



PIERLUIGI MATERA

Professore associato – Link Campus University (Roma)

LA NUOVA DISCIPLINA DEI COMPENSI DEGLI AMMINISTRATORI DELLE SOCIETÀ DI CAPITALI NEL DIRITTO SOCIETARIO SPAGNOLO: PRIME NOTE E CENNI COMPARATIVISTICI

SUMARIO: 1. Cenni introduttivi. – 2. Ragioni e criticità alla base della riforma della disciplina della remuneración de los administradores nella LSC. – 2.1. Le tradizionali disfunzioni dei sistemi di remunerazione degli amministratori. – 3. Le linee di intervento della Ley 31/2014 sul tema. – 4. Codici di condotta, legislazione speciali e interventi di settore. – 5. Coordinate positive della nuova normativa. – 6. La nuova disciplina generale della remunerazione degli amministratori nelle società di capitali. – 6.1. I criteri di cui al comma 4 dell'art. 217 LSC. – 6.2. I compensi del consejero delegado e per l'attribuzione di funciones ejecutivas. – 7. La remunerazione degli amministratori nella sociedad cotizada. – 8. La remunerazione degli amministratori di società nell'ordinamento italiano tra norma e decisioni giurisprudenziali. – 8.1 La disciplina dei compensi degli amministratori nelle società quotate tra T.U.F. e Codice di autodisciplina. – 9. Considerazioni conclusive.

1. – “Nessun maggior dolore che ricordarsi del tempo felice nella miseria”¹: con queste parole di desolante consapevolezza la Francesca del V Canto dell'Inferno dantesco affida all'immortalità dell'arte il disagio derivante dal semplice ricordo – e *a fortiori* da una più analitica indagine – di una realtà florida in un momento quantomeno non agevole o comunque lontano dalla prosperità.

In tal senso, se da un lato la crisi economica degli ultimi anni rappresenta una immancabile occasione di riflessione, di ripensamento su politiche, modelli e regole, dall'altro deve rilevarsi giustappunto il disagio, talvolta l'imbarazzo, che discende dall'analisi di decisioni, *policy* e norme presidio o prodotto di un tramontato tempo se non di opulenza, quantomeno di crescita.

Sensazione la quale reca per solito con sé un indesiderabile portato ulteriore: il rischio di caricare la predetta indagine di considerazioni non solo metagiuridiche, ma talvolta prive della necessaria lucidità e di un più saggio distacco, soprattutto quando effettuate sulla scorta dell'emergenza; o ancor più di contaminare la logica dell'analisi con argomentazioni viziate da eccesso di emozioni, o finanche moralismi e revanscismi di sorta.

Se questo, se il pericolo di un eccesso di contaminazione emotiva per così dire, può apparire quasi inevitabile per i temi del diritto della famiglia e delle persone, maggior sorpresa non deve registrarsi, solo perché si verta su argomenti del diritto delle società, allorquando ci si imbatte ivi in istanze di riforma o critiche di varia natura pur affette dai predetti rischi.

Lo stesso paradigma delle “legislazioni di reazione”, il rooseveltiano *New Deal*, non appare

¹ Inf. V, vv. 121-123.



scervo almeno in parte da scelte non del tutto fondate su ragioni giuridiche o economiche, anzi talvolta collegate a motivazioni politiche – se non finanche istintive o populistiche ed elettorali-stiche, secondo un'autorevole quanto accattivante lettura².

Il che ovviamente non significa che ogni riforma che, in tempo di crisi, verta in tema di trasparenza o imponga dei limiti di sorta possa tacciarsi di populismo: chiaramente gli interventi di riforma o l'introduzione di limitazioni non possono sempre accogliersi con sospetto o derubricarsi a provvedimenti di facciata.

Tout simplement, ponderazione, equilibrio sistematico ed efficacia di tali interventi vanno accuratamente valutati, con atteggiamenti di distacco, se non temporale, quantomeno emotivo, sia in sede di riforma che in sede di commento alla medesima; e, quindi, vuoi per rigore scientifico che per reale volontà di non introdurre regole in grado di sortire effetti peggiori rispetto ai mali da curare – quali ad esempio una paralisi nelle scelte gestionali o altri esiti paradossali che influiscano negativamente sulle *performance del management*.

Proprio in quest'ambito, invero, possono rinvenirsi tematiche che più di altre prestano il fianco ai menzionati rischi, in linea generale e ancor più nei venti (di riforma) che soffiano forti nella burrasca di una crisi economica. E ciò perché la modifica introdotta sull'onda di una reazione non composta può creare uno squilibrio nel modello in cui tale regola è posta – tessera di un mosaico che di poi non restituisce più un'immagine compiuta –, tanto più a fronte di un legislatore – quello italiano – che da almeno due decenni denuncia una pericolosa disaffezione verso le ricostruzioni dogmatiche; ma anche perché si muovono (tali tematiche) su terreni delicati, di per sé oggetto di facile indignazione e di agevoli quanto strumentali campagne di bandiera³.

Costituisce un limpido esempio di tanto l'ormai spinoso argomento dei compensi degli amministratori delle società di capitali, e in specie – com'è naturale – di quelle quotate – ove si manifesta generalmente quella separazione tra proprietà e controllo che riduce sostanzialmente la capacità di controllo, e in generale di decisione, dell'organo assembleare.

² M.J. ROE, *Strong managers, Weak Owners: the Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton, 1994, *passim*.

³ Sugli interventi in tema di *corporate governance* alla luce della più recente crisi economica v., *ex plurimis*, S. M. BAINRIDGE, *Corporate Governance After the Financial Crisis*, Oxford-New York, 2012, 3 ss. e in specie 28 ss.; P.M. VASUDEV, S. WATSON, *Corporate Governance After the Financial Crisis*, Cheltenham, 2012, *passim*; J. STROUHAL, C. BONACI, R. MUSTATA, *Corporate Governance and Financial Crisis*, in *International Atlantic Economic Society*, 2012, 122 ss.; G. KIRKPATRICK, *The corporate governance lessons from the financial crisis*, in *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2009, 61-87. In generale, non si prescinda da R.A. POSNER, *A Failure of Capitalism: The Crisis of '80 and the Descent Into Depression*, Cambridge, 2009, *passim*; J. LANCHESTER, *I.O.U.: Why Everyone Owes Everyone and No One Can Pay*, New York, 2010, 16 ss. Con specifico riferimento al *derecho mercantil* spagnolo, cfr., tra i più recenti, J.M. EMBID IRUJO, *Sobre el Derecho de sociedades de nuestro tiempo. Crisis económica y ordenamiento societario*, Granada, 2013, *passim* e in part. 21 ss.; nonché J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Crisis económica y gobierno corporativo*, in *Rev. Der. Mercantil*, 2013, n. 287, 68 ss. Ampio il dibattito anche nella dottrina italiana; a titolo esemplificativo v. S. CAPIELLO, *La remunerazione degli amministratori*, Milano, 2005, 135 ss. nonché I. DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, Padova, 2011, specialmente 103 ss., con i relativi riferimenti. Più di recente, gli spunti in F. DENOZZA, *Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance?*, in *Orizz. dir. comm.*, 2015, n. 1, 1 ss.



Non a caso, la materia è stata subito oggetto – forse bersaglio – di attenzioni immediate all’indomani dell’emersione della crisi, *maxime* laddove si consideri che la stessa crisi è stata da taluni imputata proprio a politiche manageriali a dir poco inadeguate, derivanti da inidonei e dannosi meccanismi di remunerazione degli amministratori⁴.

Non a caso, in tema si registrano importanti interventi di riforma, quale, da ultimo, quello operato dalla *Ley* 3 dicembre 2014, n. 31⁵ attraverso la novellazione degli artt. 217-219, 229, 230 e 249 e l’introduzione di una serie di nuove previsioni che, per quanto qui in interesse, vanno dall’art. 529-*sexdecies* all’art. 529-*novodecies* della *Ley de Sociedades de Capital*⁶ (*LSC*) spagnola; intervento che per contesto, tecnica, analiticità e peculiarità appare meritevole di precipua attenzione⁷.

Questo non si limita, infatti, all’individuazione di un’elencazione – non tassativa, deve ritenersi – delle potenziali voci dei compensi degli amministratori di società di capitali, ma introduce *inter caetera* un criterio di “*proporción razonable*” tra questi e “*la importancia de la sociedad, la situación económica que tuviera en cada momento y los estándares de mercado de empresas comparables*”; nonché la necessità che il sistema di remunerazione sia comunque “*orientado a promover la rentabilidad y sostenibilidad a largo plazo de la sociedad*” e in grado di “*incorporar las cautelas necesarias para evitar la asunción excesiva de riesgos y la recompensa de resultados desfavorables*” – oltre ad intervenire sulla *remuneración mediante participación en beneficios* e sulla *remuneración vinculada a las acciones de la sociedad* e, soprattutto, a creare un piano ulteriore di limiti e tutele per le società quotate.

Si aggiunga, ancora, che il legislatore spagnolo, con la *Ley* 27 novembre 2014, n. 27, di questi compensi ha pure modificato il regime fiscale, se è vero che la *remuneración de los administradores*, non più qualificata in termini di liberalità, può ben essere ora oggetto di deduzione da parte della società che la corrisponde, ove ne ricorrano i requisiti⁸.

⁴ Sul punto, per tutti M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l’esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 2011, n. 4, 702 ss., ove riferimenti. Per un’analisi comparatistica sul punto, altresì v. J. LEE, *Regulatory Regimes and Norms for Directors’ Remuneration: EU, UK and Belgian Law Compared*, in *Eur. Bus. O.L. Rev.*, 2012, vol. 13, n. 4, 599 ss.; P. J. WELLS, *Executive remuneration: regulatory reforms in UK company law*, in *Int. J.L.M.*, 2015, 57(4), p. 300 ss. nonché R. BARONTINI, S. BOZZI, G. FERRARINI, M.C. UNGUREANU, *Directors’ remuneration before and after the crisis: measuring the impact of reforms in Europe*, in *Boards and Shareholders in European Listed Companies*, a cura di M. BELCREDI, G. FERRARINI, Cambridge, 2013, 251 s.

⁵ Pubblicata in *BOE* del 4 dicembre 2014, n. 293.

⁶ *Real Decreto Legislativo* 2 luglio 2010, n. 1.

⁷ L’intervento legislativo di cui alla *Ley* 31/2014 è, come noto, più ampio. Per quanto riguarda unicamente la disciplina degli emolumenti degli amministratori, le norme citate sono solo quelle di stretta attinenza con l’indagine in questione, alle quali pure devono aggiungersi: *in primis*, l’introduzione dell’art. 529-*quindecies* *LSC*, l’abrogazione degli artt. 61-*bis* e 61-*ter* della *Ley del Mercado de Valores* (*LMV*) in favore dei nuovi artt. 540 e 541 della *LSC*; nonché la novellazione di altre disposizioni che pure appaiono correlate al regime delle retribuzioni in parola – il riferimento è agli artt. 511-*bis* e 529-*duodecies* – e in ultimo quanto previsto nella *Disposición transitoria* della legge. *Amplius*, *sub par.* 7.

⁸ Senza citare le altre e pur recenti innovazioni normative in tema di amministratori, come si dirà *infra*; con parti-



Innovazioni, dunque, rilevanti e che investono più profili dell'istituto; ma soprattutto che impegnano un tema chiave della *corporate governance* e che emergono a corredo di un più ampio riassetto del diritto delle società, destinato a incidere altresì sui doveri degli amministratori nonché sulla responsabilità e l'azionabilità degli stessi, sulle competenze dell'assemblea, sul suo funzionamento e sull'impugnazione delle relative delibere.

Abbastanza, come dire, da suggerire un'indagine più puntuale e che proceda per ordine.

2. – Depurata di ogni considerazione morale e sociologica, il tema della remunerazione degli amministratori delle società – di capitali e in particolar modo quotate – rivela una evidente posizione di primazia tra gli aspetti del governo societario, non solo perché le *policies* perseguite in materia sono in grado di incidere sull'amministrazione della società e sull'interesse sociale stesso come perseguito in concreto; ma perché chiama in causa la filosofia stessa della libertà nell'impresa e l'ondivago approccio ai controlli e ai limiti alla medesima – variabile inesorabilmente dipendente dal tempo economico di riferimento.

Anzi, le scelte normative o giurisprudenziali in argomento contribuiscono in maniera rilevante a determinare le cifre del sistema stesso delle società di capitali, richiamandosi alle tradizionali oscillazioni tra la possibilità che la trasparenza nella determinazione sia sufficiente a scongiurare abusi, senza compressioni ulteriori dell'autonomia da riconoscersi all'impresa⁹, da un lato, e la necessità che si individuino limiti di sorta, per solito invocati a seguito dei ciclici fallimenti dei controlli, dall'altro¹⁰.

Anche qui – appare forse banale ripeterlo – è nella parametrizzazione all'intero sistema, nella differenziazione delle regole in base ai diversi assetti azionari nonché nell'esclusione di ogni atteggiamento radicale e fideistico che l'esperienza ha registrato soluzioni con esiti più felici quanto a riduzione del rischio di *mismanagement*.

Soluzioni, appunto; o più correttamente combinazioni tra strumenti i quali appaiono essere affatto dissimili in ogni ordinamento.

Vero è, per certo, che la *maior pars* di questi risulta notoriamente concepita e sperimentata nel sistema nordamericano – prodotto, dunque, di uno specifico modello e di una filosofia di *corporate governance* di ben definita identità. Ma vero è anche che, dopo ampia circolazione,

colare riferimento a specifici settori quali quello delle *entidades de crédito*, si pensi al *Real Decreto* 12 aprile 2013, n. 256 attraverso il quale si recepiscono i criteri della BCE relativi alla “*evaluación de la adecuación de los miembros del órgano de administración*”.

⁹ Nell'ottica della celebre nota, secondo cui “*publicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman*”: L.D. BRANDEIS, *Other people's money*, 1914, 92.

¹⁰ Ammesso poi che, come sostenuto tra gli altri e brillantemente, in C.M. REINHART, K.S. ROGOFF, *This time is different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, 2009, *passim* non sia la deregolamentazione e il prevalere della logica dell'autodeterminazione a favorire la ciclica produzione di bolle speculative e le conseguenti crisi finanziarie.



siffatti strumenti si rinvengono secondo tratti sostanzialmente comuni per lo più in tutti gli ordinamenti. E che, ad esempio, il contributo del legislatore tedesco come delle sue corti non può esser taciuto, per altri strumenti tra questi.

A variare, piuttosto, sembra essere l'intensità dell'impiego di un meccanismo rispetto all'altro – come il carattere obbligatorio o volontario della specifica previsione –, nella costante ricerca del dosaggio più idoneo e più equilibrato rispetto al momento storico di riferimento.

E così, un insieme di strumenti ormai tradizionali si declina variamente restituendo di volta in volta un assetto di maggior o minor rigore, di maggior o minor “successo”, ma raramente di profonda originalità¹¹. Il che val quanto dire che la ricerca di un *trend* negli interventi sul tema, più che registrare di solito peculiari innovazioni, finisce con il rilevare meramente le predette modulazioni, come operate sotto la spinta delle esigenze contingenti.

L'intervento contenuto nella citata *Ley* 31/2014, con riferimento allo specifico argomento, sembra rispondere a tale “regola”, ma non del tutto. Questo è senza dubbio impegnato a rafforzare i meccanismi già disponibili per l'allineamento degli interessi degli amministratori a quello sociale; ma si appalesa altresì non privo di elementi originali se non nell'ispirazione almeno nel funzionamento di taluni dettagli e, meglio ancora, nella combinazione dei parametri eletti. E comunque disvela sin da subito la volontà di non procedere in materia a una mera rifinitura delle regole previgenti, come si dirà *infra*.

Si pensi solo alla dimensione dell'intervento – non che tale circostanza sia di per sé da sola indicativa del carattere di innovatività. Al fatto, in altri termini, che il provvedimento in questione novelli, al pari di quando detto, tre (217-219) dei quattro articoli dedicati dalla *LSC* alla *remuneración de los administradores* di tutte le società di capitali; e soprattutto appronti *ex novo* un intero grappolo di norme per le società quotate.

A ben vedere, però, in questo tempo e in questo luogo, nemmeno ciò costituisce una reale sorpresa.

Si è già accennato al fatto che tra le cause principali della crisi è stato di sovente individuato, unitamente al fallimento dei vari gradi di controllo, giustappunto l'inadeguatezza della disciplina sugli emolumenti degli amministratori, in particolar modo per le quotate. Atteso l'impatto della medesima crisi sul sistema economico e sociale spagnolo, non si poteva ragionevolmente realizzare una riforma delle norme in materia senza introdurre reali novità e senza investire con le stesse la normativa sulla *sociedad cotizada*.

¹¹ Ovviamente, non sono mancate e non mancano tutt'oggi idee pur dotate di coraggiosa originalità; esse rimangono però sovente semplici proposte o spunti per dibattiti più o meno ampi. Si pensi alla celebre tesi del c.d. *fat cat* di Lord Wedderburn e alla sua conseguente proposta – “*first practical step*” di una profonda riforma della *company law* inglese – di coinvolgere i lavoratori nella determinazione degli emolumenti degli *executive* delle *large company* – *id est* inserire dei rappresentanti dei lavoratori nella struttura societaria, non necessariamente nel *board of directors*, ma quantomeno nel *remuneration committee* o in posizione tale da poter incidere sulle decisioni in materia. V., per la sua ultima elaborazione, B. WEDDERBURN, *The Future of Company Law: Fat Cats, Corporate Governance and Workers*, Liverpool, 2004, 49 ss.



Se si considera poi che, in tutti gli ordinamenti, i tradizionali meccanismi di controllo di origine angloamericana su questi compensi hanno registrato carenze più o meno significative nella propria efficacia, ben si comprende quale sia l'origine di una scelta di tal genere; quale sia la spinta, vale a dire, che ha indotto la mano del legislatore a disegnare percorsi al fine dotati di una qualche innovatività – quantomeno con riguardo all'ordinamento in questione perché si affidano, attraverso clausole generali, non soltanto alla generica *deterrence* ma alla calibrazione del limite ad opera delle corti.

Per apprezzarne il reale rilievo, però, deve necessariamente rapportarsi la novella, da un lato, alle più comuni patologie dei sistemi di determinazione e controllo delle retribuzioni dei *manager* e, dall'altro ai rischi di un eccesso delle regole in materia.

Giova quindi analizzare in maggior dettaglio entrambi i profili.

2.1. – Come noto – e il profilo è stato ampiamente oggetto dell'attenzione della dottrina –, nelle società che evidenziano una forma separazione tra proprietà e controllo, gli azionisti non sono in grado di – *rectius* interessati a – assolvere efficacemente alla funzione di *gatekeepers* e tendono ad adottare meccanismi retributivi per i *manager* che allineino i propri interessi con quelli di questi ultimi. E così la parte variabile di tali remunerazioni viene per solito correlata ai risultati di esercizio o a specifici risultati, nonché corredata da piani più o meno ampi di retribuzione a mezzo di *stock options*¹².

In siffatti contesti, entrambe le circostanze (assenza di un controllo efficace da parte degli azionisti e politiche di remunerazione come descritte) favoriscono gestioni volte al perseguimento di obiettivi di breve periodo; ovverosia inducono gli amministratori a decisioni che massimizzino il valore delle azioni nel momento – incrementando le collegate retribuzioni del *management* – piuttosto che costruire crescita duratura, solida e dal carattere non speculativo¹³.

Il che val quanto dire che nelle società quotate si realizza una pericolosa convergenza di interessi alla speculazione: gli azionisti, meri investitori, tendono a mirare al ritorno economico derivante dall'immediato incremento nel prezzo delle azioni; gli amministratori, incentivati da com-

¹² Cfr. P.J. WELLS, *op. cit.*, 305. Per il sistema italiano, tra tutti v. M. MUCCIARELLI, *Interesse sociale ed esclusione del diritto di opzione*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 465. A. ZANARDO, *I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, V, 2006, 738 ss.; G. ACERBI, *Osservazioni sulle stock options e sull'azionariato dei dipendenti*, in *Riv. soc.*, 1998, 1208 ss.

