

Marzo 2014

Il «say on pay» nel recente “Quaderno Consob”

Matteo L. Vitali e Matteo Miramondi, Greco Vitali Associati - Studio Legale

1. Premessa.

A circa quattro anni dall'introduzione dell'art. 123-ter TUF, per effetto del d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259, approvato in seguito al recepimento di alcune Raccomandazioni della Commissione Europea, la Consob è recentemente tornata sul tema della remunerazione degli amministratori pubblicando, nella collana dei “Quaderni di Finanza”, un contributo dal titolo «*Say-on-pay in a context of concentrated ownership*»⁽¹⁾. Si tratta, in particolare, di un'analisi relativa alla prima applicazione del meccanismo del voto consultivo sulle politiche di remunerazione (c.d. «*say on pay*») da parte delle società quotate italiane.

La riflessione tocca una problematica generale che – già emersa in misura significativa in seguito alla crisi finanziaria del 2008 e al fallimento di Lehman Brothers – ha finito per rivestire un ruolo centrale nelle tematiche di *corporate governance* tornando, anche in seguito ad alcuni interventi a livello comunitario, al centro del dibattito dottrinario⁽²⁾.

Scopo dichiarato del documento della Commissione è quello di verificare la “tenuta” del meccanismo del voto consultivo rispetto agli assetti proprietari delle società quotate italiane. In particolare, si tratta di esaminare se esso possa effettivamente rappresentare uno strumento con cui possa essere efficacemente espresso il dissenso degli azionisti anche in situazioni in cui l'azionariato sia modulato in maniera, e in misura, tali da vedere una netta prevalenza dei soci di controllo.

⁽¹⁾ M. BELCREDI-S. BOZZI-A. CIAVARELLA-V. NOVEMBRE, *Say-on-pay in a context of concentrated ownership. Evidence from Italy*, in *Quaderni di finanza Consob*, n. 76, febbraio 2014, consultabile sul sito www.consob.it.

⁽²⁾ Tra i vari contributi della dottrina non possono essere dimenticati: M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 2011, 703; nonché G.B. PORTALE, *Un nuovo capitolo del governo societario tedesco: l'adeguatezza del compenso dei Vorstandsmitglieder*, in *Riv. soc.*, 2010, 2; 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, 2011, 530-546.

È senz'altro d'interesse la metodologia adottata dagli autori del lavoro che – al fine di accertare quali siano gli elementi che spingano gli azionisti a votare contro le politiche di remunerazione – hanno misurato tale propensione rispetto a una serie di variabili rispettivamente riguardanti la struttura della remunerazione, il livello di informativa rispetto alle politiche sui compensi, l'attivismo degli investitori istituzionali, nonché le caratteristiche degli assetti proprietari.

2. Quadro normativo.

Mentre per le società «chiuse» la norma di riferimento che regola i compensi degli amministratori è solamente rappresentata dall'art. 2389 c.c. che legittima la modulazione dei compensi sia con la partecipazione agli utili sia con l'adozione di piani di *stock option* e – per le società che adottano il sistema dualistico di amministrazione – l'art. 2409 *terdecies*, lett. a) c.c., per le società quotate – rispetto alle quali rimangono in ogni caso applicabili anche le due norme anzidette – è prevista un'ulteriore articolazione del regime. Ciò sia a livello primario (con le disposizioni del TUF: art. 114-*bis* e, di introduzione recente, art. 123-*ter*), sia a livello regolamentare (Regolamento Emittenti, n. 11971/99 come modificato: art. 84-*quater*), sia sotto il profilo della *best practice* con specifiche previsioni contenute nell'ultima edizione del Codice di Autodisciplina (art. 6))⁽³⁾.

In tale contesto, assume un rilievo centrale l'art. 123-*ter* TUF, che, al sesto comma, accoglie, tra l'altro, la regola del c.d. *say on pay*, prescrivendo che, ventuno giorni prima dell'assemblea annuale degli azionisti, sia messa a disposizione del pubblico una relazione sulla remunerazione.

Tale relazione, approvata dal Consiglio di amministrazione (o dal Consiglio di sorveglianza nelle società che adottano il sistema dualistico), è articolata in due sezioni.

La *prima sezione* deve descrivere le politiche della società in materia di remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche con riferimento all'esercizio successivo, nonché illustrare le procedure adottate per l'attuazione di tale politica. Questa prima parte della relazione è sottoposta al voto non vincolante dei soci (c.d. *say on pay*) e i risultati di tale votazione devono essere portati a conoscenza del pubblico attraverso il sito *internet* della società, entro cinque giorni dalla data dell'assemblea.

