al merito del caso concreto, dall'altro della *business judgment rule*.

Con riferimento alle basi contrattuali riteniamo sperimentabili tutti i rimedi contrattuali attinenti all'adeguamento per il riequilibrio contrattuale, primo tra tutti quello sulla eccessiva onerosità delle prestazioni (artt. 1467 ss. c.c.), così come applicabile la disciplina sui vizi del consenso e comunque sulla interpretazione del contratto, laddove si fosse in presenza di indicatori di valore errati e dolosamente imposti, che portino a conseguenze negative nel senso di prestazioni sproporzionate.

Per quanto riguarda la *business judgment rule*, rigidamente intesa rischia di essere infatti bastione invalicabile di scorrettezze societarie, da un lato perché queste sono celate da tecnicismi sofisticati persino per addetti ai lavori, dall'altro perché i giudici non valutano i piani e gli accordi di remunerazione né i collegati comportamenti di cattiva gestione se non quelli tanto irragionevoli o irrazionali da superare qualsiasi limite <sup>(35)</sup>.

Ma, se nei casi più gravi l'unico limite all'influenza manageriale avallata da consigli di amministrazione compiacenti e da soci di controllo interessati può essere frapposto dal giudice, non può non giungersi alla conclusione che a questi occorre dare il potere di una valutazione nel merito degli interessi contrapposti e quindi anche sul rispetto del principio più propriamente organizzativo di adeguatezza e ragionevolezza della remunerazione.

In questo senso la *rule* è oggetto di ripensamento da parte delle stesse corti americane, che tendono a considerare meno intoccabile la regola della insindacabilità nel merito di fronte alla violazione intenzionale (in malafede quindi) dei *fiduciary duties*, tra cui quello di perseguire l'obiettivo del reale valore dell'azienda nel medio e lungo termine <sup>(36)</sup>.

<sup>(34)</sup> FRIED-SHILON, *Recouping Excess Pay*, cit., p. 7 ss.

<sup>(35)</sup> Tra le ultime *In re Citigroup Inc. S'holder Derivative Litig.*, C.A. 3338-CC (Del. Ch. Feb. 24, 2009). Cfr. anche per riferimenti STABILINI, *La business judgment rule e l'onere della prova in relazione alla responsabilità dell'amministratore di società*, in *Le Società*, 2011, p. 1343 ss.; CORDOPATRI, *La business judgment rule in Italia e il privilegio amministrativo: recenti correttivi negli USA e in Europa*, in *Giur. comm.*, 2010, p. 129 ss.

<sup>(36)</sup> Così nei casi *Wood v. Baum*, 953 A2d 136, 141 (Del. 2008) e *In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, 906 A2d 27, 67 (Del. 2006).

Così nel recente caso Cincinnati Bell, Corte dell'Ohio 20 settembre 2011 <sup>(37)</sup>. Vale la pena ripercorrerne alcuni passaggi in fatto e in diritto. Alcuni azionisti della Cincinnati Bell votavano contro l'approvazione dei compensi dei dirigenti della società del 2010. Dopo il voto un (fondo) azionista sollevava *derivative suit* contro il consiglio di amministrazione sostenendo che gli amministratori avevano violato il loro dovere fiduciario di lealtà nell'approvare aumenti di stipendio e bonus per l'amministratore delegato della Cincinnati Bell e gli altri dirigenti. A sostegno di questa affermazione l'attore portava due circostanze di fatto: in primo luogo, che i bonus e gli aumenti salariali concessi erano incompatibili con le prestazioni della società, come misurato dal reddito netto, dall'utile per azione, dal prezzo delle azioni e dal ritorno per gli azionisti annuale (*net income, earnings per share, share price and annual shareholder return*): prova diretta che i compensi non erano nel miglior interesse degli azionisti (*reckless disregard for the best interests of the corporation*) della Bell Cincinnati. La seconda circostanza riguardava il voto negativo in assemblea. Gli amministratori respingevano l'azione, asserendo che i fatti contestati non erano sufficienti a superare la presunzione della *business judgment rule*. Secondo la legge dell'Ohio, la presunzione si applica a meno che non venga dimostrato che i direttori hanno agito con «un intento deliberato di arrecare un pregiudizio per la società» o «totale indifferenza per gli interessi della società».

La Corte, nell'affermare che la regola del giudizio sul business «impone un onere della prova, non un onere di esporre», riconosceva che gli elementi di fatto del ricorrente erano sufficienti per il caso. In particolare, affermava che «Queste affermazioni costituiscono una rivendicazione plausibile del fatto che i bonus multi-milionari approvati dagli amministratori in un momento di declino delle performance finanziarie della società violavano una politica retributiva *pay-per-performance* e non erano in migliore interesse degli azionisti e quindi costituivano un abuso di discrezionalità e/o cattiva fede».

La Corte inoltre conclude per il rigetto della eccezione c.d. di azione «futile» (*excused as futile*), sostenendo che gli amministratori che avevano ideato e approvato il pacchetto retributivo non erano stati in grado di fare «imparziali ed indipendenti giudizi di business per conto della società». La Corte giunge a questa conclusione nonostante il fatto che tutti gli amministratori della società fossero (formalmente) indipendenti; con ciò innovando anche rispetto alla giurisprudenza sulla *demand futility* <sup>(38)</sup>.

<sup>(37)</sup> "NECA-IBEW Pension Fund ex re. Cincinnati Bell, Inc v. Cox" 2011 WL 4383368 (S.D. Ohio Sept 20, 2011).

<sup>(38)</sup> Anche per riferimenti giurisprudenziali, soprattutto per il c.d. *Delaware test*, cfr. FERARA, *Shareholder Derivative Litigation. Besieging the Board*, NY, 2005, § 6.03, p. 6 ss.

## 2. IL RAPPORTO DI AMMINISTRAZIONE. IL COMPENSO DEGLI AMMINISTRATORI

Il principio sulla *business judgment rule* è stato invece ribadito dalla Corte del Delaware nel caso Goldman Sachs del 12 ottobre 2011 <sup>(39)</sup>, in cui alcuni azionisti lamentavano violazione dei doveri di *loyalty and care* per aver adottato, nella definizione degli accordi di remunerazione, criteri di performance (basati su ricavi netti) in *bad faith* che in realtà avevano portato ad adottare rischi non appropriati e quindi *poor business*; gli attori lamentavano inoltre la violazione della *Caremark doctrine* (per non aver adottato provvedimenti sufficienti ad assicurare un *information and reporting system*). La Corte giunge a ritenere che sia il quantum sia il metodo di calcolo, sia le modalità di costruzione del sistema di monitoraggio sono oggetto della *business judgment rule* e che quindi il giudice si debba astenere laddove (soltanto laddove) non siano portate prove sufficienti (come nel caso in esame).

Un'ultima valutazione giova al riguardo appuntare laddove l'ordinamento conoscesse una tale estensione del potere giudiziario, soprattutto alla luce delle difficoltà di analizzare (persino da parte degli addetti ai lavori) i criteri di performance e gli strumenti della remunerazione, e cioè se vi siano le competenze tecniche adeguate a corrette valutazioni di merito: il tema tocca più in generale quello – precluso in questa sede – istituzionale, della preparazione del ceto giudiziario con riferimento a materie non strettamente giuridiche come quelle economico-aziendali.

---

<sup>(39)</sup> *In re The Goldman Sachs Group, Inc. S'holder Litig.*, WL 4826104 (Del. Ch. Oct. 12, 2011).