¹³ Proprio in relazione alla novella in esame, v. quanto affermato nel *Preámbulo* della Ley 31/2014 – in particolare sub V e VI. Cfr. quanto efficacemente rimarcato in tal senso in J. KAY, *The Kay review of UK equity markets and long-term decision making*, 2013, 77-81, disponibile su https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf e la successiva *implementation* – dell'ottobre 2014 – disponibile su https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/367070/bis-14-1157-implementation-of-the-kay-review-progress-report.pdf. Più un generale, l'argomento è, come noto, oggetto di analisi ampie e pregevoli; di là da quanto citato, non si prescinda da L.A. BEBCHUK, J.M. FRIED, D.I. WALKER, *Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation*, in *Un. Ch. L. Rev.*, 2002, vol. 69, 751-846, nonché L.A. BEBCHUK, J.M. FRIED, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Boston, 2004, *passim* e in part. 24 ss.



pensi correlati allo stesso *target* finanziario, sono spinti a trascurare nella valutazione delle operazioni i rischi di lungo periodo in nome di effetti immediati. Un'endemica tendenza alla speculazione, un circolo vizioso che induce a *business decision* più rischiose appunto e che serve solo in apparenza gli interessi di entrambi gli attori (azionisti e amministratori), ma di fatto arricchisce gli amministratori e si disvela insostenibile talvolta già nel medio periodo per la società¹⁴.

Ma vi è di più.

Almeno altre tre disfunzioni affliggono tradizionalmente – e in via principale – il sistema di remunerazione degli amministratori dell'anonima e particolarmente delle quotate; in breve: il c.d. *ratchet effect*, la tendenza al continuo incremento dei compensi, indipendentemente dalle circostanze concrete¹⁵; le carenze, sistemiche e croniche, nei meccanismi di vigilanza e controllo, sovente risultato di politiche di *de-regulation* o *light-touch regulation*; la scarsa capacità dei *remuneration committee* di fungere da reale argine alla determinazione di emolumenti esorbitanti e scollegati dalla situazione della società.

Né si taccia come, nelle società di capitali che presentano *blockholders*, il sistema di remunerazione degli amministratori si presti a un ulteriore impiego, divenendo strumento del socio di maggioranza – che sia amministratore o semplicemente vicino in termini collusivi agli amministratori – per “*canalizar la riqueza de la sociedad*” fuori dalla stessa, in spregio delle regole in materia e in danno della minoranza¹⁶.

¹⁴ Peraltro, si rilevi come la carenza di interesse verso politiche di medio-lungo periodo in favore di scelte sempre più rischiose sia tendenza particolarmente riscontrabile nei sistemi anglosassoni, ove in ossequio alla c.d. *ideology of shareholder primacy*, obiettivo della gestione è il mero incremento del *personal wealth of the shareholders*. Ampia la letteratura sul tema; di recente, per tutti v. C. NAKAJIMA, *Shareholder primacy revisited*, in *Comp. Law*, 2012, vol. 33 n. 7, 193-195; nonché, P.J. WELLS, *op. cit.*, 305 ove si legge: “*This consequently means that shareholders are willing to embark on risky projects and incentivise directors to act in their short-term interests. Shareholders, generally, seem to have no «long-term interest in invigilating a company» due to the ability to sell their shares should the company face financial difficulty. Therefore, shareholders, following the «pledge of shareholder primacy», in fact, implicitly validated high-risk practices by directors and executives*”. Interessante, con riguardo allo specifico profilo, è la variante offerta dal modello societario canadese, il quale, qualificando la società stessa come “*principal*”, rifugge dal punto di vista dogmatico dal c.d. *shareholder short-termism*. I *directors* infatti sono tenuti ad agire *in the long-term interest of the company* e non meramente *in the short-term interests of the shareholders*. V. Peoples Department Stores Inc. (Trustee of) v. Wise 2004 SCC 68, [2004] 3 SCR 461, ove si precisa: “*At all times, directors and officers owe their fiduciary obligation to the corporation. The interests of the corporation are not to be confused with the interests of the shareholders, the interests of the creditors or those of any other stakeholders*”; ulteriormente ribadito in BCE Inc. v 1976 Debentureholders, 2008 SCC 69, [2008] 3 SCR 560: “*The fiduciary duty of the directors to the corporation is a broad, contextual concept. It is not confined to short-term profit or share value. Where the corporation is an ongoing concern, it looks to the long-term interests of the corporation*”.

¹⁵ Per il sistema inglese, cfr. i dati in *Shareholder Vote on Executive Remuneration, Impact Assessment 2012*, 6, disponibile su https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/31374/12-648-shareholder-votes-executive-remuneration-impact-assessment.pdf. In P.J. WELLS, *op. cit.*, 306 sul punto si legge: “*This effect meant that executive pay was caught in an ever-increasing spiral. Despite the times when performance was poor, or the markets were struggling, the remuneration for executives remained artificially high*”. V. anche S. SHEIKH, *Curb-ing top pay bonanza*, in *Company Law*, 1995, 117; J. HILL, *Regulating executive remuneration: international developments in the post-scandal era*, in *European Company Law*, 2006, vol. 3, n. 1, 65.

¹⁶ E.J. TERUEL LILLO, *Modificaciones en el régimen de los consejos de administración. Revisión de la remunera-*



Orbene, le evidenze di quanto tali disfunzioni abbiano prevalso sui controlli e condotto a una deriva finanziaria appaiono sufficientemente documentate¹⁷; come la circostanza che la disciplina che non si sia rivelata in grado di arginare i predetti eccessi intervenendo sui tali profili – e finendo con l’assistere a una spirale speculativa se non addirittura con l’alimentarla.

Peraltro, non vi è chi non veda come la predetta spirale si avviti in modo ancor più indesiderabile nelle quotate e nei periodi di crescita economica nonché di buon andamento del mercato e del prezzo delle proprie azioni, allorquando gli azionisti disvelano una forte tendenza a divenire o rimanere “*apathetic*”, riducendo l’incidenza del proprio naturale ruolo di controllori – proprio mentre il legislatore deregolamenta e allenta le maglie del sistema dei controlli¹⁸.

Vero è – si è detto – che questa appare conseguenza lata della più ampia assenza d’un efficace controllo assembleare, tipico delle società prive di azionisti di controllo – cui nemmeno la presenza di investitori istituzionali, se privi di interesse industriale, sembra porre rimedio; *au contraire*¹⁹. Ma vero è anche che le regole delle società di capitali non possono non rapportarsi ai rischi specifici delle quotate o affidarsi meramente a codici etici di sorta – e ciò salvo non si adottino norme ulteriori e specifiche per le società quotate, al fine di non irrigidire l’intera regolamentazione dell’anonima²⁰.

Anche nel sistema spagnolo, i tradizionali strumenti di allineamento dell’interesse sociale con quello dei *manager*, in *primis* le *stock option*, si sono tradotti in perversi meccanismi di contorsione e di asservimento dello stesso interesse sociale a logiche finanche contrarie all’economia del sistema di riferimento – in particolar modo nelle imprese bancarie –, nel descritto dilemma tra le sirene di benefici forse fittizi e le chimere di vantaggi reali e duraturi²¹.

Scoraggianti quanto indicativi sono apparsi, in tal senso, i dati pubblicati dalla *Comisión Na-*

ción de los administradores, in *Mejora del gobierno corporativo de sociedades no cotizadas. (A propósito de la Ley 31/2014, de 3 de diciembre)*, diretto da R. JORDÁ GARCÍA, L. NAVARRO MATAMOROS, Madrid, 2015, 154.

¹⁷ Oltre quanto citato, v. l’analisi di S. GRIFFITH-JONES, J.A. OCAMPO, J.E. STIGLITZ, *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, Oxford, 2010, *passim*.

¹⁸ Cfr. P.J. WELLS, *op. cit.*, 305.

¹⁹ Sulle perplessità circa l’idoneità degli investitori istituzionali a porre un argine alla spirale speculativa *de qua*, cfr. C. VILLIERS, *Controlling executive pay: institutional investors or distributive justice*, in *J. Corp. Law Studies*, 2010, vol. 10, n. 1, 331 ss. E di recente, C. DOIDGE, A. DYCK, H. MAHMUDI, A. VIRANI, *Can institutional investors improve corporate governance through collective action?*, 2015, p. 23 ss. disponibile su http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2635662.

²⁰ Come noto, in tema di competenze nella determinazione dei compensi degli amministratori, si declina in tale senso, ad esempio, il rapporto tra gli artt. 2364, comma 1, n. 3 e 2389, commi 1 e 3, c.c. da un lato e l’art. 114-*bis* d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 dall’altro – anche quanto previsto dall’art. 123-*ter*, comma 6, del medesimo d.lgs. n. 58/1998, previsione introdotta con il d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259. O, secondo altro criterio discrezionale rispetto a quello della quotazione, ma nella medesima logica, si consideri la procedura per la predetta individuazione delle remunerazioni nelle società direttamente o indirettamente controllate dalle pubbliche amministrazioni – disciplina di cui all’art. 23-*bis* d.l. 6 dicembre 2011, n. 201, convertito con l. 22 dicembre 2011, n. 214, modificato dal d.l. 21 giugno 2013, n. 69, convertito con l. 9 agosto 2013, n. 98.

²¹ Cfr. J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Norma y autorregulación en la configuración del régimen retributivo de los consejeros*, Madrid, 2010, 725-729.



cional del Mercado de Valores (CNMV) per l'anno 2013 – disaggregati e redatti finalmente in maniera uniforme, ai sensi dell'Orden ECC/461/2013, del 20 marzo 2013, e contenuti nella *Informe Anual de Remuneraciones de los Consejeros de las compañías del IBEX 35*²².

Da qui la necessità di un intervento normativo; e da qui, con buona probabilità, le ragioni dell'introduzione in sede normativa di veri e propri limiti generali, parametri “salutari” nella determinazione dei compensi degli amministratori.

D'altronde, la dimensione della crisi e l'indignazione sociale derivatane reclamavano – si è detto – misure dall'impatto rilevante. Scartata allora l'opportunità di affidare meramente nel funzionamento dei *committees* appositamente costituiti – ivi la fiducia appare irrimediabilmente avvinta al livello di etica del mercato di riferimento nonché all'efficacia del ruolo degli *independent directors*²³ –, rivelatisi tradizionalmente insufficienti gli strumenti di attivazione o rafforzamento di un concreto controllo assembleare in materia²⁴, salvo a non coinvolgere nella *governance* societaria gruppi organizzati e in grado di vigilare sulle remunerazioni e sulla loro parametrizzazione – come nel modello della *Mitbestimmung* tedesca²⁵ –, altre opzioni non rimanevano se non scelte più “radicali”.

²² Disponibile su <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/RemuneracionesIBEX2013.pdf>. I dati sono commentati, proprio per quanto oggetto del presente studio, in M. RUIZ MUÑOZ, *La retribución de los administradores y altos ejecutivos de las sociedades de capital: libertad, transparencia y control (La modificación de la LSC por la Ley 31/2014 y el ALCM)*, in AA.VV., *Estudios sobre el futuro Código Mercantil. Cíbro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz*, Getafe, 2015, 863-864, ove ulteriori riferimenti. Nel solco dell'analisi che si sta svolgendo indicazioni interessanti potevano ricavarsi già dalla lettura delle varie *Informe de Gobierno Corporativo de la Comisión Nacional del Mercado Valores* del 2007, 2008 e 2009 da cui erano ampiamente emersi sia la scarsa propensione delle società spagnole ad applicare le regole in tema di “*transparencia de las retribuciones*”, sia lo scarso coinvolgimento dell'organo assembleare in argomento, pur solo con funzioni consultive, ma soprattutto l'endemica opacità che affliggeva particolarmente i meccanismi relativi al computo della parte variabile delle remunerazioni.

²³ Vasta la letteratura in argomento. *Ex multis*, J.N. GORDON, *The rise of independent directors in the United States, 1950-2005: of shareholder value and stock market prices*, in *Stan. L. Rev.*, 2007, vo. 59, n. 6, 1465-1568; B. D. NGUYEN, K. M. NIELSEN, *The value of independent directors: evidence from sudden deaths*, in *J. Fin. Econ.*, 2010, vol. 98, n. 3, 550-567; F. TUNG, *The puzzle of independent directors: new learning*, in *B.U.L. Rev.*, 2001, n. 91, 1175 ss. Nel dibattito italiano, U. TOMBARI, *Amministratori indipendenti, “sistema dei controlli” e corporate governance: quale futuro?*, in *Banca borsa*, 2012, 5, 506 ss.; N. SALANITRO, *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in *Banca borsa*, 2008, 1, 1 ss.; R. RORDORF, *Gli amministratori indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2007, 2, 143 ss.; G. ROSSI, A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, 1, 1 ss.; G. PRESTI, F. M. MACCABRUNI, *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *Analisi giur. econ.*, 1, 2003, 97 ss.

²⁴ L'indagine non rivela miglior sorte, d'altro canto, ove si prendano in considerazione gli altri, più generali, meccanismi concepiti e impiegati per la partecipazione dei piccoli azionisti: si pensi *inter caetera* alle *proxy fight* o all'istituto della *derivative action* che dall'ordinamento nordamericano ha conosciuto una circolazione tanto ampia, pur in differenti declinazioni, quanto di dubbia efficacia concreta. Se questi meccanismi appaiono di rado idonei a incrementare il livello di controllo o almeno la deterrenza verso i *mismanagement* e quindi, in specie, anche verso gli abusi del sistema delle remunerazioni degli amministratori, non può biasimarsi il ricorso a clausole generali come parametri cui collegare i compensi in questione e via per aprire eventualmente a uno *judicial scrutiny* delle relative decisioni – al pari di quanto si dirà *infra*.

²⁵ Scelta di fondo che per molto tempo ha conosciuto fieri e autorevoli oppositori, anche nella dottrina italiana. V., per tutti, L. MENGONI, *Diritto e valori*, Bologna, 1985, 332 ss.



Il punto merita però una trattazione di maggior dettaglio.

3. – Si riprenda in termini generali e astratti, dunque, quanto accennato.

Gli strumenti che si rinvergono nei sistemi giuridici occidentali per la gestione dei rischi – *recte* conflitti di interessi – correlati alla determinazione dei compensi degli amministratori appaiono ascrivibili, con buona approssimazione, a quattro linee principali di intervento: la *disclosure* dei compensi deliberati e percepiti, secondo obblighi informativi che favorendo la trasparenza facilitano l'attivazione dei più generali strumenti di controllo della *corporate governance*; la procedimentalizzazione delle determinazioni attraverso procedure e competenze composite (assemblea, consiglio di amministrazione, comitati speciali); la previsione di limiti e parametri, per solito collegati alle clausole generali della ragionevolezza, della proporzionalità e dell'adeguatezza; i rimedi, chiaramente funzione sia dei meccanismi precedentemente elencati, sia della propensione delle corti del sistema di riferimento a uno *judicial scrutiny* delle decisioni assunte dai competenti organi della società sul tema *de quo*.

Tali strumenti – *ça va sans dire* – ora emergono a livello positivo, ora si recuperano per via giurisprudenziale, anche in ragione delle caratteristiche dello specifico ordinamento; ma appaiono ormai sostanzialmente comuni, anche se non per intensità dell'impiego e per efficacia.

E così si trascorre dalla difesa della *business decision – ordinary*, quale è quella sui compensi degli amministratori nel sistema nordamericano – magari procedimentalizzata attraverso i *remuneration committee*, all'introduzione in sede normativa – come negli ordinamenti tedesco e spagnolo appunto – di criteri di ragionevolezza con i correlati rimedi di impugnazione delle determinazioni difformi e responsabilità per violazione dei medesimi.

Il tutto con due fattori che i *trend* sul punto fanno registrare e che comportano un'ulteriore complessità: l'eventuale e condivisibile distinzione dei regimi di controllo per le remunerazioni dei consiglieri esecutivi rispetto a quelli per gli amministratori privi di delega; e ancor più la costruzione di livelli crescenti di limitazioni e tutela per diversamente regolare il caso delle quotate o delle partecipate dalle amministrazioni pubbliche – ovverosia dei soggetti più esposti ai rischi accennati – rispetto alle altre società di capitali.

Il quadro diviene in tal modo un *puzzle* articolato, di non agevole lettura e soprattutto il cui risultato concreto – la cui effettività, si direbbe – deriva altresì dall'intensità degli interventi e dal citato grado di penetrazione del controllo giurisdizionale, anche funzione del periodo storico-economico.

Non può negarsi come, se è vero che le riforme hanno disvelato una più o meno contemporanea combinazione delle predette misure, è parimenti vero che i più recenti provvedimenti, anche sulla scorta delle – più o meno demagogiche eppur comprensibili – istanze consegnate dalla crisi, tradiscono una più forte propensione a superare talune remore ispirate a una certa interpretazione della libertà di impresa; indugi che hanno protetto le determinazioni sul punto dalle va-



lutazioni delle corti e, ancor più dalla possibilità di inferire responsabilità o accedere a rideterminazioni degli emolumenti deliberati.

Il tutto, ora, sotto l'egida di interessi di natura pubblicistica, i quali appaiono avanzare i tempi di crisi e sospingere concezioni maggiormente *social-oriented*.

Per quanto qui in interesse, però, giova sin da subito precisare che finanche l'introduzione di un parametro più stringente o di un criterio che permetta interventi di riduzione anche a opera di una corte non può legittimamente ritenersi un "affronto" o una lesione della libertà d'impresa. E ciò sia perché in concreto la tesi appare difficilmente sostenibile se non finanche velleitaria²⁶, sia perché anche in astratto è ben noto come l'iniziativa economica privata non si configuri come assoluta ma, a citare il paradigma dell'ordinamento italiano, rinvenga il proprio limite nell'utilità sociale di cui all'art. 41 Cost. – in una funzionalizzazione c.d. debole o piuttosto "reale" o "democratica"²⁷, quindi come limite appunto e non come ragione giustificatrice della libertà *de qua*, ma pur sempre sussistente anche se declinato nelle leggi ordinarie.

Orbene – passando dal generale al particolare –, almeno con riferimento allo specifico tema della *remuneración de los administradores*, la novella della *LSC* deve ritenersi ascrivibile al solco di siffatta consapevolezza; e tanto appare evidente sol che si ponga mente alla nuova lettera degli artt. 217-219 *LSC*, pur nel naturale tentativo di non incidere sull'autonomia nelle determinazioni in merito, purché orientate nel senso predetto, o di ridurre di fatto il potere discrezionale degli amministratori nella gestione stessa, favorendo condotte tanto difensive da risultare dannose.

E così quello che traspare dalla *Ley* 31/2014 è sicuramente un approccio composito e multi-livello, che percorre tutte le più battute e già citate linee di azione in argomento (obblighi informativi, competenze a decidere, limiti e meccanismi di controllo); e lo fa talvolta introducendo disposizioni *ex novo*, talaltra recependo in sede di *LSC* strumenti già sperimentati anche se di recente nella *Ley del Mercado de Valores (LMV)*, talaltra ancora rafforzando meccanismi già presenti nella stessa *LSC* e comunque coniugando variamente per esecutivi e non, nonché decli-

²⁶ Così definisce ogni concezione elitaria sulla lungimiranza dell'imprenditore o qualsivoglia deriva che, nell'auspicare l'eliminazione dei vincoli alla gestione, finisce con il confidare nella "forza creatrice del volere liberato dalla ragione" – volgare eco del mito nietzschiano dell'irrazionale dionisiaco –, G. VISENTINI, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, in *Nuova giur. civ. comm.*, cit., 463 s., ove si sottolinea, altresì, come richiami di tal sorta non siano affatto rari, particolarmente nella fase di transizione dall'economia amministrata al modello di mercato. Cfr. le ulteriori riflessioni, tra tutti, di G. RAGUSA MAGGIORE, *La responsabilità individuale degli amministratori*, Milano, 1969, 55 ss.

²⁷ Al pari di quanto sostenuto per tutti da F. GALGANO, *Le istituzioni dell'economia capitalistica*, Bologna, 1980, 145. E per tutti, in un dibattito complesso quanto ampio e appassionato, F. MANCINI, *Art. 4*, a cura di G. BRANCA, *Commentario della Costituzione*, Bologna-Roma, 1975, 231 ss.; P. CALAMANDREI, *Scritti e discorsi politici*, vol. I, tomo I, Firenze, 1966, 141 ss.; cfr., anche, P. PERLINGIERI, *Mercato, solidarietà e diritti umani*, in *Rass.dir.civ.*, 1995, n. 1, 84 ss., e riflessioni in tal senso già in ID., *Economia in bilico tra pubblico e privato: una formula in crisi?*, in *Dir. Impr.*, 1982, 205 ss. *contra* G. MINERVINI, *Contro la "funzionalizzazione" dell'impresa privata*, in *Riv. dir. civ.*, 1966, I, 372-383.



mandole tra disciplina generale delle società di capitali e disciplina speciale della *sociedad cotizada*, secondo una graduazione crescente di tutele²⁸.

Ma è anche un intervento non privo di coraggio.