La *seconda sezione*, invece, deve illustrare, nominativamente, per ciascuno dei componenti degli organi di amministrazione e controllo, dei direttori generali e, in forma aggregata, per i dirigenti con responsabilità strategiche, le singole voci in cui si articola la remunerazione.

⁽³⁾ Si ricordi, inoltre, la disciplina speciale contenuta nell'art. 6, sesto comma, del d.l. n. 78/2010 che ha introdotto misure di contenimento della remunerazione degli organi di gestione di società pubbliche.

Più nello specifico, sulla base delle disposizioni regolamentari adottate dalla Consob in attuazione della delega contenuta nell'art. 123-ter T.U.F, è previsto che siano indicati i trattamenti previsti in caso di cessazione della carica o di risoluzione del rapporto (c.d. *golden parachutes*), mettendone in luce la coerenza con la politica di remunerazione approvata dalla società nell'esercizio precedente ⁽⁴⁾.

Tutte le componenti della remunerazione sono suddivise in diverse categorie, tra cui, ad esempio, i compensi fissi o i compensi per la partecipazione a comitati. È altresì prevista una disciplina molto dettagliata per la comunicazione della parte variabile della remunerazione, distinguendo tra *stock option* e altri piani di incentivazione diversi da queste ultime.

3. Il quaderno di finanza Consob.

Si può fin da ora anticipare che – secondo le risultanze del documento Consob – anche in mercati ove la proprietà è più concentrata, le minoranze risultano comunque incentivate a ricorrere al meccanismo del voto consultivo come strumento per indirizzare la propria insoddisfazione. L'origine dell'insoddisfazione degli azionisti, inoltre, non risulta – come si potrebbe superficialmente pensare – collegata alle *performance* della società – e, quindi, ai risultati della gestione di impresa – ma agli squilibri che si registrano nella determinazione dei compensi.

I risultati sono i seguenti *a)* il dissenso sulle politiche in materia di remunerazione in Italia è in media pari al 5,1 per cento dei votanti; tale valore appare inferiore, ma non eccessivamente distante da quello registrato in paesi a proprietà dispersa, come USA e UK; *b)* il dissenso è negativamente correlato con la quota di capitale detenuta dal principale azionista; tale risultato può essere interpretato alla luce del fatto che in imprese a proprietà concentrata la remunerazione dell'organo di amministrazione è sottoposta a un più intenso monitoraggio ovvero che la presenza di un azionista di controllo forte può disincentivare *tout court* l'espressione del dissenso da parte delle minoranze; *c)* il dissenso è poco legato alle *performance* dell'impresa ma è positivamente correlato con la remunerazione del CEO; inoltre il dissenso è negativamente correlato con il livello di *disclosure* delle politiche, in particolare per quanto attiene alla parte variabile della remunerazione; *d)* il dissenso è influenzato positivamente dal livello di attivismo degli investitori istituzionali, misurato attraverso la loro partecipazione alle assemblee e attraverso la presenza di amministratori da essi nominati nel *board*; *e)* il dissenso è più basso nelle società finanziarie, dove il voto sulle politiche in materia di remunerazione è vincolante; ciò potrebbe indicare che la natura consultiva del voto nella generalità delle quotate non ne riduce l'efficacia in termini di segnale inviato dagli azionisti al *board*.

Quanto all'articolazione del documento, va rilevato che, dopo una prima parte dedicata all'inquadramento della fattispecie e alla descrizione della disciplina applicabile al

⁽⁴⁾ V. art. 84-*quater*, Reg. Emittenti e, specialmente, allegato 3A, Schemi n. 7-*bis* e 7-*ter*.

fenomeno, la seconda parte si propone di verificare, sulla base dei dati storici, quali siano i fattori che hanno indirizzato il voto degli azionisti nel meccanismo del voto consultivo sulle politiche di remunerazione nelle società quotate italiane.

3.1 Struttura della remunerazione e struttura proprietaria.

Si è evidenziato anzitutto che gli azionisti, pur avendo il diritto di votare solo sulla parte della relazione relativa alle politiche future di remunerazione degli amministratori, potrebbero usare il proprio voto al fine di dimostrare la propria *insoddisfazione* rispetto all'attuale entità e/o struttura dei compensi dei *manager*, così come emergono dalla seconda parte della relazione.

È stato comunque notato che, in linea generale, non sono comuni situazioni in cui il dissenso degli azionisti è superiore al 20% dei voti espressi in assemblea (7,5%) e, peraltro, con particolare riferimento al nostro ordinamento, le rare volte in cui non è stata raggiunta la maggioranza assoluta (1,8%) erano in corso più complesse vicende di ristrutturazione societaria o di cambio del controllo.