A titolo esemplificativo e rinviando allo sviluppo della trattazione, si consideri come per tutte le società di capitali si sia scelto in generale di intervenire significativamente sulle componenti delle remunerazioni degli amministratori nonché sul sistema dei criteri informativi delle stesse e dei parametri-limite che le medesime non possono violare²⁹. Poi, mentre per ogni società di capitali è previsto altresì, dal nuovo comma 3 dell'art. 217 *LSC*, che sia l'assemblea degli azionisti a determinare “*el importe máximo de la remuneración anual del conjunto de los administradores*”, demandando al *consejo de administración* la fissazione dei compensi di ciascun consigliere – qui tenendo conto delle funzioni e delle responsabilità –, per le quotate è riconosciuto alla *junta general de accionistas* la competenza alla determinazione, parametrizzazione e controllo dell'intera politica di remunerazione degli amministratori, ivi incluse le varie componenti dei compensi, i “*términos y condiciones principales de [...] contratos*” tra cui “*su duración, indemnizaciones por cese anticipado o terminación de la relación contractual y pactos de exclusividad, no concurrencia post-contractual y permanencia o fidelización*” (art. 529-*octodecies LSC*).

Evidente – deve ritenersi – la *ratio* della citata calibrazione: fermi i limiti generali introdotti e validi per ogni ipotesi, gli amministratori conservano nelle norme tanto più potere di concreta articolazione degli emolumenti quanto minore è il rischio che ne possano abusare a fronte di una parcellizzazione dell'azionariato; ovverosia il consiglio di amministrazione delle società quotate fronteggia un recupero di competenze in materia da parte dell'assemblea e affronta procedure più articolate – che possono anche rimettere in discussione i compensi approvati³⁰ –, sia perché per le dimensioni societarie è probabile che un abuso realizzi qui danni più ingenti – potenzialmente più difficili da risarcire e con possibile impatto sull'intero sistema economico –, sia perché, per le caratteristiche degli azionisti della *cotizada*, il naturale controllo operato dai soci tende a perdere d'intensità. Considerazioni, quindi, condivisibili e non prive di colorazioni pubblicistiche – si diceva.

La riforma, dunque, arricchisce la disciplina di una prismatica complessità³¹, che stride con

²⁸ Sulla riforma, oltre quanto citato *infra*, v. pure R. JORDÁ GARCÍA, *Aplicabilidad de lo principios de gobierno corporativo a las sociedades no cotizadas y la reforma de la ley de sociedades de capital basada en la mejora del gobierno corporativo*, in *Mejora*, cit., 23 ss.; nonché *La reforma de la ley de sociedades de capital en materia de gobierno corporativo*, a cura di J. GARCÍA DE ENTERRÍA, Cizur Menor, 2015, *passim*.

²⁹ Cfr. art. 217, commi 2 e 4, *LSC*.

³⁰ Cfr. art. 529-*novodecies*, comma 4: “*En caso de que el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros fuera rechazado en la votación consultiva de la junta general ordinaria, la política de remuneraciones aplicable para el ejercicio siguiente deberá someterse a la aprobación de la junta general con carácter previo a su aplicación, aunque no hubiese transcurrido el plazo de tres años anteriormente mencionado. Se exceptúan los supuestos en que la política de remuneraciones se hubiera aprobado en esa misma junta general ordinaria*”. Diffusamente *infra*.

³¹ Come detto, la consapevolezza delle possibili difficoltà di adeguamento dei soggetti destinatari rispetto alla nuova disciplina ha indotto il legislatore spagnolo a prevedere un regime transitorio. Con riferimento a ciò, in F. MARÍN DE LA



la semplicità, non priva di ombre, del regime previgente – basato invece su una presunzione e quattro regole e fondato su di sistema che per l’anonima ruotava sostanzialmente attorno alle previsioni statutarie³².

Un cambio di rotta il quale appare invero fedele ai lavori che lo hanno ispirato e al contesto che ha condotto la novella alla propria approvazione. Di tal che, prima di procedere all’analisi delle nuove norme, conviene prender le mosse dalla disciplina previgente ma ancor prima far cenno, anche se assai brevemente, al percorso che ha preceduto la *Ley* 31/2014.

4. – È il *Preámbulo* della legge stessa ad attestare come il provvedimento di novellazione intenda rispondere alle note e ripetute sollecitazioni rappresentate sia a livello comunitario che più in generale dalle istituzioni di vigilanza sovranazionali, affinché le remunerazioni degli amministratori risultino concretamente paramtrate al reale andamento dell’impresa e costantemente allineate con l’interesse della società³³. Anzi, come anticipato, la *Ley* 31/2014 risulta significativamente fedele – e non solo ispirata – all’*Informe de la Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo*³⁴.

Questo non è motivo di stupore alcuno. Il legislatore spagnolo, invero, è giunto alla riforma a fronte di un contesto giuridico che ne aveva ben preparato il terreno.

Si considerino, *in primis*, le raccomandazioni e le sollecitazioni provenienti da codici etici e di condotta, per lo più per le società quotate, che si sono succeduti nel tempo: dal *Código Olivencia* de 1998³⁵ al c.d. *Informe Aldama* del 2003, al *Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG)* de

BÁRCENA, *La reforma de la retribución de los administradores de las sociedades de capital*, in AA.VV., *La reformas del régimen de sociedades de capital según la Ley 31/2014*, 2015, 44 ss. disponibile all’indirizzo web: <http://www.gomezacebo-pombo.com/media/k2/attachments/las-reformas-del-regimen-de-sociedades-de-capital-segun-la-ley-31-2014.pdf> si legge: “Cabe señalar por último que, conforme a las reglas generales en materia de Derecho transitorio (disp. trans. segunda del Código Civil), parece posible afirmar que, al menos en la relación interna, los contratos ya establecidos no deberían verse afectados y que sólo será necesaria la sujeción al nuevo régimen legal cuando se disponga su modificación o extinción. No obstante, los términos tan estrictos con los que se ha pronunciado el legislador respecto a la ilicitud de la retribución que no conste en el contrato y el hecho cierto de que los contratos suscritos con anterioridad a la reforma no cumplen en muchos casos los requisitos impuestos por la regulación anterior aconsejan en todo caso su revisión y adecuación a la nueva normativa”. In linea anche il citato intervento in sede di disposizioni finali sulla competenza della CNMV, cui consegue l’ampiamiento della relativa vigilanza in materia nei confronti delle società cotizzate – come si ricava dalla modifica della *Ley* 28 luglio 1988, n. 24.

³² Come efficacemente affermato da M. RUIZ MUÑOZ, *La retribución*, cit., 865 s., ove correttamente in nota si segnala altresì che “con anterioridad a la LSC la regulación se contenía en los arts. 130 LSA y 66 de la LSRL” (v. nota 13).

³³ Così il *Preámbulo* VI della *Ley* 31/2014.

³⁴ Commissione creata su delibera del *Consejo de Ministros* del 10 maggio 2013 e dalla correlata normativa regolamentare – *Orden ECC 895/2013*, del 21 maggio successivo, percorso per il quale la *Propuesta de Anteproyecto de Ley de Reforma de la LSC* è transitata per divenire *Proyecto de Ley*.

³⁵ Su cui, per tutti, M. OLIVENCIA, *La remuneración de los administradores y el código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*, in AA.VV., *La retribución de los administradores en las sociedades cotizadas. Estudio especial de las opciones sobre acciones y otros derechos referidos a las cotizaciones*, Madrid, 2003, 31 ss.



2006 poi modificato nel 2009 e nel 2013. Peraltro, una volta emanata la riforma, si è immediatamente proceduto a redigere un nuovo codice di condotta, alla stessa adeguato, pubblicato nel febbraio 2015 sotto il nome di *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas (CBGSC)*³⁶.

L'approccio non è dissimile rispetto alle esperienze degli altri ordinamenti; rivela la medesima fascinazione – testimoniata dai numerosi interventi appena citati – e le consuete ispirazioni anche qui comunitarie³⁷; nonché – *lex minus quam perfecta* – persegue l'ambizioso progetto di attribuire valenza performativa ad espressioni normative di condotta³⁸.

Il *CBGSC* ha, in parte, modificato le raccomandazioni in materia di retribuzione degli amministratori sociali di cui al *CUBG (rec. 35-41)*³⁹, implementando le nuove regole introdotte dalla *Ley 31/2014* – molte delle quali, con l'ingresso nella *LSC*, hanno elevato di rango giustappunto principi sperimentati nei citati codici di condotta – e mantenendo ben in mente altresì l'esigenza che nelle società quotate i sistemi di remunerazione, seppur trasparenti e non sproportionati, possano comunque “*atraer y retener a los consejeros del perfil deseado*” (*rec. 25*). Non vi è chi non riconosca, infatti, l'importanza in questo contesto di operare nel mercato dei *manager* per incaricare professionisti capaci e qualificati⁴⁰. Ma è parimenti vero che, fermo

³⁶ Più esattamente, approvato dal *Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores* in data 18 febbraio 2015. Cfr. la ampia e accurata ricostruzione in M. RUIZ MUÑOZ, *La retribución*, cit., 870 ss.

³⁷ Sul punto, si rinvia alle Raccomandazioni 2004/913/CE, 2005/162/CE e 2009/385/CE, sul sistema di retribuzione dei consiglieri delle società quotate in borsa.

³⁸ Ricca è la bibliografia sul tema dei codici di condotta nell'ambito in esame. V. C. ANGELICI, *Responsabilità sociale dell'impresa, codici etici e autodisciplina*, in *Giur. comm.*, 2011, 160 ss. ove riferimenti.

³⁹ La vecchia disciplina, in vero, era già apparsa disallineata rispetto alle nuove regole contenute nella *Ley de Mercado de Valores* (art. 61-ter *LMV*, come modificato dal legislatore del 2013), tanto da indurre la *CNMV* a intervenire sul *Código Unico* del 2006 per evitare incoerenze e duplicazioni normative, vieppiù probabili se si considera che proprio le disposizioni in tema di regole di approvazione e trasparenza delle retribuzioni erano state rese obbligatorie per tutte le società quotate. Il *CUBG* ad ogni buon conto già conteneva regole di “*aprobación y transparencia*”, fissava una serie di criteri di orientamento e prevedeva il coinvolgimento della *junta general*.

⁴⁰ Fermo restando quanto si dirà *infra*, devono nell'ambito delle *recomendaciones* in parola ritenersi coerenti con questa premessa le previsioni che attribuiscono una parte variabile della retribuzione, così come attribuzioni di azioni e obbligazioni ovvero di altri strumenti finanziari, solo ai *consejeros ejecutivos (rec. 61)*. D'altro canto, la inaccettabilità per azionisti e opinione pubblica della sproporzione della parte variabile della retribuzione di molti *manager*, di sovente indipendentemente dall'effettiva *performance* aziendale, hanno indotto a prevedere nella codice una serie di eccezioni (*rec. 57*) a siffatto regime di favore. Queste attengono, per un verso, allo sviluppo di una saggia politica di retribuzione in grado di individuare nel gioco equilibrato delle responsabilità la chiave di volta per non compromettere la indipendenza dei consiglieri sprovvisti di deleghe esecutive (*rec. 56*) e, per l'altro, all'evitare di agganciare automaticamente la retribuzione all'evoluzione dei mercati, prediligendo, piuttosto, un'analisi del concreto “*rendimiento profesional*”. Rischio assunto, strategie di sviluppo a lungo termine e valutazione della loro sostenibilità, capacità di gestione e organizzazione dei rischi si trasformano così in altrettante cartine al tornasole in grado di restituire il valore della prestazione cui parametrare la retribuzione, con l'obiettivo di non sopravvalutare eventi eccezionali o straordinari (*rec. 58*). La preoccupazione sembra essere quella di remunerare effettivamente gli amministratori solo per le attività svolte e per i risultati conseguiti (*rec. 59*), prendendo in considerazione anche eventuali reports negativi di auditor esterni (*rec. 60*). Ma vi è più. L'esigenza che l'ammontare complessivo della remunerazione variabile debba essere sostenibile rispetto alla situazione finanziaria della società affida a clausole contrattuali di *clawback (rec. 62)*, la possibile restituzione,



ciò, il principio della proporzionalità tra retribuzione e *performance* già adombrato nel *CUBG* si diffonde e permea il *CBGSC* con una forza e pervasività che danno conto del sensibile passo in avanti operato su questo terreno dalla *Ley* 31/2014.

Ritornando al percorso graduale che ha condotto all'adozione della *Ley* 31/2014, però, vi è un'altra tappa che non potrebbe tacersi e che dimostra come, suggestioni a parte, la crisi economica abbia messo in dubbio anche l'efficacia di raccomandazioni affidate alla (buona) volontà dei vigilati – ammesso che non abbia invece segnato il fallimento del mito stesso dell'auto-regolamentazione.

In un graduale passaggio verso l'obbligatorietà delle previsioni sulla trasparenza e sulla procedimentalizzazione delle determinazioni in merito, infatti, il legislatore spagnolo ha più volte normato la materia, prima dell'ultima novella della *LSC* in commento.

E così la *Ley* 2/2011 (c.d. *Ley de Economía Sostenible* o *LES*) ha modificato la *LMV*, prevedendo per le *sociedades cotizadas y las entidades de crédito* – sulla scia della *say on pay* statunitense⁴¹ – una disciplina di *disclosure* obbligatoria in ordine alla remunerazione degli amministratori e alla politica adottata in argomento, da realizzarsi attraverso *Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC)* e *Informe Anual sobre Remuneraciones de los Consejeros (IARC)*⁴².

Profilo questo che deve rilevarsi in tutta la propria importanza se è vero che è poi stato dettato dalla regolamentazione derivata, oltre a esser divenuto parte integrante del complesso sistema della *LSC* novellata⁴³.

Non solo, ma con l'art. 5 del *RD-Ley* 2/2012⁴⁴, successivamente modificato dalla *Ley* 9/2012⁴⁵ si è giunti finanche a prevedere un regime speciale che introduce limiti quantitativi ai predetti emolumenti per *administradores y directivos de entidades de crédito* partecipate dal

anche parziale, di compensi già corrisposti dalle aziende al proprio *management* come parte variabile della *compensation*. Analogo carattere sanzionatorio deve riconoscersi alla previsione di cui alla *rec.* 63 in ipotesi di risoluzione del contratto, così come per la determinazione dell'ammontare della liquidazione (*rec.* 64).

⁴¹ Implementata con il *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* del 2010, e comunque component tradizionale di quel sistema di *corporate governance*. Di rilevante interesse, anche per la ricostruzione storica e comparatistica di cui alla presente indagine, B. R. CHEFFINS, R. S. THOMAS, *Should shareholders have a greater say over executive pay? Learning from the US experience*, in *J. Corp. Law Studies*, 2001, n. 1, 277 ss.; nonché J.E. CORE, W.R. GUAY, R.S. THOMAS, *Review: Is U.S. CEO compensation inefficient pay without performance?*, in *Mich. L. Rev.*, 2005, n. 103 (6), 1142-1185.

⁴² I riferimenti sono all'art. 27 della *LES* che ha stabilito l'implementazione della trasparenza per le remunerazioni e le politiche retributive degli amministratori e alti dirigenti, concretamente previste quindi con l'introduzione degli artt. l'introduzione degli artt. 61-*bis* e *ter* rispettivamente a mezzo della *Disposición Final* 5^a e 6^a; questa ultima appunto modificata ulteriormente dalla *Ley* 27 dicembre 2013, n. 26. Le norme sono state ora abrogate. Su entrambi gli *Informe v. infra*, *sub par.* 7.

⁴³ Cfr. l'art. 10 dell'*Orden ECC/461/2013*, sul contenuto dell'informativa nonché la *Circular* della *CNMV* 4/2013 per il modello di *IARC* e la *Circular* della *CNMV* 5/2013 per il modello di *IAGC*. Cfr. la ampia ricostruzione e rassegna in M. RUIZ MUÑOZ, *La retribución*, cit., 877 ss.

⁴⁴ *RD-Ley* 3 febbraio 2012, n. 2, sul risanamento del settore finanziario e dalla collegata *Orden ECC/1762/2012*.

⁴⁵ *Ley* 14 novembre 2012, n. 9.



Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (c.d. *FROB*) o che da questi ricevono sostegno finanziario ⁴⁶.

Ecco che, in un crescendo di interventi ma anche sovrapposizioni e a fronte delle menzionate istanze sociali, il legislatore non poteva attendere oltre per procedere a una più organica riforma; riforma che si compie sì con la *Ley* 31/2014 in commento ma che è, con buona probabilità, destinata a proseguire con il progetto di legge nel quale sfocerà l'*Anteproyecto de Ley de Código Mercantil (ALCM)* già adottato e oggetto attualmente di analisi e dibattiti ⁴⁷.

5. – Riprendendo il percorso esegetico intrapreso con riferimento alla nuova disciplina, il primo passo che deve compiersi è innanzitutto l'individuazione delle coordinate del complesso provvedimento normativo in commento.

L'opera si profila sin da subito al pari della ricomposizione di un vero e proprio mosaico.

Si è ampiamente rimarcato, infatti, come la *Ley* 31/2014 muova le fila del proprio intervento su due diversi piani, i quali combinati restituiscono quattro livelli di disciplina: quello generale delle norme applicabili a tutte le società di capitali e quello speciale le cui destinatarie sono solo le quotate, per un verso; e quello delle previsioni per la remunerazione dei “*los administradores o consejeros en su condición de tales*” e quello delle regole indirizzate ai soli “*consejeros ejecutivos*”, per altro verso.

Orbene, alla disciplina generale degli emolumenti degli amministratori nelle *sociedades de capital* – anche se di fatto, in virtù della specialità delle norme per le quotate, essa finisce con l'individuare il regime sostanzialmente applicabile alle sole non quotate –, sono ora dedicati *in primis* gli artt. 217-220 *LSC*, dei quali tre oggetto di una modifica cui si è già fatto riferimento *supra*. A questi devono aggiungersi il divieto di “*ventajas o remuneraciones de terceros distintos de la sociedad y su grupo*” di cui all'art. 229, comma 1, lett e), e il correlato “*régimen de imperatividad y dispensa*” di cui al successivo art. 230; nonché l'art. 249, il cui comma 4 reca la disciplina dei compensi degli amministratori delegati – oltre che della “*eventual indemnización por cese anticipado en dichas funciones*” e della “*cantidades a abonar por la sociedad en concepto de primas de seguro o de contribución a sistemas de ahorro*” previsti in loro favore.

Fermo il predetto regime generale, la remunerazione degli consiglieri di amministrazione delle società quotate è ora regolata dalla nuova *Sección 3ª del capítulo VII del título XIV* ⁴⁸, recante ben quattro disposizioni: dall'art. 529-*sexdecies* fino all'art. 529-*novodecies*. Tale regime

⁴⁶ Unitamente al divieto di stabilire remunerazioni variabili.

⁴⁷ Il testo ufficiale è disponibile all'indirizzo web: <http://transparencia.gob.es/en/buscar/contenido/normaelaboracion/NormaEV03L0-20141901>. v. J CUENCA MÁRQUEZ, *La distribución comercial: presente, pasado y futuro: análisis del anteproyecto de ley de Código Mercantil y reciente dictamen 837/2014 del Consejo de Estado sobre el proyecto de Código Mercantil*, in *Revista Aranzadi Doctrinal*, 4, 2015, 179-194.

⁴⁸ Rubricata appunto “*Especialidades de la remuneración de los Consejeros*”.



speciale si completa, poi, con le già citate previsioni sul tema contenute negli artt. 511-*bis* – che prevede tra *competencias adicionales* dell’assemblea di una quotata appunto quella relativa alla *política de remuneraciones de los consejeros* – e negli artt. 529-*duodecies* – rubricato “*categorías de consejeros*” –, 529-*quindecies* – sulla “*comisión de nombramientos y retribuciones*” – e infine 540 e 541 in materia di obblighi informativi – rispettivamente con riferimento all’*informe anual de gobierno corporativo* e all’*informe anual sobre remuneraciones de los consejeros*⁴⁹.

A margine di siffatta ricognizione, pure si consideri che, per quanto riguarda l’ALCM, fatte salve le specifiche previsioni *aliunde* contenute e che pur incidono sulla materia in questione, il regime generale risulta trasposto, peraltro in termini pressoché identici, negli artt. da 231-85 fino a 231-89 e 231-100; mentre la disciplina delle società quotate si rinviene negli disposizioni che vanno dall’art. 283-39 all’art. 283-43.

6. – Il regime generale della remunerazione degli amministratori di società di capitali si apre, dunque, con l’art. 217 LSC.

Qui, *in primis*, si rinviene immutata, anche dopo la riforma, la presunzione di gratuità dell’incarico. Il comma 1, intatto nella propria formulazione ad eccezione della sostituzione del termine “*retribución*” con il più corretto “*remuneración*”, afferma infatti come “*el cargo de administrador es gratuito, a menos que los estatutos sociales establezcan lo contrario determinando el sistema de remuneración*” appunto⁵⁰.

Il principio generale del diritto spagnolo in tema di mandato, che ne contempla presuntivamente la gratuità⁵¹, già penetrato nella previsione citata⁵², rimane così caposaldo del sistema. E ciò sebbene il dettaglio con cui le norme immediatamente successive disciplinano il caso contrario (l’ipotesi di una retribuzione in favore degli amministratori) potrebbe suggerire il carattere più che altro teorico della previsione; come pure potrebbe far ritenere sia la ricognizione di quanto accade nella pratica, sia – al pari di quanto si dirà *infra* – la presunzione in senso diametralmente opposto che si registra ora nella disciplina applicabile alle società le quotate: l’art. 529-*sexdecies* LSC, rubricato “*Carácter necesariamente remunerado*” precisa infatti come “*salvo disposición contraria de los estatutos, el cargo de consejero de sociedad cotizada será necesariamente retribuido*”.

Epperò, la previsione non deve apparire meramente simbolica; non solo perché confermata dalla riforma, ma anche perché in grado di disvelare un importante portato concreto. L’e-

⁴⁹ A ciò pure si aggiungono le già menzionate *Disposición transitoria* e *Disposición derogatoria* della Ley 31/2014.

⁵⁰ Per un non dissimile “disallineamento” terminologico nel nostro art. 2389 c.c. v. *infra* sub par. 8.

⁵¹ “*A falta de pacto en contrario, el mandato se supone gratuito*”, dispone l’art. 1711 *Código civ.*

⁵² Già così nella LSA del 1951.



ventuale remunerazione, infatti, dovrà essere necessariamente stabilita in sede statutaria, ove – si badi bene – dovrà altresì precisarsi il *sistema de remuneración*. Come ben può comprendersi, il limite della determinazione per via statutaria non è di poco conto, quantunque appunto non costituisca una novità; e a ben vedere esce rafforzato, o quantomeno chiarito nei suoi confini, con la novella operata dalla *Ley 31/2014*.

In passato, infatti, i termini della predetta scelta avevano generato una serie di *querelle* interpretative e alimentato un acceso dibattito in dottrina quanto in giurisprudenza.

Il motivo non risulta arduo da intuire. Ma rende necessario un passo indietro nella trattazione, per richiamare – anche se brevemente – le tre regole che disciplinavano il tema in questione nello scarno testo previgente – come pure per procedere a una breve menzione del dibattito correlato.

Orbene, il comma 2 dell'art. 217 *LSC* sanciva semplicemente la competenza della *junta general* alla determinazione per ciascun esercizio dei compensi in questione – in conformità con quanto stabilito nello statuto e salvo per il caso di previsione di partecipazione agli utili⁵³. Il successivo art. 218 *LSC* prescriveva quindi che per la *sociedad de responsabilidad limitada* l'eventuale remunerazione con partecipazione “*en los beneficios*” fosse concretamente fissata dallo statuto quanto a *participación* e a *porcentaje máximo* della stessa – percentuale comunque mai superiore al limite del 10% “*de los beneficios repartibles entre los socios*”; e che nella *sociedad anónima* la *participación en las ganancias* potesse essere liquidata solo dagli utili netti, unicamente se già accantonate le riserve legali e statutarie e comunque una volta riconosciuto agli azionisti un dividendo del 4% – soglia incrementabile solo in sede statutaria⁵⁴. E infine, le ultime due regole disciplinavano (1) *la retribución consistente en la entrega de acciones o de derechos de opción sobre las mismas o que esté referenciada al valor de las acciones* nella *sociedad anónima*, subordinata all'espressa previsione ad opera dello statuto e alla delibera dell'assemblea per la sua attivazione e la sua concreta determinazione⁵⁵; e (2) la riserva di cui

⁵³ La previsione recitava: “*En la sociedad de responsabilidad limitada, cuando la retribución no tenga como base una participación en los beneficios, la remuneración de los administradores será fijada para cada ejercicio por acuerdo de la junta general de conformidad con lo previsto en los estatutos*”. Comma ora sostituito dall'impianto generale dei criteri di composizione della remunerazione e dai limiti generali al suo carattere – di cui si dirà ampiamente *infra*.

⁵⁴ L'art. 218 *LSC* stabiliva testualmente al comma 1 che “*En la sociedad anónima cuando la retribución consista en una participación en las ganancias, solo podrá ser deducida de los beneficios líquidos y después de estar cubiertas las atenciones de la reserva legal y de la estatutaria y de haberse reconocido a los accionistas un dividendo del cuatro por ciento, o el tipo más alto que los estatutos hubieran establecido*”; e al comma 2 che “*En la sociedad de responsabilidad limitada cuando la retribución tenga como base una participación en los beneficios, los estatutos sociales determinarán concretamente la participación o el porcentaje máximo de la misma, que en ningún caso podrá ser superior al diez por ciento de los beneficios repartibles entre los socios*”. v. E. GALLEGO SÁNCHEZ, *Remuneración de los administradores*, in M.L. APARICIO GONZALES, A. AVILA DE LA TORRE, J. BATALLER GRAU, L.M. ESTEBAN RAMOS, L.A. SÁNCHEZ PACHON, A.J. ROJO FERNANDEZ-RIO, E.M. BELTRAN SÁNCHEZ, *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Madrid, 2011, 1555-1561.

⁵⁵ Peraltro, il comma 2 dell'art. 219 *LSC* precisava: “*El acuerdo de la junta general expresará, en su caso, el número de acciones a entregar, el precio de ejercicio de los derechos de opción, el valor de las acciones que se tome*



all'art. 220 *LSC* in favore dell'organo assembleare della società a responsabilità limitata per ogni decisione in merito alle “*prestación de servicios o de obra*” degli amministratori.

Sull'altare di tale minima, forse eccessiva, linearità, il sistema previgente finiva, quindi, con il sacrificare la propria chiarezza. Esso, infatti, lasciava non sviluppati, attraverso il rinvio al contenuto dello statuto, gli aspetti sia qualitativi che quantitativi: *id est* composizione della remunerazione e suo dimensionamento⁵⁶. Come pure non precisato risultava il rapporto con le deleghe conferite ad alcune degli amministratori; vale a dire se dal punto di vista soggettivo i limiti menzionati fossero applicabili ai soli amministratori “*en su condición de tales*” o al contrario dovessero intendersi vincolanti per tutti gli amministratori, indistintamente se *consejeros ejecutivos* o meno.

Il tutto, per un verso, si traduceva nella necessità di declinare analiticamente in sede statutaria – con riserva invero pacificamente letta in senso assoluto⁵⁷ – tutte le varie componenti della remunerazione e il relativo metodo di computo; e ancor peggio, con riguardo al profilo quantitativo, prestava il fianco al dibattito sulla indispensabile indicazione, ancora nello statuto, finanche della esatta misura dei compensi, con prevalenza della tesi che escludeva una conclusione così radicale – e non poco problematica dal punto di vista pratico-operativo⁵⁸.

Per altro verso – quello dell'applicabilità dei limiti allora previsti nei confronti di tutti gli amministratori –, il sistema descritto alimentava altresì l'articolata controversia attorno alla possibilità o meno di distinguere dal rapporto organico dell'amministratore in quanto tale quello disgiunto, ulteriore – e non assorbito dal primo – derivante dall'affidamento di deleghe esecutive; e quindi di ancorare al secondo rapporto il fondamento giuridico di un emolumento per le deleghe conferite, escludendolo dalla disciplina dettata dall'allora vigente *LSC* per le remunerazioni

como referencia y el plazo de duración de este sistema de retribución”.

⁵⁶ M. RUIZ MUÑOZ, *La retribución*, cit., 865.

⁵⁷ Cfr. le risoluzioni del *DGRN* 18 febbraio 1991; 26 luglio 1991; 17 febbraio 1992; 19 marzo 2001; 12 aprile 2002 e la giurisprudenza del *Tribunal Supremo*, sala 1^a, 21 settembre 2005; 12 gennaio 2007 e, sala 3^a, 6 febbraio 2008. I riferimenti in C. PAZ-ARES, *Ad impossibilia nemo tenetur (o por qué recelar de la novísima jurisprudencia sobre retribución de administradores)*, Barcellona, 2009, 4 e 21.

⁵⁸ Ovverosia la necessità di procedere a una modifica statutaria anche solo per aggiornare la misura della retribuzione, con conseguente frustrazione, tra le altre cose, della possibilità di impiegare lo strumento della remunerazione in chiave strategica per l'assunzione di *manager* ricercati. V. M. RUIZ MUÑOZ, *La retribución*, cit., 865, ove correttamente si riporta il principale argomento in favore dell'esclusione della riserva statutaria circa l'ammontare della remunerazione dell'amministratore: il raffronto fra il testo all'epoca vigente – che discorreva di “*sistema retributivo*” e il previgente art. 130 *LSA* che faceva invece riferimento direttamente alla “*retribución*”. Cfr. anche J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *La retribución de los administradores de sociedades cotizadas: la información societaria como solución*, in *Revista de Derecho de Sociedades*, 28, 2007; J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Norma y autorregulación en la configuración del régimen retributivo de los consejeros*, in C. ALONSO LEDESMA, A. ALONSO UREBA, G. ESTEBAN VELASCO, *La modernización del Derecho de sociedades de capital en España. Cuestiones pendientes de reforma*, I, Navarra, 2011, 731; L.V. MELERO BOSCH, I. NAVARRO FRIAS, *Responsabilidad en la determinación de la retribución de los administradores y altos cargos en las sociedades de capital. (Presupuestos de) La responsabilidad de los administradores de las sociedades de capital en la fijación de sus retribuciones*, in *Revista de derecho de sociedades*, 40, 2013, 209 ss.



degli amministratori⁵⁹. Da cui il celebre dibattito cui giurisprudenza e dottrina hanno dato vita sulla c.d. *doctrina del vínculo*⁶⁰.

Tutto ciò solo per citare alcuni dei dubbi a giusto titolo sollevati dalla precedente formulazione delle norme in commento⁶¹; quasi a dire che il carattere minimo della previgente disciplina non produceva né garanzie di particolare equilibrio né semplicità nell'applicazione delle previsioni; e che in special modo, allorquando non presentava limiti specifici come nelle ipotesi accennate, induceva a recuperare altrove – in regole o clausole generali piuttosto che in raccomandazioni sul piano della *soft law* –, i confini della ragionevolezza e della tutela dell'interesse sociale: dovere di non agire in conflitto di interessi, procedimentalizzazione delle decisioni in materia come raccomandate dai codici di condotta, possibilità di intervento della *junta general*, fino ai rimedi tra cui l'impugnazione delle delibere del consiglio di amministrazione.

Non può, allora che accogliersi con favore la scelta del legislatore della *Ley 31/2014* di

⁵⁹ Le conseguenze dell'adesione all'una o all'altra posizione appaiono, in altri termini, evidenti giacché, in caso di indistinguibilità dei due rapporti, si dovrà attrarre ai controlli e ai meccanismi statuari ogni compenso degli amministratori, anche se collegato a deleghe di sorta.

⁶⁰ Diffusamente, v. quanto riportato proprio in sede di commento alla riforma da M. RUIZ MUÑOZ, *La retribución*, cit., 868, ove peraltro si legge: “*No obstante la doctrina jurisprudencial mencionada, [...] el propio TS recoge la posibilidad muy excepcional de que en algún caso se esté ante una doble relación jurídica, concretamente cuando las facultades y funciones atribuidas por contrato rebasen las propias de los administradores* (SSTS, 9.5.2001, 27.3.2003, 5.3.2004, 21.4.2005, 10.6.2006, 12.1.2007, 24.4.2007, 31.10.2007, 29.5.2008), *para lo que se exige un elemento objetivo de distinción entre las actividades debidas por una y otra causa* (SSTS, 5.3.2004 y 21.4.2005). *Más concretamente, como ha sostenido la Sala de lo social del TS de manera reiterada* (así en la de 20.11.2002, con antecedentes en otras muchas: 21.1.1991, 3.6.1991, 18.6.1991, 27.1.1992, 11.3.1994), *si existe una relación de integración orgánica, en el campo de la administración social, cuyas facultades se ejercitan directamente o mediante delegación interna, la relación no es laboral, sino mercantil, lo que conlleva a que, como regla general, sólo en los casos de relaciones de trabajo, en régimen de dependencia, no calificables de alta dirección, sino como comunes, cabría admitir el desempeño simultáneo de cargos de administración de la sociedad y de una relación de carácter laboral*”. Vero è anche che la dottrina spagnola, anche sulla scorta delle non trascurabili esigenze concrete, ha poi rimarcato la funzione specifica assolta dalle remunerazioni per le deleghe nelle società le cui gestioni sono organizzate in forme complesse, reclamando così le specificità e la necessariamente agevole modificabilità di tali emolumenti; di guisa la pratica ha finito con il registrare l'abitudine ad introdurre apposite norme statutarie che riconoscessero ai consiglieri delegati una retribuzione aggiuntiva. Cfr. anche J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *La retribución de los administradores de sociedades cotizadas*, cit., 28-31; L.V. MELERO BOSCH, I. NAVARRO FRÍAS, *Responsabilidad en la determinación de la retribución de los administradores*, cit., 215-216, ove riferimenti.

⁶¹ Si pensi ad esempio all'individuazione dell'organo competente a precisare l'ammontare degli emolumenti nella propria suddivisione tra i diversi consiglieri; potere che, se non attribuito nello statuto e fermo restando quanto previsto per le remunerazioni con partecipazioni ai benefici o con *stock options*, si tendeva a riconoscere agli amministratori stessi. Pur nella consapevolezza dei conseguenti rischi in termini di conflitto di interessi, infatti, non poteva che ritenersi prevalente, in assenza di robusti argomenti contrari di carattere testuale, il principio generale di cui all'art. 209 *LSC* – ai sensi del quale in mancanza di diverse previsioni, tutte le decisioni non riservate dalla legge o dallo statuto in favore dell'assemblea spettano agli amministratori; interessante, in tal senso, il parallelo che ne risultava peraltro con l'ordinamento nordamericano. v. G. ESTEBAN VELASCO, *Comentario al art. 209*, in M.L. APARICIO GONZALEZ, A. AVILA DE LA TORRE, J. BATALLER GRAU, L.M. ESTEBAN RAMOS, L.A. SÁNCHEZ PACHON, A.J. ROJO FERNANDEZ-RIO, E.M. BELTRAN SÁNCHEZ, *Comentario*, cit., II, 1484; J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Retribución de los administradores: Informe de retribuciones y aprobación consultiva por la junta general*, in *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 2014, n. 133, 280.



innovare profondamente gli articoli in materia contenuti nella parte generale in esame, con eccezione appunto del comma 1 dell'art. 217 nonché del già citato art. 220 – in particolare ove si consideri che il più ampio dettaglio della nuova formulazione offre risposta a buona parte delle questioni rassegnate.

In tal senso – riprendendo il filo del commento alla nuova normativa –, è il comma 2 dell'art. 217 a offrire ora gli elementi di maggior interesse, giacché da un lato onera il predetto *sistema de remuneración* (di cui al comma 1) di specificare le componenti (“*el concepto o conceptos*”) della prevista remunerazione – arrivando a prevedere finanche un elenco non tassativo di possibili voci in cui la remunerazione può consistere⁶² –, e dall'altro precisa espressamente come il riferimento debba intendersi alla remunerazione degli amministratori “*en su condición de tales*” – dunque agli emolumenti eventualmente da percepirsi per la mera posizione in consiglio e non a quelli collegati alle deleghe ove conferite. Tale puntualizzazione, poi, rinviene il proprio corrispettivo nel nuovo disposto del comma 4 dell'art. 249 LSC, il quale, giustappunto nel caso di deleghe ai consiglieri, prescrive che il contratto all'uopo necessario – ai sensi del comma 3 della norma stessa – altresì dettagli “*todos los conceptos por los que pueda obtener una retribución por el desempeño de funciones ejecutivas*”; come pure eventuali indennità per cessazione anticipata, premi assicurativi e contribuzioni previdenziali a carico della società⁶³.

Le due speculari previsioni, unitamente ad altri elementi introdotti dalla riforma⁶⁴, sono destinate tra l'altro a incidere in maniera decisiva sulla c.d. *doctrina del vínculo*, superando le conseguenze di un rigore probabilmente nemmeno desiderato dal precedente legislatore.

Ma vi è di più. Il nuovo comma 3 dell'art. 217 LSC prevede che l'importo massimo delle remunerazioni annue degli “*administradores en su condición de tales*” dovrà essere approvato dall'assemblea degli azionisti; il tetto così fissato rimarrà inalterato finché modificato a mezzo di nuova delibera⁶⁵. Per contro, spetterà agli amministratori stessi determinare entro tale limite – e salvo diversamente stabilito dall'organo assembleare – l'articolazione di tale ammontare in

⁶² In specie: “*a) una asignación fija, b) dietas de asistencia, c) participación en beneficios, d) retribución variable con indicadores de referencia, e) remuneración en acciones, f) indemnizaciones por cese salvo que se trate de incumplimiento de funciones y g) los sistemas de ahorro o de previsión que se consideren oportunos*” (art. 217, comma 2, lett. a)-g), LSC. Come detto, l'elencazione non appare tassativa, dovendosi così concludere alla luce dell'inciso “*entre otros*” impiegato dalla citata previsione. Cfr. F. J. LEON SANZ, *Artículo 217. Remuneración de los administradores*, in *Comentario de la reforma del Régimen de las Sociedades de Capital en materia de Gobierno Corporativo (Ley 31/2014). Sociedades no cotizadas*, a cura di J. JUSTE MENCÍA, Cizur Menor, 2015, 273 ss. Non privo di interesse, peraltro, appare il confronto con il § 87 *AktG* e con l'elencazione aperta ivi pure contenuta.

⁶³ Al consigliere delegato è fatto quindi divieto di percepire qualsivoglia altra forma di retribuzione o contribuzione che non sia prevista in questo contratto. Per un breve raffronto anche con riferimento al dibattito italiano sulla nozione di compenso degli amministratori e sulle sue componenti, v. V. SANGIOVANNI, *Il compenso dei consiglieri di gestione nella società per azioni tedesca*, in *Società*, 2009, n. 7, 1175.

⁶⁴ In specie l'art. 529-*duodecies* e, in relazione alle società quotate in quanto stabilito, gli artt. 529-*septdecies* e 529-*octodecies* LSC.

⁶⁵ Allo stesso modo l'art. 231-87.1 del *ALCM*.



capo a ciascuno di loro singolarmente, tenendo conto – precisa la norma – “*las funciones y responsabilidades atribuidas a cada consejero*”⁶⁶.

In tal modo, il legislatore ha superato sia la c.d. *doctrina del milímetro*, sancendo che i predetti elementi non devono essere necessariamente dettagliati nello statuto ma rimangono fuori dalla riserva statutaria, sia i dubbi circa l’organo competente all’articolazione dei singoli importi⁶⁷.

Nondimeno, a tracciare i limiti del perimetro delle remunerazioni, oltre alle riserve e ai limiti già descritti – tra cui in particolare quello annuale massimo segnato dalla delibera assembleare – intervengono nel comma 4 due veri e propri criteri generali: un criterio di *proporcionalidad* e uno teleologico i quali, anche alla luce dell’altro criterio pure introdotto in chiusura del comma 3⁶⁸, restituiscono un sistema nei quali la discrezionalità nella determinazione non si rinviene solo procedimentalizzata tra statuti e delibere assembleari ma altresì collegata a clausole la cui violazione potrà ben fondare la responsabilità degli amministratori che ne abusino; un sistema, vale a dire, che pur scegliendo di non irrigidirsi ulteriormente con indesiderabili soglie o riserve di sorta, non rinuncia al controllo anche *ex post*.

Orbene, se è vero che le modifiche agli artt. 218 e 219 *LSC* si appalesano per lo più alla stregua di un adeguamento al nuovo testo dell’articolo precedente, senza sostanziali fratture peraltro rispetto a quanto già previsto, allora ai menzionati criteri del comma 4 dell’art. 217 *LSC* converrà dedicare l’ultima parte del commento alla disciplina generale.

6.1. – La *proporción razonable* della remunerazione di cui al nuovo comma 4 dell’art. 217 dovrà valutarsi attorno a tre profili precipuamente menzionati dalla norma: “*la importancia de la sociedad*”, “*la situación económica que tuviera en cada momento*” nonché “*los estándares de mercado de empresas comparables*”.