Nondimeno, l'evidenza empirica ha dimostrato che sussiste un rapporto di diretta proporzionalità fra il livello dei compensi dei *manager* e il dissenso degli azionisti: all'aumentare degli uni aumenta anche l'altro. Più nello specifico, però, il dissenso dei soci si è rivelato particolarmente pronunciato quando le remunerazioni degli amministratori sono state percepite come estremamente, o oltraggiosamente, alte.

Si è altresì osservato che il dissenso degli azionisti è correlato alla *struttura della remunerazione*. A tale riguardo, però, lo studio pubblicato dalla Consob premette che, in linea teorica, a fronte dei dati relativi all'ordinamento anglosassone, il dissenso degli azionisti dovrebbe risultare particolarmente elevato proprio con riferimento alle decisioni concernenti la parte variabile della remunerazione degli amministratori.

L'esperienza italiana, tuttavia, risente della struttura proprietaria altamente concentrata che caratterizza la maggioranza delle società quotate. Pertanto, nei casi in cui si riscontra una forte e compatta presenza degli azionisti di controllo, il dissenso espresso attraverso il meccanismo *say on pay* è mediamente basso. Lo studio Consob ha evidenziato inoltre che tale dissenso in Italia è, mediamente, pari al 5,1%. Si tratta di un dato statistico leggermente inferiore rispetto al risultato medio ottenuto in ordinamenti caratterizzati da azionariato diffuso (7,9% in Gran Bretagna e 8,9% negli Stati Uniti) ma, d'altra parte, si è dimostrato assolutamente in linea con i dati raccolti nell'ordinamento tedesco (6,5%), anch'esso caratterizzato da società con struttura proprietaria altamente concentrata. Ciò che emerge in contesti come quello italiano e quello tedesco si spiega in considerazione del fatto che i soci di controllo sono nelle condizioni per poter monitorare le decisioni degli amministratori relative alla determinazione dei propri compensi. Si potrebbe, in alternativa, ritenere che la presenza di un azionista di controllo forte finisca per disincentivare l'espressione del dissenso da parte delle minoranze.

Di contro, il maggior dissenso che è stato riscontrato negli ordinamenti in cui prevale la struttura proprietaria ad azionariato diffuso, si giustifica proprio in ragione del fatto che manca un azionista di controllo che sia in qualche modo in grado di monitorare le decisioni dell'organo amministrativo.

3.2 Trasparenza sulle voci della remunerazione.

Malgrado il Regolamento Emittenti abbia individuato il nucleo minimale di informazioni che devono essere indicate nella sezione della relazione sulle politiche di remunerazione da sottoporre al voto consultivo degli azionisti, questo non ha tuttavia contemplato uno schema *standard* in base al quale essa deve essere formulata, lasciando così alle singole società un certo margine di discrezionalità circa il livello di trasparenza da adottare. Non va però dimenticato che la *disclosure* sui compensi degli amministratori permette agli investitori di ottenere informazioni circa il «sistema di incentivi vigente in ogni impresa» e, di conseguenza, favorisce «una più accurata valutazione della società e l'esercizio su base informata dei diritti degli azionisti», nonché l'assunzione di decisioni di investimento «informate e consapevoli»⁽⁵⁾. Pertanto, la discrezionalità lasciata alle singole società dal Regolamento Emittenti in ordine agli elementi informativi da inserire nella prima sezione della relazione sulla politica di remunerazione dei *manager*, potrebbe rappresentare un'opportunità per lo sviluppo di una sana e virtuosa competizione fra imprese sul piano della trasparenza riguardo alla struttura e all'entità dei futuri compensi degli amministratori, con il fine ultimo di attrarre investitori.

I dati empirici, infatti, hanno evidenziato che un buon livello di *disclosure*, riduce il dissenso degli azionisti, i quali da questo punto di vista hanno dimostrato di apprezzare notevolmente la trasparenza, soprattutto per quanto attiene gli elementi che costituiscono la parte variabile della remunerazione dei componenti dell'organo gestorio.

Pertanto, alla luce della correlazione tra *disclosure* e dissenso degli azionisti, non pare incongruo ritenere che l'esistenza di informazioni dettagliate riguardo alle voci in cui si articola il compenso degli amministratori sia condizione preliminare affinché possano esplicarsi gli effetti positivi del meccanismo di voto sulle politiche retributive adottate dalla società.