Come opportunamente rilevato, i parametri elencati offrono la chiave di lettura di tale ragionevole proporzionalità; il che val quanto dire che la ragionevolezza di siffatto criterio di proporzionalità deve essere intesa come adeguatezza rispetto a questi tre parametri; anzi, alla medesima ragionevolezza/adequatezza deve attrarsi – secondo questa dottrina – anche il già descritto criterio di distribuzione dei compensi tra i consiglieri di cui al comma 3⁶⁹; sì che essa appare assurgere a vero e proprio criterio informatore di tutti i limiti richiamati dalla norma – quanto-

⁶⁶ Nel nostro ordinamento, cfr. quanto previsto dall’art. 2389 c.c. Giova, inoltre, ricordare che il voto assembleare era stato originariamente previsto già nel codice del ‘42, con l’ovvia finalità di evitare situazioni di conflitto di interessi destinate a generarsi con la competenza consiliare alla determinazione. La formulazione del comma 3 dell’art. 2389 c.c., la quale ora espressamente prevede la possibilità che lo statuto riservi all’assemblea la determinazione di un “importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori, inclusi quelli investiti di particolari cariche”, è frutto invece della riforma del 2003.

⁶⁷ Cfr. M. RUIZ MUÑOZ, *La retribución*, cit., 881; nonché F.J. LEÓN SANZ, *Artículo 217*, cit., 285 ss.

⁶⁸ “... *deberá tomar en consideración las funciones y responsabilidades atribuidas a cada consejero*”.

⁶⁹ Così M. RUIZ MUÑOZ, *La retribución*, cit., 882. Cfr., altresì, F. J. LEÓN SANZ, *Artículo 217*, cit., 291.



meno di quelli non rigidamente fissati e precisati ma declinati in termini di clausole generali.

Al pari di quanto anticipato, la scelta, pur attingendo a principi già in uso in questo ambito in altre esperienze giuridiche e affatto sconosciuti alla nostra giurisprudenza, non è priva di coraggio e di una qualche originalità; come pure di rischi.

Per certo, in essa si rinvergono le suggestioni della proporzionalità-congruità del modello tedesco, il quale obbliga a commisurare il compenso dei consiglieri di gestione ai compiti concertamenti svolti dal singolo consigliere nonché alla situazione della società, curando di non superare la retribuzione normale⁷⁰ “*ohne besondere Gründe*” (§ 87, *Abs. 1*)⁷¹.

Ma a ben vedere potrebbe anche fondatamente rilevarsi come, rispetto al corrispettivo tedesco e alla formulazione ivi prevista del limite, il sistema spagnolo non si affidi in maniera stringente al collegamento con ciò che è “abituale”; nel senso che una remunerazione oltre la media, se giustificata, ben potrà risultare ragionevole alla stregua del criterio⁷²; e per contro un emolumento che vi rientri non necessariamente sarà schermato dal vaglio di ragionevolezza⁷³. Vero è altresì che, per contro, il riferimento agli *standard* di mercato di imprese comparabili pur rinvia a un parametro di media, di abitualità.

Di là da ciò, le incertezze che si incontrano nell’interpretazione dei tre parametri cui si ancora la *proporcionalidad razonable* non devono sorprendere; appaiono anzi naturali e sono il prezzo – per così dire – della ricercata flessibilità del sistema. Criteri di tal sorta prendono necessariamente forma in sede di applicazione giurisprudenziale; tanto che preconizzarne l’evoluzione, prima che nel medio periodo si siano consolidati orientamenti di sorta, appare più che altro un esercizio teorico.

A titolo di esempio, si consideri la potenziale espansione del raffronto che i parametri im-

⁷⁰ Esattamente, “*die übliche Vergütung*”.

⁷¹ L’articolo è appunto rubricato “*Grundsätze für die Bezüge der Vorstandsmitglieder*”. In tema, oltre al già citato V. SANGIOVANNI, cit., 1177, v. anche M. SPIOTTA, *Rapporto di amministrazione, in Assemblea e amministratori*, a cura di G. CAVALLI, in *Nuova giurisprudenza di diritto civile e commerciale*, fondata da W. BIGIARI e diretta da G. ALPA, G. BONILINI, U. BRECCIA, O. CAGNASSO, F. CARINCI, M. CONFORTINI, G. COTTINO, A. IANNARELLI, M. SESTA, Torino, 2013, 411-980; nonché B. W. FEUDNER, *Regeln für Vorstandsbezüge*, in *NZG*, 2007, 780. Si consideri altresì che il comma 2 della previsione tedesca finanche conferisce al consiglio di sorveglianza di ridurre i compensi approvati nell’ipotesi di un peggioramento (*Verschlechterung*) sostanziale (*wesentlich*) delle condizioni della società. Non mancano nemmeno gli spunti nel diritto inglese o in quello olandese – anche se lì un riferimento paragonabile compare soltanto nella disciplina delle società quotate e secondo criteri destinati a un raffronto verticale, con i salari dei dipendenti più che con le altre società del medesimo settore e di pari dimensione. Non si taccia nemmeno del Codice francese AFEP-MEDEF (20.1), il quale indica i criteri della *mésure, exhaustivité*, nonché *équilibre, benchmark, cohérence*.

⁷² Laddove invece una formulazione negativa, nel senso di presunzione *iuris tantum* obbliga ovviamente a provare che un compenso non abituale possa comunque collocarsi nell’ambito della ragionevolezza.

⁷³ Al fine probabilmente di evitare il già descritto *ratchet effect*. Nei termini proposti, M. RUIZ MUÑOZ, *La retribución*, cit., 883, ove si discorre ampiamente del profilo. Ivi altresì riferimenti, tra cui in particolare, per il raffronto con la dottrina spagnola, sebbene prima della riforma, v. A. RECALDE, P. SCHÖNNENBECK, *La Ley alemana sobre la proporcionalidad de la remuneración de los miembros de la dirección en las sociedades anónimas*, in *Rev. Der. Merc.*, 2010, 1070. V. anche quanto in tema di criterio di proporzionalità osservato in F.J. LEÓN SANZ, *Artículo 217*, cit., 292 ss.



pongono non solo in senso orizzontale, ovverosia con aziende di simili dimensioni e medesimo settore, ma anche verticale, con le retribuzioni dei lavoratori impiegati dalla società e dal comparto – con tutte le conseguenze in termini di ingresso di istanze sociali nel sistema⁷⁴.

Di sicuro, nessuno dei predetti limiti potrà trovare puntuale verifica *ex ante* ad opera del *registrador*, salvo a prendere in considerazioni i bilanci depositati dalla società per desumerne, almeno in parte, importanza e andamento. Più probabilmente, l'esatto dimensionamento dei citati parametri sarà destinato ad avvenire *a posteriori*, ovverosia in sede di impugnazione delle remunerazioni deliberate o di azioni di responsabilità che involgano la relativa determinazione.

Un ultimo rilievo comparato può, tuttavia, rivelarsi di una qualche utilità. Per la violazione dei parametri di cui al citato § 87 *AktG*, stante il silenzio della norma, la dottrina tedesca ha proposto l'applicazione delle norme generali e, in specie, del § 134 o del § 138 *BGB* – i quali rispettivamente prevedono la nullità di un negozio giuridico contrario a un divieto di legge o ai buoni costumi; e tanto oltre alla responsabilità dei consiglieri di sorveglianza per violazione del dovere di diligenza (§ 116 *AktG*). A soluzioni di tal sorta non sembra estranea nemmeno l'esperienza italiana, la quale invero sconta l'assenza in sede normativa di criteri cui ancorare le remunerazioni in questione, ricostruiti soltanto in via giurisprudenziale – ad eccezione che per le società vigilate da Banca d'Italia e ISVAP; di modo che *a fortiori* nel diritto comune andranno rinvenuti i rimedi per l'eventuale carattere eccessivo – *rectius* non ragionevole e adeguato, a voler mutuare i parametri adottati anche dalla giurisprudenza italiana – degli stessi emolumenti⁷⁵.

Non vi è chi non veda come il profilo dei rimedi debba ritenersi momento essenziale delle clausole in questione, vuoi perché in ragione del loro carattere intrinseco e della naturale indeterminatezza troveranno in sede giurisprudenziale una più esatta dimensione, vuoi perché è nella possibilità di attivare la tutela che risiede con buona probabilità la chiave della loro effettività; dacché, di là da ogni similitudine, è nello sviluppo degli arresti sul punto che la comparazione può registrare elementi di specifica e concreta utilità.

Parimenti, può dirsi per l'altro criterio che il comma 4 in esame introduce: quello che si è definito teleologico. La disposizione precisa che “*el sistema de remuneración establecido deberá estar orientado a promover la rentabilidad y sostenibilidad a largo plazo de la sociedad e incorporar las cautelas necesarias para evitar la asunción excesiva de riesgos y la recompensa de resultados desfavorables*”. Tre sono, pertanto, le finalità cui il sistema di remunerazione dovrà informarsi secondo questo criterio; e di queste una appare declinata in senso positivo: promuovere la redditività e la sostenibilità *a largo plazo* della società; due, invece, in senso negativo: incorporare le cautele necessarie ad evitare un'assunzione eccessiva di rischi e la remunerazione per risultati sfavorevoli.

Con la prima, dunque, il legislatore spagnolo dimostra chiaramente di individuare nella spi-

⁷⁴ V. M. RUIZ MUÑOZ, *La retribución*, cit., 883.

⁷⁵ *Ampius sub* par. 8.



rale speculativa alimentata da talune politiche di remunerazione degli amministratori una di quelle deviazioni del sistema nei cui confronti indirizzare l'intervento correttivo. Il criterio della redditività e sostenibilità nel lungo periodo, così, nel rappresentare un limite azionabile contro quelle pratiche remuneratorie che premiano attraverso la loro parte variabile decisioni orientate unicamente al profitto nel breve periodo e comportano l'assunzione di rischi eccessivi e non desiderabili, aspira a ridurre uno dei meccanismi che ha sostenuto la speculazione alla base dell'ultima crisi economica. Non che la previsione intenda di per sé traslare *tout court* su obiettivi di lungo periodo la concreta individuazione dell'interesse sociale – il quale necessariamente si estende su piani altresì di breve e medio periodo. Piuttosto, tenta di porre un freno alla predetta tipologia di politiche nei compensi degli amministratori, la quale con il solo perseguimento dell'obiettivo di breve periodo pretermette lo sviluppo duraturo dell'impresa. E lo fa, peraltro, introducendo la previsione nell'ambito del regime generale applicabile a tutte le società di capitali, sebbene le disfunzioni che hanno favorito quell'incontro degli interessi speculativi dei *manager* e degli investitori che si è rivelato foriero di sì gravi conseguenze si siano registrate per lo più nelle società quotate⁷⁶.

Invero, il legislatore della *Ley* 31/2014 sembrerebbe andare anche oltre con gli altri due criteri menzionati⁷⁷, onerando coloro che sono chiamati alla determinazione del sistema di remunerazione di prevedere meccanismi, segnatamente “cautele”, tali da evitare come detto *la asunción excesiva de riesgos* e correlativamente *la recompensa de resultados desfavorables*.

L'eccesso di rigidità in senso contrario, però, dovrebbe essere evitato grazie a due elementi in grado di fungere da argine a ogni deriva ermeneutica di fatto controproducente: in particolare, attraverso una corretta interpretazione del termine “*orientado*” impiegato dalla norma nonché, soprattutto, in nome della tutela della *discrecionalidad empresarial* come garantita dall'art. 226 *LSC*⁷⁸.

Se questa precisazione appare necessaria laddove la disposizione discorre di “rischio” e quindi l'interprete è chiamato a tracciare il difficile *discrimen* tra l'eccessivo e l'accettabile in ciascuna decisione – e di poi cosa nel sistema di retribuzione possa favorire l'eccessivo –, minore sembra l'urgenza in ordine al secondo criterio. Più agevole appare, infatti, rinvenire il significato concreto di quelle cautele finalizzate a scongiurare che da risultati non favorevoli derivino paradossali vantaggi in termini di compensi in capo agli amministratori. La dottrina suggerisce come il parametro possa trovare una duplice valenza, nel senso di valorizzare nel sistema di re-

⁷⁶ Anche qui non può che riportarsi all'esperienza tedesca e alla capacità di circolazione che il predetto modello dimostra di possedere, quantomeno con riferimento ai precipi e singoli strumenti concepiti. V., per tutti, le riflessioni di G.B. PORTALE, *Un nuovo capitolo del governo societario tedesco: l'adeguatezza del compenso dei Vorstandsmitglieder*, in AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, 91-106.

⁷⁷ Il riferimento potrebbe essere alla parte variabile delle remunerazione le quali, a tal fine, potrebbero svilupparsi con carattere pluriennale, altresì favorendo in tal modo la promozione della redditività e sostenibilità nel lungo periodo di cui al primo parametro. Così, M. RUIZ MUÑOZ, *La retribución*, cit., 886.

⁷⁸ Cfr. F.J. LEÓN SANZ, *Artículo 217*, cit., 295 e, ancora, M. RUIZ MUÑOZ, *La retribución*, cit., 886; E.J. TERUEL LILLO, cit., 154 ss.



tribUZIONE il conseguimento di risultati *favorables* e nel senso di non far seguire a risultati *desfavorables* una *recompensa* in termini di emolumenti – se non proprio procedere a una penalizzazione⁷⁹. La pratica, in argomento, non manca certo di strumenti.

6.2. – Come già accennato, ai compensi del *consejero delegado* o al quale siano attribuite *funciones ejecutivas* è dedicata ora espressamente una disposizione *ad hoc*. Il contratto che all'uopo sarà necessario ai sensi del comma 3 del già citato art. 249 *LSC* dovrà indicare in dettaglio le componenti della retribuzione e ogni altro beneficio, assicurativo e contributivo; di guisa che null'altro rispetto a quanto previsto nel contratto potrà essere legittimamente percepito dall'amministratore per l'esercizio delle funzioni delegate.

Piuttosto, per i fini predetti, deve rilevarsi come la norma non precisi cosa debba intendersi per consigliere delegato o con funzioni esecutive.

All'uopo può mutarsi la definizione che *aliunde* il legislatore della riforma pure offre: segnatamente in sede disciplina speciale delle società quotate, all'art. 529-*duodecies LSC*, ove con approccio sostanzialistico si qualificano come *consejeros ejecutivos* coloro i quali “*desempeñen funciones de dirección en la sociedad o su grupo, cualquiera que sea el vínculo jurídico que mantengan con ella*”⁸⁰. La scelta appare condivisibile e già conosciuta all'ordinamento spagnolo⁸¹.

Non si registra spazio alcuno per dubbi di sorta, poi, per la individuazione circa la competenza a determinare l'emolumento degli esecutivi, se è vero che ancora l'art. 249, comma 3, *LSC* si premura di richiedere che il contratto in questione sia “*aprobado previamente por el consejo de administración con el voto favorable de las dos terceras partes de sus miembros*”. Anzi, oltre a imporre una maggioranza qualificata, la previsione disciplina pure il naturale conflitto di interessi che da tale attribuzione consegue e precisa che “*el consejero afectado deberá abstenerse*

⁷⁹ Cfr. quanto previsto nel § 87, *Abs. 2 AktG*. M. RUIZ MUÑOZ, *La retribución*, cit., 886 osserva: “*Dentro de las posibles cautelas que se pueden introducir con la finalidad mencionada están las cláusulas contractuales de restitución de las remuneraciones que se consideren no acordes a los resultados. Ir algo más allá del ámbito contractual se presenta más difícil sin el respaldo de una norma concreta, ya sea para reducir o para exigir la restitución de ciertas remuneraciones. En todo caso, alguna vía se ha abierto en este sentido cuando se establece en el nuevo artículo 227.2 LSC, sobre el deber de lealtad de los administradores, que la infracción de dicho deber no sólo obliga a indemnizar el daño al patrimonio social, sino también a devolver a la sociedad el enriquecimiento injusto obtenido por el administrador. Pero como se ve se trata de una vía bastante estrecha*”.

⁸⁰ La norma al primo comma recita: “*Son consejeros ejecutivos aquellos que desempeñen funciones de dirección en la sociedad o su grupo, cualquiera que sea el vínculo jurídico que mantengan con ella. No obstante, los consejeros que sean altos directivos o consejeros de sociedades pertenecientes al grupo de la entidad dominante de la sociedad tendrán en esta la consideración de dominicales*. In tema, v. Cfr. F.J. LEÓN SANZ, *Artículo 249. Delegación de facultades del consejo de administración*, in *Comentario*, cit., 498 ss. *Cuando un consejero desempeñe funciones de dirección y, al mismo tiempo, sea o represente a un accionista significativo o que esté representado en el consejo de administración, se considerará como ejecutivo*”. E al secondo aggiunge: “*Son consejeros no ejecutivos todos los restantes consejeros de la sociedad, pudiendo ser dominicales, independientes u otros externos*”.

⁸¹ Cfr. M. RUIZ MUÑOZ, *La retribución*, cit., 888.



de asistir a la deliberación y de participar en la votación”⁸². E come ulteriore garanzia, aggiunge l’obbligo di allegare il contratto così approvato al verbale della riunione; nonché, con il comma 4, la necessità che esso sia conforme con *la política de retribuciones aprobada, en su caso, por la junta general*.

Con riguardo a tale ultimo aspetto si è fondatamente rilevato come nelle società non quotate non vi sia obbligo di sottoporre tale politica delle remunerazioni all’organo assembleare, salvo diversamente previsto dallo statuto o salvo che l’assemblea stessa non decida in tal senso. Di tal che la decisione in questo caso sarà affidata completamente – seppur con le predette cautele – al consiglio di amministrazione stesso. Se si considera vieppiù che per le medesime società non quotate parimenti non obbligatorio è lo *IARC* di cui all’art. 541 *LSC*, se ne ricava un *deficit* informativo e partecipativo poco coerente con la filosofia della riforma⁸³.

7. – Diversa la combinazione con cui il legislatore della riforma ha impiegato i piani di intervento in materia per le società quotate. O forse più semplicemente potrebbe dirsi che, attesa la formula di base, talune linee di azione si ritrovano più penetranti nel regime speciale.

La sezione all’uopo dedicata (la *Sección 3ª del Capítulo VII del Título XIV*, rubricata “*Especialidades de la remuneración de los Consejeros*”) appare per specificità e ampiezza meritevole di separata trattazione appunto⁸⁴. Strumenti impiegati e filosofia sottesa appaiono in questa disciplina con buona probabilità dotati di una minore originalità ma non per questo di intensità trascurabile. Ciò anche in ragione del carattere precipuo dei meccanismi che il legislatore ha inteso introdurre per le quotate. Informazione e trasparenza nonché procedimentalizzazione delle determinazioni appaiono prevalere (nell’impiego) nelle norme speciali rispetto a limiti e riserve – ferma restando, nei termini del rapporto di specialità giustappunto, l’applicabilità di quelli di cui al regime generale.

Di là dalla presunzione di corrispettività dell’incarico di amministratore nelle società quotate di cui all’art. 529-*sexdecies LSC* del quale si è già discusso, infatti, sono l’intervento della *comisión de nombramientos y retribuciones* e la necessità di approvazione, da parte della *junta general*, della menzionata *política de remuneraciones* degli amministratori a costituire nelle quotate, unitamente al già menzionato documento annuale informativo sulla remunerazione dei consiglieri (*IARC*), le basi del regime di controllo per i compensi in questione.

In particolare, l’asse portante di questo sottosistema appare essere la disposizione sulla politica delle remunerazioni – politica elaborata dalla menzionata *comisión de nombramientos y*

⁸² Sul punto, quanto rilevato in F.J. LEÓN SANZ, *Artículo 249*, cit., 511.

⁸³ In questi termini, M. RUIZ MUÑOZ, *La retribución*, cit., 888.

⁸⁴ Ma per la disciplina speciale in questione, occorre considerare altresì l’art. 529-*quindecies LSC*, oltre ai naturali riferimenti e rinvii nel resto del testo.



retribuciones di cui all'art. 529-*quindecies* LSC. Ai sensi del comma 3, lett. g), di tale previsione, la commissione dovrà proporre al consiglio di amministrazione la “*política de retribuciones de los consejeros y de los directores generales o de quienes desarrollen sus funciones de alta dirección bajo la dependencia directa del consejo, de comisiones ejecutivas o de consejeros delegados, así como la retribución individual y las demás condiciones contractuales de los consejeros ejecutivos*” – nonché assicurarne l'osservanza. Il consiglio a sua volta la approverà e sottoporrà quindi all'approvazione dell'assemblea degli azionisti almeno una volta ogni tre anni e peraltro come punto separato all'ordine del giorno⁸⁵ – come pure dovrà rimettere all'approvazione assembleare ogni eventuale modifica o integrazione, con il medesimo procedimento⁸⁶.

L'importanza dello strumento può apprezzarsi sol che si consideri come lo stesso combini la relativa proceduralizzazione con l'informazione da rendersi sul profilo. Lo dimostra la previsione che prescrive, qualora lo *IARC* sia respinto dall'assemblea chiamata a esprimersi con voto consultivo sul documento, di riesaminare la politica delle remunerazioni anche prima dei tre anni di cui sopra, trasmettendola di poi alla successiva *junta general* e prima che trovi applicazione per l'anno successivo; ciò salvo – e tanto appare ovvio più che ragionevole – che la politica stessa non sia stata approvata nella medesima assemblea (comb. disp. artt. 529-*novodecies*, comma 4 e 541, comma 4, LSC).

A fronte di tali controbilanciamenti, la riforma alloca in capo al consiglio di amministrazione poi la competenza a deliberare sul compenso di ciascun consigliere, vuoi con funzioni esecutive, vuoi *en su condición de tal*. D'altro canto, contratto specificamente da approvare per gli esecutivi, politica delle remunerazioni sottoposta all'assemblea e limiti generali in senso più ampio, tra cui quelli già citati di cui al comma 4 dell'art. 217 LSC, sembrano profilare procedimenti e controlli sufficienti; o quantomeno il legislatore li ha ritenuti idonei a ridurre i rischi collegati dall'assegnazione di questa competenza al consiglio di amministrazione⁸⁷.

L'implementazione dell'informazione e della trasparenza, infine, è assicurata nel disegno del legislatore della riforma dal citato *IARC* (*l'Informe Anual de Remuneraciones de los Con-*

⁸⁵ Comb. disp. artt. 511-*bis*, comma 1, lett c) e 529-*novodecies* LSC. Si registri, peraltro, come la proposta in parola dovrà per espressa prescrizione essere motivata corredata da una informativa della commissione per le nomine e le remunerazioni – documentazione tutta che dovrà esser resa disponibile per gli azionisti sulla pagina *web* della società dal momento della convocazione dell'assemblea. Nella politica de remuneraciones, con conformità con lo statuto, saranno contemplate tanto l'importo complessivo degli emolumenti per gli amministratori in quanto tali, quanto quelli dei consiglieri che svolgano funzioni esecutive – con i dettagli relativi per questi ultimi del relativo contratto (componenti fisse e variabili, possibili oscillazioni e parametri cui sono ancorate, termini e condizioni e via enumerando, come da art. 529-*octodecies* LSC).

⁸⁶ Cfr., ancora, M. RUIZ MUÑOZ, *La retribución*, cit., 890.

⁸⁷ Per la remunerazione degli amministratori come tali, chiaramente troveranno applicazioni i criteri generali di cui al comma 4 dell'art. 217, ancorché la previsione speciale dell'art. 529-*septdecies*, comma 2, LSC non li riprenda o richiami espressamente. La norma – si noti – si limita a mutuare il riferimento alla funzione e alla responsabilità di ciascun consigliere come elemento da tenere in debito conto nel momento delle determinazione degli emolumenti – unitamente alla “*pertenencia a comisiones del consejo y las demás circunstancias objetivas que considere relevantes*”.



sejeros) e dalla relativa disciplina contenuta ora nell'art. 541 LSC. Come noto, lo strumento *de quo*, il suo carattere obbligatorio e le informazioni essenziali cui esso è chiamato a dare *disclosure* erano già stati oggetto di intervento normativo, allorquando la citata *Ley de economía sostenible (LES)* del 2011 aveva introdotto nella *LMV* l'art. 61-ter⁸⁸. La disposizione ora abrogata già ne tracciava i contorni nel senso di cui ora nella *LSC*, sebbene dal confronto si ricavi come l'operazione di travaso nella nuova previsione abbia rappresentato per il legislatore un'occasione per il suo perfezionamento; come ad esempio dimostra il citato collegamento tra l'eventuale mancata approvazione e la necessità di modificata il documento di politica delle remunerazioni.

Lo *IARC*, nondimeno, merita un'attenzione ulteriore. Procedendo per ordine: *in primis* la nuova norma onera il consiglio di amministrazione di ogni società quotata dell'elaborazione e della pubblicazione ogni anno dell'*IARC*, con precisazione di quanto percepito o a percepirsi da parte dei *consejeros* sia *en su condición de tales* che per *el desempeño de funciones ejecutivas*. Non solo, ma il documento dovrà includere una informazione “*completa, clara y comprensible*” sulla politica delle remunerazioni dell'esercizio in corso, nonché un resoconto sull'applicazione di tale politica nell'esercizio già chiuso, unitamente ai dettagli (ripartizione) della remunerazione da corrispondere per tutte le componenti della retribuzione in favore di ciascun amministratore nell'esercizio⁸⁹. Sarà così sottoposto al voto consultivo e come punto separato all'ordine del giorno dell'assemblea ordinaria degli azionisti⁹⁰.

Come è ragionevole attendersi, poi, la norma disciplina altresì la modalità di diffusione del documento: “*como heco relevante por la sociedad*” e contemporaneamente all'*Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC)* di cui, ora, all'art. 540 LSC⁹¹.

Ma è il menzionato comb. disp. del comma 4 dell'art. 541 con il comma 4 dell'art. 529-*novodecies* costituisce il vero motivo di novità che recupera allo strumento un effetto diretto più tangibile. Imponendo, infatti, la revisione della *política de remuneraciones* nell'ipotesi in cui lo *IARC* sia stato *rechazado en la votación consultiva* dall'organo assembleare mira logicamente alla correzione di quegli aspetti che a tale censura hanno condotto⁹². Il che val quanto dire consentire una verifica e un intervento “in corsa”, durante il triennio, rispetto alle politiche di remunerazione adottate.

⁸⁸ Su cui altresì la *Orden ECC/461/2013*, del 20 marzo e la *Circular 4/2013* del 12 giugno, emessa dalla *CNMV* spagnola. cfr. C. ALBUERNE GONZÁLEZ, *Algunas novedades en materia derecho mercantil de la Ley de Economía Sostenible*, in *Actualidad Jurídica*, 2011; J. GARCÍA PEDROVIEJO, *La Ley 2/2011, de 4 de marzo, de economía sostenible*, in *Actualidad Jurídica*, 29, 2011.

⁸⁹ L'ultimo comma dell'art. 541 LSC, poi, come peraltro accadeva nella precedente normativa in materia rinvia alla potestà regolamentare del *Ministerio de Economía y Competitividad* o, su sua delega espressa, della *CNMV* per l'ulteriore precisazione in ordine al contenuto e alla struttura.

⁹⁰ Art. 541, comma 4, LSC.

⁹¹ Art. 541, comma 3, LSC.

⁹² Così, M. RUIZ MUÑOZ, *La retribución*, cit., 892.



Certo, lo strumento nella sua interezza si presta alle critiche cui tutte le strategie di *say on pay* si spongono; e in specie il meccanismo descritto è destinato a rivelare una qualche effettività nella misura in cui riuscirà a operare come deterrente – la deterrenza collegandosi *in primis* alla necessità di attivare un nuovo passaggio assembleare.

Ma anche lo disciplina dello *IARC* va letta nell'insieme del regime introdotto, come componente di articolato sistema che ben comprende come nessuna delle citate singole linee di intervento possa assolvere da sola alla funzione auspicata.

8. – Come rilevato, i criteri generali previsti dal comma 4 dell'art. 217 *LSC* alla stregua dei quali valutare la *proporción razonable* della remunerazione degli amministratori di società sembrano emergere ormai come principi fondanti delle regole in materia, ora per scelta normativa espressa, ora quale “reazione” giurisprudenziale agli abusi nelle determinazioni.

La plasticità con la quale le corti hanno in sede di tutela attinto alle predette categorie è significativa; e assurda a elemento determinante sol che si consideri come, anche laddove previste dalle legislazioni sul tema, il loro esatto dimensionamento è comunque e necessariamente affidato all'opera del formante giurisprudenziale.

In tal senso, spunti di non minore interesse sono offerti dall'esperienza italiana, ove a fronte di un portato normativo assai scarno, l'applicazione di un modello ermeneutico che potrebbe accostarsi a quello della *Interessenjurisprudenz* ha consentito uno sviluppo suppletivo dei rimedi in argomento come derivanti appunto dall'impiego delle clausole generali.

Dal dato positivo, allora, occorre prendere le mosse prima di esaminare il percorso di questa vera e propria giurisprudenza-normativa.

Anche nel nostro ordinamento, la trama regolamentare in materia di compensi degli amministratori occupa differenti livelli della gerarchia delle fonti: dalle norme primarie a quelle secondarie, dai regolamenti di ammissione ai mercati ai codici di *corporate governance* di fonte auto-regolamentare, intersecandosi altresì con il doppio piano di applicazione tracciato lungo il *discrimen* tra società quotate nei mercati regolamentati e non.

Da ciò ne discende un quadro normativo assai disomogeneo, che offre ben pochi appigli ricostruttivi a un interprete che voglia delineare la morfogenesi della disciplina della remunerazione degli amministratori nelle società di capitali dell'ordinamento *de quo*.

La stessa normativa contenuta nel codice civile ne costituisce evidente dimostrazione. Ivi, si rinvengono in particolare soltanto due disposizioni di una qualche inerenza e rilevanza all'uopo: l'art. 2389 c.c., il cui comma 1 prevede come la remunerazione degli amministratori e dei componenti del comitato esecutivo sia determinata all'atto della nomina o dall'assemblea; e, l'art. 2364, comma 1, n. 3, c.c. il quale attribuisce all'organo assembleare appunto la competenza alla determinazione del compenso degli amministratori – e dei sindaci –, salva, ovviamente, diversa



previsione statutaria⁹³. Previsione la quale pur deve raccordarsi con il comma 3 del citato art. 2389, comma che come noto affida invece al consiglio di amministrazione, sentito il parere del collegio sindacale, il potere di deliberare sulla remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche – siano essi amministratori delegati, presidenti e vicepresidenti – in conformità con lo statuto.

Nec plus ultra, si direbbe, giacché nessuna ulteriore indicazione è offerta dal dato normativo; tanto che attorno a questa carenza prescrittiva è negli anni fiorito rigoglioso il dibattito dottrinale; come pure si è sviluppata quella consolidata e penetrante giurisprudenza cui si è fatto cenno, nel tentativo vero e proprio di completare il dato di riferimento e collegarlo ai necessari rimedi.

Ne è un chiaro esempio il profilo del riconoscimento del diritto degli amministratori alla retribuzione⁹⁴, su cui il libro V, *sedes* naturale delle previsioni in materia di società, tace sorprendentemente.

Ebbene, la dottrina maggioritaria si è da sempre attestata sulla naturale onerosità dell'incarico di amministratore di una società di capitali – differentemente rispetto a quanto accade per una società di persone, ove per contro sarebbe vigente una presunzione di gratuità.

L'appiglio normativo sarebbe offerto dall'art. 1709 c.c., applicabile sulla scorta della semplice riconducibilità dell'incarico di amministratore al rapporto di mandato. E così opererebbe nel nostro ordinamento una presunzione di onerosità, la quale da un lato si pone in senso opposto rispetto alla citata scelta del legislatore spagnolo dell'art. 217, comma 1, *LSC*⁹⁵, e dall'altro appare ormai prevalente rispetto alle voci discordi che pur non sono mancate tra la nostra dottrina⁹⁶.

⁹³ Tra i molteplici profili, degna di nota è la precisazione della Suprema Corte circa la necessità di una deliberazione assembleare esplicita con riguardo alla determinazione del compenso degli amministratori – ove non in statuto –, non essendo per contro sufficiente quella di approvazione del bilancio ove pure fosse presente la posta relativa a tali emolumenti. Infatti, la natura imperativa e inderogabile della previsione normativa, discendente dall'essere la disciplina del funzionamento delle società dettata, anche, nell'interesse pubblico al regolare svolgimento dell'attività economica, Conseguentemente, l'approvazione del bilancio non può rappresentare delibera di approvazione implicita dei predetti compensi, pure se ivi (nel bilancio) contemplati; essa non configura in tal senso la specifica delibera richiesta dall'art. 2389 c.c., salvo che un'assemblea convocata solo per l'approvazione del bilancio, essendo totalitaria, non abbia espressamente discusso e approvato la proposta di determinazione dei compensi degli amministratori. Cass. 7 marzo 2014, n. 5349, in *Riv. dir. trib.*, 2014, 4, II, 152 ss., con nota di R. SUCCIO – incidentalmente anche se con precipuo riferimento alla deducibilità dei compensi. Sebbene con approfondimento in ordine alla politiche di remunerazione, interessanti spunti in S. BRUNO, F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, in *Riv. soc.*, 2014, 6, 1269 ss.

⁹⁴ Per un'attenta disamina del fenomeno, cfr. A. L. BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, 278, Milano, 2005, 23; S. CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori, "Incentivi azionari" e creazione di valore*, Milano, 2005, 87 ss.; F. BONELLI, *Gli amministratori di S.p.a.*, Milano, 2004, 127.

⁹⁵ Cfr. *supra*, par. 6.

⁹⁶ La naturale gratuità è stata sostenuta alla luce della sussistenza di un presunto obbligo diffuso in capo a ogni socio di amministrare la società; v. G. FRÈ, *Società per azioni*, in *Commentario del Codice civile*, a cura di A. SCIALOJA, G. BRANCA, Bologna-Roma, 1982, 484. Invero, se tale ordine di idee risulta applicabile *sic et simpliciter* alla s.r.l., ove come noto ai sensi dell'art. 2475 c.c. l'amministrazione – salvo clausole statutarie difformi – è necessariamente affidata ai soci, per quanto attiene la s.p.a. l'art. 2380 *bis* c.c. consente indifferentemente che la gestione sia



Peraltro, nella ricerca di una specifica disciplina applicabile, la dottrina ha ulteriormente considerato che, anche a voler prescindere dall'art. 1709 c.c. e, dunque all'estensione della disciplina del mandato, l'onerosità della carica gestoria rinverrebbe comunque fondamenti normativi in altre disposizioni codicistiche. Per le sole società per azioni, infatti, è lo stesso art. 2364, comma 1, n. 3, c.c. a includere tra le competenze dell'assemblea ordinaria giustappunto la determinazione del compenso degli amministratori (salva diversa previsione statutaria)⁹⁷; e ciò a voler tacere dell'art. 2383, comma 3, c.c. il quale, nel riconoscere all'amministratore revocato senza giusta causa un diritto incondizionato al risarcimento⁹⁸, implicitamente ne postula il diritto al compenso per l'attività svolta.

Già con riferimento a tale in apparenza meno complesso profilo, è stato l'intervento della giurisprudenza a risultare ad ogni buon conto decisivo, avallando la predetta impostazione⁹⁹.

Epperò, tale onerosità, "elemento naturale ma non essenziale"¹⁰⁰ del rapporto di amministrazione, può ben essere convenzionalmente superata da un'espressa disposizione statutaria, come dimostrano i rinvii alle previsioni dello statuto o alle deliberazioni dell'assemblea operati dagli artt. 2364 e 2389 c.c.

In merito dubbi sono stati sollevati pure su un diverso aspetto che per contro tale ultima norma, l'art. 2389 c.c., disciplina al proprio comma 2: la possibilità che la remunerazione in questione sia costituita in tutto o in parte da "partecipazioni agli utili o dall'attribuzione del diritto di sottoscrivere a prezzo predeterminato azioni di futura emissione" e sull'interpretazione di tale inciso¹⁰¹. E questo a tacere delle perplessità che pure hanno tormentato l'interpretazione

effettuata anche a mezzo di non soci. Più di recente, anche da talaltri si è sostenuta la gratuità dell'incarico in parola: "Nessuna norma impone l'attribuzione di un compenso all'amministratore, non essendo al medesimo applicabile l'art. 1709 c.c. sul mandato, né derivando alcuna presunzione dall'art. 2389 c.c.", secondo L. NAZZICONE, sub *art. 2409 c.c.*, in *La riforma del diritto societario*, a cura di G. LO CASCIO, Milano, 2003, 134.

⁹⁷ Cfr. G. GALGANO, R. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, vol. XXIX, Padova, 2006, 438.

⁹⁸ In particolare, è opinione consolidata in dottrina che l'art. 2383, comma 3, c.c. sancisca il diritto dell'amministratore alla mancata percezione dei compensi dal momento della revoca della carica a quella della naturale scadenza della medesima. V. A. MAURO, M. MEOLI, M. NEGRO, *Gli amministratori. Disciplina civilistica, fiscale e previdenziale*, Milano, 2007, 209 ss; D. CREMASCO, V. NICOSIA, *Cumulabile il compenso dell'amministratore con la retribuzione da lavoratore dipendente*, in *Guida alle novità fiscali – Il Sole 24 ore*, 6, 2007, 11 ss.

⁹⁹ La Suprema Corte già in passato aveva avuto modo di affermare la "naturale" onerosità del mandato dell'amministratore, facendo leva tuttavia su argomentazioni parzialmente differenti: in particolare, sull'articolo 2392 c.c., che, nella sua formulazione previgente, al fine di determinare la diligenza dell'amministratore, richiamava espressamente la figura del mandatario. In tal senso, nella disciplina ormai superata, Trib. Firenze 18 marzo 2002, in *Riv. crit. dir. lav.*, 2002, 667 e in *Foro tosc.*, 2002, 155. Cfr. peraltro sulla perdurante rilevanza dell'argomento, A.L. BONAFINI, sub *art. 2389*, in *Amministratori*, a cura di F. GHEZZI, Milano, 2005, 345. Dopo la novella dell'art. 2392 c.c. del 2003, la giurisprudenza ha fondato la conclusione sulla menzionata argomentazione che prende le mosse dall'art. 2383 c.c. D'altro canto, se l'amministratore ha diritto al risarcimento del danno in caso di revoca priva di giusta causa, ciò non può che discendere dalla sussistenza di una situazione di ingiustificata perdita di guadagno. V. comunque già Cass., 19 marzo 1991, n. 2895, in *Giur. comm.*, 1991, 3 e in *Società*, 1991, 959.

¹⁰⁰ P. CECCHI, *Gli amministratori di società di capitali*, Milano, 1999, 33.

¹⁰¹ Elencazione disgiuntiva, tassativa o aperta; ciò con le logiche ed evidenti ripercussioni sull'ampiezza delle possibilità nella determinazione concreta degli emolumenti: mediante *stock option*, tramite l'attribuzione di un'opzio-



del successivo comma 3, il quale nel sancire che “la remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche in conformità dello statuto è stabilita dal consiglio di amministrazione, sentito il parere del collegio sindacale” – come pure nel precisare che “se lo statuto lo prevede, l’assemblea può determinare un importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori, inclusi quelli investiti di particolari cariche” – varia nel lessico impiegato e fa riferimento alla remunerazione piuttosto che al compenso, di cui al comma 1. Tanto ha consentito ad autorevole dottrina di sostenere che la distinzione terminologica possa risultare in una distinzione nella disciplina o quantomeno costringa a confrontarsi con la possibilità che la norma abbia inteso discernere tra i “compensi” destinati a tutti gli amministratori e la “remunerazione” concessa ai soli amministratori delegati¹⁰². Il dibattito si collega qui alla stessa distinzione sulle competenze alla determinazione, come già delineate, tra decisione dell’organo assembleare, ai sensi del comma 3 dell’art. 2364 e comma 1 dell’art. 2389 c.c., e deliberazione consiliare in ordine alle remunerazioni dei delegati¹⁰³.

Invero, ancor prima è l’ipotesi che alla determinazione non si proceda – e siano assenti previsioni statutarie di sorta –, ipotesi che ha rappresentato una delle più importanti occasioni di intervento della giurisprudenza sul tema. Qui, la riconduzione dell’attività dell’amministratore al mandato e alla disciplina per questo tipo dettata dagli art. 1709 ss. c.c. ha aperto la strada al ricorso all’opera del giudice¹⁰⁴. Di là dalla natura dell’intervento di determinazione da parte della corte – secondo taluni non ascrivibile a un riequilibrio del sinallagma quanto piuttosto a un’integrazione in via equitativa di un atto unilaterale¹⁰⁵ – lo spazio lasciato dal legislatore ha permesso l’affermazione di un consolidato orientamento giurisprudenziale secondo il quale, ove

ne all’acquisto di azioni della medesima società già in circolazione, piuttosto che il “diritto di sottoscrivere a prezzo predeterminato azioni di futura emissione”, mediante *restricted stock*; o a mezzo compensi in denaro commisurati ad un parametro diverso dagli utili, ad esempio attraverso il fatturato o la variazione di valore dell’azione della società. Cfr. A. MELIS, S. CARTA, S. GAIA, *I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche*. Milano, 2011, 67-98. La dottrina è tendenzialmente contraria alla determinazione del compenso in relazione al fatturato per gli ovvi rischi conseguenti, soprattutto, in termine di politiche speculative e non calibrate su obiettivi di medio e lungo termine. Cfr. R. WEIGMANN, *Compensi esagerati agli amministratori di società a base ristretta*, in *Giur. it.*, 1991, p. 800; F. CHIOMENTI, *Compenso degli amministratori mediante partecipazione agli utili e clausola di compenso mediante partecipazione al fatturato*, in *Riv. dir. comm.*, 1988, II, 285; in giurisprudenza cfr. App. Milano, 8 dicembre 1990, in *Giur. it.*, 1991, 793.