A prescindere dal livello di *disclosure*, tuttavia, gli azionisti si sono rivelati maggiormente sensibili rispetto all'entità del compenso corrisposto agli amministratori, giacché è soprattutto a fronte di remunerazioni particolarmente (e spesso ingiustificatamente) elevate che essi hanno manifestato in misura maggiore il proprio dissenso.

⁽⁵⁾ Documento Consob 10 ottobre 2011, 7.

3.3 Attivismo degli investitori istituzionali.

Sotto diverso e ulteriore profilo, il documento Consob ha messo in luce l'importanza dell'attivismo degli investitori istituzionali in relazione alle decisioni sul compenso dei *manager*, tanto che il dissenso espresso dagli azionisti al riguardo è parso positivamente correlato alla presenza di investitori istituzionali attivi e partecipi. Questi ultimi, infatti, possono ricoprire un ruolo assai significativo, non solo prendendo parte all'assemblea generale degli azionisti, ma soprattutto eleggendo – negli ordinamenti in cui è previsto – (almeno) un consigliere c.d. “di minoranza” ⁽⁶⁾. Secondo lo studio condotto dalla Consob, questo istituto pone le basi affinché gli investitori istituzionali, nominando un proprio consigliere “di minoranza”, estraneo al gruppo di controllo, possano monitorare il comportamento degli amministratori direttamente al livello del consiglio di amministrazione, e, in tal modo, assicurare che la gestione dell'impresa sia orientata al perseguimento dell'interesse sociale e non di quello (personale) del socio egemone o degli amministratori ⁽⁷⁾. Pertanto, il consigliere “di minoranza”, specialmente quando – come molto spesso accade – fa parte del comitato per la remunerazione, dovrebbe vigilare affinché gli amministratori non stabiliscano il proprio compenso a un livello troppo elevato e, di conseguenza, estraggano “rendite private” in forma di remunerazioni eccessive ⁽⁸⁾.

3.4 Voto consultivo vs. voto vincolante.

L'ultimo aspetto meritevole di attenzione riguarda il funzionamento del voto sulle remunerazioni degli amministratori nelle società sottoposte alla vigilanza della Banca d'Italia e dell'ISVAP. In tali ipotesi, infatti, l'assemblea dei soci, probabilmente in ragione della peculiare natura dell'attività bancaria e di quella assicurativa, riveste un ruolo assai incisivo giacché il voto che essa esprime sulla politica di remunerazione dei *manager* è vincolante rispetto alle successive decisioni del consiglio di amministrazione ⁽⁹⁾.

La Consob ha tuttavia rilevato che in tale contesto, malgrado il differente ruolo dell'assemblea dei soci, il dissenso degli azionisti è minore rispetto alle realtà in cui il

⁽⁶⁾ Per l'ordinamento italiano v. l'art. 147-ter, co. 3, TUF, che prevede il sistema del voto di lista in modo tale da permettere alle minoranze qualificate di eleggere almeno un componente dell'organo amministrativo. Tale norma stabilisce infatti che «almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione è espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti». Sul meccanismo del voto di lista v., *ex multis*, M. STELLA RICHTER jr., Art. 147-ter *Elezione e composizione del consiglio di amministrazione*, in M. FRATINI e G. GASPARRI (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Milano, 2012, II, 1939 ss.

⁽⁷⁾ F. DENOZZA, *L'“ amministratore di minoranza ” e i suoi critici*, in *Giur. comm.*, 2005, VI, 767 ss.; R. RORDORF, *Gli amministratori indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 154 ss.; N. SALANITRO, *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in *Banca borsa*, 2008, 3 ss.

⁽⁸⁾ G. FERRARINI-N. MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi*, 590.

⁽⁹⁾ M. DEL LINZ, *La disciplina sui compensi dei manager nelle società quotate e l'esame delle prime relazioni sulla remunerazione*, in *Banca impr. soc.*, 2012, 479.

voto sulla politica di remunerazione dei *manager* ha una funzione meramente consultiva. A questo proposito è stato affermato che la natura vincolante del voto espresso dagli azionisti, i quali in tal modo assumono su di sé la (cor)responsabilità della decisione sulle politiche retributive dei *manager*, potrebbe ridurre la loro libertà di espressione attraverso la votazione assembleare. Di contro, là dove il voto non è vincolante, essi potrebbero sentirsi più liberi di manifestare il proprio dissenso.

Pertanto, la natura non vincolante del voto sulle politiche di remunerazione degli amministratori non sembra idonea a ridurre l'effettività e la valenza segnaletica nei confronti del mercato; anzi, l'evidenza empirica parrebbe dimostrare il contrario.