¹⁰² V. A. MIGNOLI, *Le “partecipazioni agli utili” nelle società di capitali*, Milano, 1966, 121 ss.

¹⁰³ Opzione legislativa che, come noto, se per un verso apre a chiari rischi di conflitti di interessi, recuperando solo nell’eventuale limite massimo imposto dall’assemblea un controllo degli azionisti, per altro verso fornisce alla società e al suo consiglio di amministrazione un veloce strumento per la selezione e l’incarico di esecutivi.

¹⁰⁴ Pacifico il potere di determinazione della corte, secondo la dottrina. Cfr. G. BIANCHI, *Gli amministratori di società di capitali*, Padova, 2006, 163; A.L. BONAFINI, *Commento all’art. 2389*, cit., 362; G. CASELLI, *Vicende del rapporto di amministrazione*, in *Tratt. Soc. per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, IV, Torino, 1991, 50; P. CECCHI, *Gli amministratori*, cit., 45; M. FRANZONI, *Commento all’art. 2389*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 2008, 333; G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, 103 e 377.

¹⁰⁵ Conclusione che risente dell’inquadramento che si prescelga in ordine alla natura del rapporto dell’amministratore con la società.



non previsto da una disposizione dell'atto costitutivo o da una delibera assembleare nonché nei casi in cui pur stabilito risulti inadeguato, il giudice può fissare un "congruo compenso"¹⁰⁶.

Ancor più, poi nell'individuazione di criteri guida per la determinazione del compenso la giurisprudenza italiana ha giocato la propria sfida. E lo ha fatto prendendo le mosse, con tutta evidenza, dall'equità di cui all'art. 1374 c.c., quale espressione di un principio generale dell'ordinamento.

In questo solco, si è registrato *in primis* il ricorso alle tariffe professionali, come di volta in volta rapportate all'attività effettivamente svolta dall'amministratore, in modo non dissimile, peraltro, rispetto a quanto avviene per i prestatori d'opera¹⁰⁷. L'impostazione, tuttavia, sconta una semplificazione concettuale non agevole da superare, se è vero che il rapporto di amministrazione non presenta le caratteristiche di una prestazione di opera intellettuale¹⁰⁸.

Il tentativo in parola, il quale non appare del tutto soddisfacente, permette ad ogni buon conto di rispondere alle esigenze di tutela che la situazione concreta può ben manifestare. E soprattutto dà conto, ancora una volta, delle difficoltà cui la predetta carenza positiva condanna; le medesime ulteriormente testimoniate dal percorso di individuazione, sempre tutto giurisprudenziale, di limiti "quantitativi" da inferire ai compensi in parola.

A dispetto o forse in ragione della potenziale incidenza di un limite in quest'ambito, le deci-

¹⁰⁶ Da ultimo, Cass. 9 agosto 2005, n. 16764, in *Giur. it.*, 2006, 2, 295, con nota di A. L. BONAFINI e in *Riv. crit. dir. lav.* 2006, 1, 183, con nota di F. CAPURRO, che qualifica la situazione giuridica soggettiva vantata dall'amministratore come "diritto soggettivo perfetto". In senso conforme Cass. 19 marzo 1991, n. 2895, cit.; Cass. 3 aprile 1990, n. 2679, in *Riv. giur. lav.*, 1990, 265, con nota di I. PRASCA, *Brevi cenni sull'amministrazione delle società: problemi sostanziali e processuali*; Cass. 13 maggio 1960, n. 1135, in *Giur. it.*, 1960, I, 1, 1255 ss. Nella giurisprudenza di merito si segnala Trib. Milano 23 maggio 1991, in *Società*, 1992, 67, con nota di M. BENZI e in *Giur. it.*, 1991, I, 2, 545. Peraltro, una parte della dottrina ha suggerito come, proprio un'interpretazione analogica della disciplina prevista per il contratto di mandato e per il contratto di lavoro, suggerirebbe di ricorrere nella determinazione giudiziale, nell'ordine: all'indagine sull'accordo delle parti, alle tariffe professionali, agli usi, alla determinazione equitativa. G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, cit., 379. Si è altresì precisato come all'amministratore sia consentito agire non solo in fase di opposizione, impugnando l'eventuale delibera assembleare che stabilisca un emolumento non adeguato, ma altresì in via propulsiva: Cass. 21 febbraio 1979, n. 1113, in *Giur. comm.*, 1980, II, 550 ss.; Cass. 17 novembre 1971, n. 3297, in *Foro it.*, 95, I, 2971 ss.; Cass., 13 maggio 1960, n. 1135, in *Giur. it.*, 1960, I, 1, 1255 ss.; Cass., 15 febbraio 1935, in *Foro it.*, 1935, 1083. Nella giurisprudenza di merito: Trib. Milano, 23 maggio 1991, in *Società*, 1992, 67 con nota di M. BENZI; App. Milano, 18 maggio 1976, in *Foro pad.*, 1976, I, 170 e in *Giur. mer.*, 1979, 359.

¹⁰⁷ In questo senso, Trib. Roma 28 maggio 1982, in *Società*, 1983, 32 ss.; nonché Trib. Milano 23 maggio 1991, cit. secondo i quali il giudice nella propria determinazione in via equitativa può basarsi sulle tariffe professionali, traendone "elementi indicativi e orientativi". La giurisprudenza, in modo invero ondivago, non ha esitato a fare ricorso al contratto di lavoro subordinato con la chiara finalità di applicare agli amministratori il relativo C.C.N.L., fornendo così una base sovraordinata al rapporto con la società. Cfr. Cass. 9 agosto 2005, n. 16764, cit. In dottrina, si è pure suggerito di parametrare il compenso alle tariffe professionali dei dottori commercialisti di cui all'art. 20 del D.P.R. 22 ottobre 1973, n. 936: P.G. JAEGER, *Determinazione del compenso degli amministratori e conflitto di interessi*, in *Giur. comm.*, II, 1980, 396 ss.

¹⁰⁸ In questo senso Trib. Torino 28 giugno 1984 che ha riconosciuto come il rapporto di amministrazione presupponga un differente grado di autonomia nello svolgimento della prestazione. Cfr., altresì, I. DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, Padova, 2011, 55.



sioni non appaiono osare particolarmente. Vero è appunto che su tale profilo la giurisprudenza probabilmente risente ancor più dell'assenza di un appiglio normativo che permetta quantomeno il ricorso all'analogia; ma vero è anche che l'orientamento appare coerente con l'atteggiarsi delle decisioni di rango pretorio su materie logicamente non lontane e potrebbe denotare una scelta consapevole e ponderata anche a livello di *policy*.

In concreto, ad ogni modo, nella ricerca di un criterio unitario sovraordinato in grado *in unum* di garantire un certo grado di flessibilità nonché di ancorarsi a parametri predeterminati o predeterminabili, i giudici hanno rinvenuto nella ragionevolezza quel principio generale in grado di fungere all'uopo; un principio, in altri termini, che per le proprie caratteristiche consente all'interprete "ampi margini di discrezionalità e impone il ricorso a giudizi di valore, al fine di scegliere fra diversi possibili parametri di giudizio"¹⁰⁹. Il tutto con cautele e tutele da riconoscersi in sede di *judicial scrutiny* a quella che, se assunta, è comunque una *business decision*.

La dottrina¹¹⁰ e la giurisprudenza¹¹¹ hanno avuto modo di rilevare come, proprio in tema di compensi, tale regola consentirebbe al giudice di sindacarne la ragionevolezza e l'adeguatezza applicando come riferimento una c.d. *rule of reason* che tenga conto, nella sua determinazione, del *quantum* del contributo deliberato e delle mansioni effettivamente svolte dall'amministratore, facendo emergere eventuali sproporzioni. Tale valutazione giudiziale – *ça va sans dire* – deve così esser condotta con verifica non già *ex post* – alla luce dei risultati perseguiti dall'amministratore – bensì *ex ante*, ponendosi nelle medesime condizioni giuridico-economiche di quando fu assunta la delibera di determinazione dei compensi.

Di qui l'enucleazione di indici o indizi di ragionevolezza alla stregua dei quali vagliare la delibera di determinazione della remunerazione degli amministratori. Tre, in particolare, sono risultati quelli di maggior impiego, e forse pregio. In primo luogo, lo stato economico e finanziario esistente al momento della delibera, tenuto conto del rapporto intercorrente tra la dimensione della società e gli ultimi tre bilanci d'esercizio¹¹². Un secondo parametro di riferimento è costituito dai compensi attribuiti a *manager* di imprese equivalenti a quella deliberante – secondo un criterio che ricorda, seppur lontanamente, gli usi negoziali¹¹³ e che mira a evidenziare una sproporzione del compenso per la gestione di imprese di pari dimensione operanti nel medesimo set-

¹⁰⁹ M. LIBERTINI, *Clausole generali, norme di principio, norme a contenuto indeterminato. Una proposta di distinzione*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2011, n. 2, 3.

¹¹⁰ D.U. SANTOSUOSSO, *Il principio di ragionevolezza nella disciplina della remunerazione degli amministratori*, in *Liber Amicorum G.F. Campobasso*, II, Torino, 2007, 377, nota 3.

¹¹¹ Lodo Arbitrale, 30 marzo 2009, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 3, II, 87, con nota di A.M. BENTIVENGA.

¹¹² Cass. 3 dicembre 2008, n. 28748, in *Riv. dott. comm.*, 2009, 1, 146, e in *Giur. comm.*, 2009, 6, II, 1131, con nota di L. FOLLADORI; Cass. 17 luglio 2007 n. 15942, in *Riv. not.*, 2009, 3, 640, con nota di E. TIMPANO, e in *Giur. comm.*, 2007, 7-8; Cass., 30 ottobre 2001, n. 13478, in *Riv. dir. trib.*, 2001, II, 958 con nota di M. VANTAGGIO, e in *Dir. e prat. trib.* 2002, II, 470 con nota di F. MENTI; Trib. Treviso 3 giugno 2009.

¹¹³ F. BONELLI, *Gli amministratori di spa dopo la Riforma*, Milano, 2004, 83, nota 9.



tore di riferimento. Infine, parte della giurisprudenza¹¹⁴ ha ritenuto di dover parametrare i compensi altresì alla “qualità e alla quantità delle mansioni del beneficiario”¹¹⁵, mutuando i noti indici “significativi” della subordinazione ideati delle corti giuslavoriste.

Giova precisare che la funzione integrativa di cui al citato art. 1374 c.c. costituisce *in subiecta materia* il fondamento giuridico dell’opera interpretativa e suppletiva del giudice, attraverso la quale entrano in gioco i suesposti criteri; dacché anche il ricorso a quanto usualmente accade in società di simili dimensioni nel medesimo settore non costituisce un impiego dell’uso normalmente previsto dallo stesso art. 1374 c.c., bensì di un parametro che ne ha le sembianze.

Quale conseguenza, peraltro, di tale percorso ermeneutico, la giurisprudenza ha dovuto naturalmente rinvenire i rimedi da attivare dinanzi a una palese irragionevolezza nel compenso dell’amministratore. I riferimenti sono stati così rinvenuti vuoi negli strumenti esperibili avverso le delibere assembleari – da attivare avverso l’atto determinativo del compenso – vuoi negli ordinari mezzi di tutela contrattuali – eventualmente argomentando sulla scorta del sottostante rapporto di mandato.

Il quadro delle tutele che ne deriva è allora per così dire misto, composto, ove i precipui rimedi “societari” sono stati utilizzati dalla giurisprudenza a fronte di situazioni patologiche originarie, *id est* attinenti all’atto deliberativo: le pronunce sembrano permettere in primo luogo l’annullamento per conflitto di interessi della delibera determinativa, ai sensi dell’art. 2373 c.c., qualora sia stata adottata con il voto determinante del beneficiario e sia potenzialmente dannosa per la società¹¹⁶. In secondo luogo, si consente l’annullamento della delibera per abuso o eccesso di potere della maggioranza, se e nella misura in cui risulta in contrasto con il principio di buona fede in senso oggettivo¹¹⁷; e d’altro canto, il perseguimento di interessi estranei alla società, strettamente personalistici, danneggia in sé i compartecipi al rapporto societario; in quest’ultimo caso, dunque, “al giudice è affidata una valutazione che è diretta non ad accertare, in sostituzione delle scelte istituzionalmente spettanti all’assemblea dei soci, la convenienza o l’opportunità della delibera per l’interesse della società, bensì ad identificare, nell’ambito di un

¹¹⁴ Trib. Bologna 20 marzo 2007; App. Milano, 5 gennaio 1996 in *Giur. it.*, 1996, I, 2, 739; Trib. Milano, 29 giugno 1992, in *Giur. comm.*, 1993, II, 416, e in *Giur. it.*, 2001, 1188.

¹¹⁵ In questo senso, A. M. BENTIVEGNA, *Il problema dei compensi. Eccessività sopravvenuta e possibili rimedi*, in *Atti del V Convegno annuale Associazione Italiana Professori Universitari di Diritto Commerciale “Orizzonti del Diritto Commerciale”*, Roma 21-22 febbraio 2014, 5.

¹¹⁶ Come d’altronde riconosciuto pacificamente dalla dottrina: *ex multis*, F. GUERRERA, *Abuso di voto e controllo di correttezza sul procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. soc.*, 2002, III, 217 ss.; R. LENER, *L’invalidità delle deliberazioni*, in *Trattato di diritto commerciale. Società per azioni. L’assemblea*, diretto da R. COSTI, Torino, 2012, 273; nonché dalla giurisprudenza: per tutti, Cass. 26 agosto 2004, n. 16999, in *Società*, 2005, 599 con nota di M. C. CARDARELLI, e in *Giur. comm.*, 2004, 7-8; Cass. 11 dicembre 2000, n. 15599, in *Giur. it.*, 2001, 1188, in *Foro it.*, 2001, I, 1932 con nota di L. NAZZICONE, e in *Società*, 2001, 675 con nota di G.A. CABRAS; Cass. 21 marzo 2000, n. 3321, in *Giur. comm.*, 2000, 608 e in *Fall.*, 2001, 385 con nota di G. BONFANTI; Cass. 21 dicembre 1994, n. 11017, in *Giur. comm.*, 1994, 12.

¹¹⁷ Cass. 17 luglio 2007, n. 15942, cit.



giudizio di carattere relazionale, teso a verificare la pertinenza, la proporzionalità e la congruenza della scelta, un vizio di illegittimità desumibile dalla irragionevolezza della misura del compenso stabilita in favore dell'amministratore"¹¹⁸. I due rimedi, peraltro, sono pacificamente alternativi, costituendo due vizi invalidanti del medesimo atto e, dunque, non cumulabili¹¹⁹.

Quanto agli strumenti sul "versante più strettamente civilistico", lo spettro dei rimedi esperibili appare almeno in teoria più ampio: innanzitutto, rimedi di natura contrattuale impiegati per le situazioni di irragionevolezza sopravvenuta del compenso degli amministratori. La misura della retribuzione, infatti, originariamente deliberata validamente, può risultare in seguito non più proporzionale e adeguata sia alle situazioni contingenti di natura economica in cui versa la società sia alle azioni *medio tempore* intraprese dall'amministratore. In mancanza di accordo tra le parti e, dunque, di una delibera assembleare in modifica dell'accordo precedente, la società ha, secondo le diverse ricostruzioni offerte dalla giurisprudenza, una serie di strumenti per ricondurre entro i suddetti criteri il compenso. Si possono a tal proposito distinguere due tipologie di rimedi successivi, risolutivi e modificativi – o, secondo parte della dottrina, ablatori e mantentivi¹²⁰ – se l'effetto sia la permanenza o meno di un rapporto contrattuale con l'amministratore.

L'indagine in ordine agli strumenti della prima tipologia (i risolutivi) parte ovviamente dal rimedio di cui all'art. 1453 c.c., il quale, tuttavia, presupponendo una violazione da parte dell'amministratore degli obblighi connessi alla carica, non è *sic et simpliciter* riconnesso alla eccessività del compenso; né appare agevole rinvenire un qualche fondamento all'uopo in un eventuale mancato raggiungimento di taluni obiettivi di gestione, giacché, come ricordato dalla giurisprudenza, l'obbligazione dell'amministratore è di mezzi e non già di risultato¹²¹. Miglior sorte non tocca, per ragioni lapalissiane, alla risoluzione per impossibilità sopravvenuta della prestazione *ex art.* 1463 c.c.

Per contro, ma in linea più astratta che concreta, la risoluzione *ex art.* 1467 c.c. meglio si presta a fungere da fondamento alla tutela ipotizzata. Essa, ove si integri quell'eccessiva onerosità sopravvenuta di cui alla disposizione *de qua* rapportata alla menzionata ragionevolezza, ha il pregio di far cessare *in toto* l'obbligo della società di corrispondere il compenso divenuto eccessivamente oneroso. Nondimeno, la sua praticabilità è soggetta in primo luogo alla verifica dell'effettiva eccessività dell'alea rispetto a quella mediana insita nella natura del ruolo di gestore della società¹²², verifica questa che potrebbe, altresì, esser soggetta a variazioni a seconda

¹¹⁸ R. RORDORF, *sub* 2389 c.c., in C. RUPERTO, *La giurisprudenza sul Codice civile. Coordinata con la dottrina*, Vol. I, Milano, 2009, 806.

¹¹⁹ Cass. 3 dicembre 2008 n. 28748, cit.

¹²⁰ Cfr. V. ROPPO, *Il Contratto*, Milano, 2011, 963.

¹²¹ Cass. 26 febbraio 2002, n. 2769, in *Giur. comm.*, 2002, p. 313, e in *Foro it.*, 2002, I, 1363; Trib. Milano 27 aprile 1989, in *Società*, 1989, 1055, e in *Giur. comm.*, 1991, II, 92.

¹²² Specie in un'attività, quale quella d'impresa, ove il rischio – e dunque l'alea – risulta già di per sé maggiore dell'ordinaria.



dello stesso oggetto sociale; in secondo luogo alla imprevedibilità dell'evento che ha comportato lo squilibrio, giacché la stessa assemblea, in sede di deliberazione sul compenso, avrebbe dovuto considerare l'opportunità che lo stesso potesse essere *rectius* divenire, nel corso ordinario dell'attività d'impresa, eccessivamente gravoso per il bilancio sociale.

Epperò, la stessa società, assai frequentemente potrebbe non avere interesse all'effettivo scioglimento del vincolo, quanto piuttosto desiderare esclusivamente una riduzione degli emolumenti cui si è obbligata, proporzionalmente con le mutate situazioni fattuali. Né si taccia qui, per l'evidente interconnessione con il profilo in esame, di come la giurisprudenza stessa abbia limitato la revoca per giusta causa dell'amministratore a ipotesi macroscopiche¹²³, emergendo pertanto per la società un concreto rischio nel caso dell'accesso al predetto rimedio risolutorio di un obbligo di indennizzare l'amministratore *ex art. 2383, comma 3, c.c.*

Due circostanze, dunque, che rendono pure questo rimedio di dubbia adeguatezza.

La dottrina ha affiancato alle ipotesi risolutorie anzidette un ulteriore rimedio ablatorio, rinvenendolo nella presupposizione¹²⁴ e nel principio di buona fede oggettiva comunque sotteso. Il rimedio, tuttavia, se è vero che si espone alle medesime considerazioni di opportunità appena rassegnate, inoltre, una difficoltà ulteriore rispetto alla risoluzione per eccessiva onerosità. In particolare, non appare di agevole dimostrazione il fatto che la proporzionalità del compenso costituisca quell'accordo implicito tra le parti nel momento in cui fu assunta la delibera assembleare il cui successivo squilibrio e venir meno sia in grado di minare il fondamento medesimo del rapporto.

Decisamente meno irta, allora, è la via che conduce ai rimedi c.d. modificativi o manutentivi del contratto, i quali hanno il pregio di lasciare in vita il rapporto contrattuale e di permettere alle parti di continuare a beneficiare delle relative prestazioni. In specie, ne discenderebbe un indubbio vantaggio per la società, la quale non conoscerebbe un'interruzione magari indesiderata delle prestazioni gestorie dell'amministratore a fronte della corresponsione di una remunerazione proporzionata¹²⁵.

Ivi per un verso deve prendersi in conto la possibilità di accedere al rimedio sulla base di un

¹²³ Cass. 12 settembre 2008, n. 23557, in *Giur. comm.*, 2008, 9, 1350, e in *Foro it.*, 2009, 5, I, 1525; Trib. Milano, 6 gennaio 1997, in *Riv. arb.*, 1999.

¹²⁴ Come ben noto, secondo la dottrina dominante (V. ROPPO, *Il Contratto*, cit., 964), la presupposizione rientrerebbe nella categoria dei rimedi manutentivi in quanto adeguerebbe la situazione fattuale a quella astrattamente voluta da una delle parti. Tuttavia, per la disamina qui condotta, la presupposizione merita d'esser riconnessa alla prima categoria in quanto è idonea esclusivamente a caducare qualsiasi effetto contrattuale – nel caso di specie, qualsiasi importo remunerativo dell'attività dell'amministratore – non consentendo, dunque, alla società di continuare a disporre del *manager* a condizioni economiche più congrue. Amplissima la letteratura in tema di *Voraussetzung* da B. WINDSCHEID, *Zur Lehre des Code Napoléons von Ungültigkeit der Rechtsgeschäfte*, Düsseldorf, 1847, 270-297 in avanti. Per tutti, M. BESSONE, *Rilevanza della presupposizione, le teorie di Windscheid e di Oertmann, gli obiter dicta della giurisprudenza*, in *Foro. it.*, 1978, 101, V, 281-282 e 285-286.

¹²⁵ D'altronde, per loro caratteristiche intrinseche, i rimedi di tal specie sono largamente utilizzati proprio nei c.d. *relational contracts*, di cui il rapporto intercorrente tra società e amministratore costituisce uno dei molteplici esempi.



elemento pattuito dalle parti, per accordo espresso o clausola implicita; si considerino ad esempio le clausole relative allo (*recte* attributive di uno) *ius variandi*¹²⁶.

Per altro verso, poi, è pur ipotizzabile che a fronte di una irragionevolezza nella remunerazione si possa indurre l'amministratore a rinegoziare il compenso; soluzione "di ultima istanza" che comporta la rinegoziazione di talune clausole contrattuali, per adeguare il rapporto alle sopravvenienze maggiormente significative emerse. Un obbligo di tale genere, a carico di entrambi i contraenti, rinverrebbe il proprio fondamento nella buona fede oggettiva operante ancora una volta mediante lo strumento integrativo dell'art. 1374 c.c. Per questa via, le parti potrebbero trovare un proprio, nuovo, assetto remuneratorio, senza la risoluzione forzata del rapporto, con eventuale indennità. Tuttavia, mentre la dottrina è stata da sempre possibilista sul punto, la giurisprudenza è apparsa di diverso orientamento¹²⁷.

Non manca, infine, chi finanche intravede, per il caso di sopravvenuta irragionevolezza del compenso, un obbligo gravante sull'amministratore di "denunciare tale inadeguatezza sopravvenuta e di attivarsi per favorire la correzioni (in senso meno gravoso per l'impresa) del sistema retributivo"¹²⁸; e arriva così a qualificare come inadempiente l'amministratore che a tanto non provveda, istando tempestivamente l'assemblea per la modifica del compenso. Di guisa che in mancanza potrebbero integrarsi i presupposti per recesso per giusta causa da parte della società. La tesi, per quanto condivisibile nelle intenzioni, risente di un'eccessiva indeterminatezza con riferimento all'estensione dell'obbligazione che graverebbe sull'amministratore nonché al momento entro il quale – per non esser tacciato di inadempimento – la predetta istanza sarebbe da sottoporre all'assemblea perché divenuta irragionevole la remunerazione pattuita. Come dire, una serie di variabili che praticamente rendono l'ipotesi non praticabile; ciò oltre all'eccesso di espansione/estensione cui si chiamerebbe il concetto stesso di buona fede menzionato in tutte le precedenti ipotesi.

8.1 – Il quadro normativo in merito ai compensi degli amministratori cambia, seppur non radicalmente, ove l'indagine si sposti sulla speciale disciplina prevista per le società quotate¹²⁹.

In materia, l'ordinamento italiano si inserisce nel solco tracciato dal legislatore europeo il quale, prima con la Raccomandazione n. 2004/913/CE, relativa alla promozione di un regime adeguato per la remunerazione degli amministratori delle società quotate e poi con la Racco-

¹²⁶ Notoriamente e in questo solco, si registra nella prassi dei contratti internazionali l'impiego assai di frequente di clausole di *hardship*, le quali consentono una gestione delle sopravvenienze attraverso rimedi diversi da quelli previsti dall'ordinamento. Esse nondimeno risultano raramente utilizzate per la disciplina dei rapporti con gli amministratori di società di capitali.

¹²⁷ In senso favorevole, ad esempio, G. SICCHIERO, *La rinegoziazione*, in *Contr. Impr.*, 2002, 774. *Contra* Trib. Milano 6 gennaio 1997, in *Riv. arb.*, 1999, 117.

¹²⁸ A.M. BENTIVEGNA, *Il problema*, cit., 16-17.

¹²⁹ In tema, per tutti il quadro offerto da M. CAMPOBASSO, cit., 702 ss.



mandazione n. 2005/162/CE sui comitati del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza nonché ancora con la Raccomandazione n. 2009/385/CE sulle politiche retributive nel settore dei servizi finanziari, ha inteso indicare la direzione, la filosofia prescelta in tema di strumenti per ridurre il rischio di abusi nelle determinazioni in questione. E questa filosofia appare mutua-re ragioni e spunti del già citato *say on pay* nordamericano, peraltro oggetto di ampia circolazione e, per quanto riguarda questa sponda dell'Atlantico, entrato nella *corporate governance* inglese già nel 2002 – con la *Directors' Remuneration Report Regulation*. La regola, che con riferimento al sistema inglese è divenuta parte del *Companies Act* del 2006 – con estensione ulteriore del proprio perimetro rispetto alle sole quotate –, ha subito poi ulteriori interventi anche più di recente¹³⁰; con il risultato che ora si impone agli amministratori di presentare agli azionisti una relazione (il c.d. *remuneration report*)¹³¹ contenente le informazioni sulla politica dei compensi e sui singoli trattamenti retributivi – *report* quindi sottoposto ad una votazione non vincolante dell'assemblea¹³².

Se in questo senso si muovo la citata Raccomandazione n. 2004/913/CE, su di una linea parallela nell'ambito della medesima *policy* – pure ispirata al modello statunitense e adottata dai codici di autoregolamentazione – si colloca la Raccomandazione n. 2005/162/CE, la quale esorta gli Stati membri a prescrivere per le società quotate l'istituzione di un comitato per la remunerazione in seno al consiglio di amministrazione delle società – o al consiglio di sorveglianza, per il caso di sistema dualistico di gestione –, con funzioni istruttorie e propositive riguardo alle decisioni sui compensi¹³³.

Nel nostro ordinamento, le regole menzionate hanno trovato emersione ora nella legislazione speciale, ora nel Codice di autodisciplina delle società quotate, redatto dal Comitato per la *Corporate Governance* della Borsa italiana¹³⁴: il Comitato per la remunerazione, ad esempio, è stato previsto dal Codice di autodisciplina sin dalla sua prima versione del 1999, mentre i Piani di compensi basati su strumenti finanziari hanno trovato una loro regolamentazione nell'art. 114-*bis* T.U.F.¹³⁵; in ordine agli ulteriori obblighi di trasparenza sul tema in indagine, si considerino ancora la Relazione sulla remunerazione, introdotta con l'art. 123-*ter* T.U.F. dal d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259, o il recepimento dei Principi di sana politica delle remunerazioni nelle so-

¹³⁰ *Companies Act 2006*, sec. 420-421 e 439-440 (ma si veda anche la sec. 188), da ultimo riformato con l'*Enterprise and Regulatory Reform Bill* del 2012 (entrato in vigore il 25 giugno 2013).

¹³¹ Cfr. sec. 420 *Companies Act 2006*.

¹³² Sul tema, da ultimo P.J. WELLS, *op. cit.*, 305 ss.; *ex multis* M. CONYON, G. SADLER, *Shareholder Voting and Directors' Remuneration Report Legislation: Say on Pay in the UK. Corporate Governance: An International Review*, 18, 4, 2010, 296-312, oltre a quanto già citato.

¹³³ V. altresì l'estensione del principio suggerita dalla Raccomandazione 2009/384/CE per le remunerazioni in esame nel settore dei servizi finanziari.

¹³⁴ V. <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/corporategovernance/corporategovernance.htm>.

¹³⁵ Come novellato dalla l. 28 dicembre 2005, n. 262 e successivamente modificato dall'art. 3 del d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303.



cietà quotate – indicati dalla citata Raccomandazione 2009/385/CE – con la modifica del 2010 dell’art. 6 del Codice di autodisciplina; a tacere del fatto che nella medesima scia possono registrarsi anche ulteriori proposte di legge¹³⁶.

Le scelte testé elencate ovviamente risentono delle critiche che agli strumenti adottati *tout court* è possibile muovere. E così vero è che il comitato per la remunerazione è composto da tre amministratori non esecutivi di cui almeno uno dotato di una adeguata conoscenza in materia finanziaria e che alle riunioni del comitato medesimo è vietata la partecipazione dell’amministratore interessato alla determinazione (Codice di autodisciplina 6.C.6); ma è vero anche che ciò può apparire del tutto insufficiente per arginare una eventuale deferenza, *a fortiori* un vero e proprio condizionamento ove ve ne siano i presupposti. Il che riporta al vero nervo scoperto di tali approcci, la cui efficacia “dipende solo dall’etica di coloro che devono applicare le regole”¹³⁷.

Non che non si possa ricavarne alcun beneficio. Per certo, il comitato per le remunerazioni, nel valutare in sede istruttoria il profilo dell’adeguatezza dei compensi da determinare, contribuisce ad allineare le remunerazioni proposte all’interesse sociale nella misura in cui fornisce autorevole e idonea motivazione alla delibera che decide in materia. Non solo. Proprio l’istituzione del comitato *de quo*, consente di emancipare la decisione sulla remunerazione dal rispetto delle procedure per le operazioni con parti correlate: il Regolamento Consob sulle parti correlate¹³⁸, all’art. 13, comma 3, lett. b), permette alle società di escludere dall’ambito di applicazione delle relative procedure le deliberazioni in materia di remunerazione degli amministratori e consiglieri investiti di particolari cariche, nonché dei dirigenti con responsabilità strategiche, a condizione che: (1) la società abbia adottato una politica di remunerazione; (2) nella definizione della politica di remunerazione sia stato coinvolto un comitato costituito esclusivamente da amministratori o consiglieri non esecutivi in maggioranza indipendenti; (3) sia stata sottoposta all’approvazione o al voto consultivo dell’assemblea una relazione che illustri la politica di remunerazione – di cui al citato art. 123-ter T.U.F.; (4) la remunerazione assegnata sia coerente con tale politica.

Nella medesima prospettiva è poi di nuovo il T.U.F., con l’art. 114-bis¹³⁹ (rubricato “Infor-

¹³⁶ In particolare, si ricorda la Proposta di legge (deputati Di Salvo, Auraudo, Boccadutri, Marcon, Placido, Melilla, Ragosta, Paglia, Lavagno) “Modifiche al codice civile e al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di requisiti e remunerazione degli amministratori di società, nonché all’articolo 23-bis del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito, con modificazioni, dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214, in materia di compensi degli amministratori e dei dipendenti delle società controllate dalle pubbliche amministrazioni” presentata il 6 agosto 2013, il cui testo è disponibile all’indirizzo web: http://www.camera.it/leg17/995?sezione=documenti&tipoDoc=lavori_testo_pdl&idLegislatura=17&codice=17PDL0009590.

¹³⁷ G. ROSSI, *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003, 97.

¹³⁸ Regolamento adottato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, disponibile all’indirizzo web: <http://www.consob.it/main/regolamentazione/tuf/tuf.html?queryid=main.regolamentazione.tuf&resultmethod=tuf&search=1&symlink=/main/regolamentazione/tuf/index.html>.

¹³⁹ Dapprima inserito dall’art. 16 della l. 28 dicembre 2005, n. 262 e poi così modificato dall’art. 3 del d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303.



mazione al mercato in materia di attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori”), a seguire la linea della *disclosure* giacché, dopo aver attribuito all’assemblea ordinaria dei soci la competenza all’approvazione dei piani di compensi basati su strumenti finanziari, impone all’emittente di mettere a disposizione del pubblico un’apposita relazione dalla quale si evincano tanto le motivazioni dell’adozione del piano, quanto “le modalità e le clausole di attuazione del piano, specificando se la sua attuazione è subordinata al verificarsi di condizioni e, in particolare, al conseguimento di risultati determinati”.

Infine, merita menzione l’approccio del *comply or explain*, adottato nel nostro ordinamento dal già citato Codice di autodisciplina: alle previsioni, a ciò informate, non viene attribuito carattere vincolante ma si richiede che dell’adesione o della mancata adesione ciascuna società quotata fornisca informativa con un’apposita dichiarazione per ciascun esercizio – da inserire nella “*Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari*” di cui all’art. 123-bis T.U.F.

In particolare, l’art. 6, rubricato “Retribuzione degli amministratori”, tra le altre cose, sancisce che “la remunerazione degli amministratori è stabilita in misura sufficiente ad attrarre, trattenere e motivare consiglieri dotati delle qualità professionali richieste per gestire con successo l’emittente” (6.P.1.). Degno di nota è l’impiego del criterio della sufficienza, più stringente della “ragionevolezza” ma che qui entra in campo per la finalità precipua dell’attrazione di professionalità idonee alla conduzione delle specifiche complessità gestorie di una quotata.

Aggiunge, inoltre, al secondo comma: “La remunerazione degli amministratori esecutivi (...) è definita in modo tale da allineare i loro interessi con il perseguimento dell’obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo”¹⁴⁰; e di nuovo emerge quella circolazione di principi e strumenti dal quale né il legislatore spagnolo dell’art. 217, comma 4, *LSC* né il sistema italiano si disvelano estranei – sebbene secondo fonti di grado differente e con ambiti di applicazioni diversi: in questo caso li per tutte le società di capitali e con precetti imperativi, qui per le sole quotate con ben diversa intensità.

Principi e regole che emergono costantemente negli strumenti impiegati, ma combinazioni differenti e intensità diversamente calibrate – si diceva appunto.

9. – Come visto, la complessa riforma spagnola in tema di disciplina dei compensi degli amministratori appare, per larghissima parte, attingere a strumenti non alieni ad altre esperienze giuridiche; soluzioni, in altri termini, oggetto di maggior o minor circolazione, ora per opera dei legislatori, ora per elaborazione giurisprudenziale, ma comunque sperimentate negli ordinamenti occidentali.

D’altro canto, al pari di quanto già precisato, non si rinviene ormai un vero e proprio modello dominante e distinguibile, quanto piuttosto si riscontrano linee di intervento comuni a tutti i

¹⁴⁰ Sul punto, le riflessioni di M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate*, cit., p. 702 ss.



sistemi, diversamente poi declinate a fronte delle esigenze dell'ordinamento di riferimento, dei principi fondanti della relativa *corporate governance* e del momento storico.

Ciò nondimeno, la novella in questione non manca di coraggio e pur denota tracce di una qualche originalità. Diversamente non può concludersi sol che si considerino le clausole generali di cui all'ultimo comma del nuovo art. 217 *LSC*; come pure interessante è il collegamento – pure non privo di ispirazioni – tra il momento informativo e il necessario correttivo alle politiche di remunerazione approvate, qualora lo *IARC* patisca un voto negativo dell'assemblea – per quanto di natura consultiva.

Vero è che il legislatore tedesco *in primis* come la giurisprudenza anche italiana non hanno lesinato l'utilizzo di clausole come ragionevolezza e adeguatezza per limitare o correggere gli abusi nel sistema dei compensi in parola. Vero è anche che l'effettività di tale meccanismo è funzione del concreto significato che le corti spagnole vorranno dare al criterio e della capacità di accedere a uno *scrutiny* di una decisione che appare *in parte qua* comunque protetta dalla *business judgment rule* introdotta nella *LSC*.

Tuttavia non può negarsi che la sola esistenza della clausola, la sola articolazione normativa dei limiti nei criteri di *proporción razonable* rispetto alla *importancia della sociedad*, alla *situación económica* del momento e agli *estándares de mercado de empresas comparables* – come pure nell'obbligo di orientare il sistema di remunerazione alla promozione della *entabilidad y sostenibilidad a largo plazo* – può già di per sé assolvere a una qualche funzione di deterrenza. Permette inoltre alla giurisprudenza di implementare l'ampiezza del controllo in ragione del periodo storico-economico – allargando quando opportuno le maglie grazie al riferimento sia alla situazione della società sia al contesto degli *standard* retributivi rinvenibili sul mercato.

Da taluni si è rilevato come “la exclusión de toda competencia de los socios de las sociedades no cotizadas en una cuestión constitucional, como es la retribución de sus consejeros ejecutivos, no cuadra con los principios elementales de toda organización corporativa ni con el propio sistema legal”¹⁴¹. E pure altri profili di criticità certo non mancano.

D'altronde, da un intervento legislativo così esteso non possono non attendersi regole e meccanismi bisognosi di riflessioni ed eventualmente di correttivi di sorta. Ma la strada che la novella apre per la giurisprudenza spagnola è comunque degna di nota, particolarmente in una materia ove limiti definiti sono difficilmente tracciabili a livello normativo e le proceduralizzazioni delle decisioni come ancor prima la filosofia della mera informazione hanno registrato più di un fallimento.

Lo stesso riferimento al lungo periodo di cui al citato comma 4 (art. 217 *LSC*), anche a fronte di un interesse dei soci che ben può essere diretto al conseguimento del risultato immediato per quanto speculativo, richiama la società al proprio ruolo nel sistema economico e, come detto,

¹⁴¹ In tal senso, le riflessioni critiche di F. MARÍN DE LA BÁRCENA, *La reforma de la retribución de los administradores de las sociedades de capital*, in AA.VV., *Las reformas del régimen de sociedades de capital según la Ley 31/2014*, Madrid, 2015), 42.

JUS CIVILE



lascia emergere logiche e interessi di matrice pubblicistica che sempre nei periodi di crisi avanzano nel diritto delle società – almeno tanto quanto arretrano in fasi di espansione economica, per lasciar spazio alla filosofia dell'intervento minimo.

In tal senso, il nostro sistema, da un lato sconta un dato normativo minimo che ha comportato un intervento giurisprudenziale il quale, forse anche in ragione di ciò ma non solo, non ha inteso osare con particolare audacia; e dall'altro non ha, probabilmente a giusto titolo, individuato nel profilo della remunerazione dei *manager* una delle cause principali della propria peculiare crisi economica. Sì che la nostra esperienza giuridica, se per un verso non è estranea sul tema al ricorso a quelle clausole generali che come evidenziato informano ogni sistema – sia che trovino emersione a livello positivo, sia che si slatentizzino attraverso il lavoro delle corti –, per altro verso è lontana da un ordinamento – quello spagnolo – che con la recente novella spinge sia in fase fisiologica che in fase patologica a puntare in direzione di equilibri difficilmente prevedibili allo stato. E se è vero che un'aria in Re maggiore trasposta in Do maggiore e abbassata di un'ottava da cristallina e celestiale diviene calda, intima e con tinte finanche meditative e romantiche¹⁴², parimenti vero è che i percorsi dei giudici tedeschi sulla strada della ragionevolezza-proporzionalità-adequatezza dei compensi non forniscono dati tali da permettere al comparatista l'azzardo di previsioni di sorta sugli sviluppi del rinnovato sistema spagnolo.

È, però, un chiaro – e storicamente comprensibile – segnale nel *trend* in materia, i cui effetti concreti sono destinanti con buona probabilità – questo sì, può preconizzarsi – a incidere sul dibattito in argomento e sulla prosecuzione della tendenza in parola.

¹⁴² Si passi il riferimento, il quale – come è ovvio – è al secondo movimento della Suite n. 3 in Re maggiore BWV 1068 di J.S. Bach, divenuta solo dopo la celeberrima trasposizione di Wilhelmj la c.d. aria sulla quarta corda – perché così suonata tutta sulla quarta corda del violino, quella di Sol.