

**UNIVERSITA' CATTOLICA DEL SACRO CUORE
MILANO**

**DOTTORATO DI RICERCA IN MERCATI
ED INTERMEDIARI FINANZIARI**

**Ciclo XX
S.S.D: SECS-P/09**

**IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE NELLE
SOCIETÀ QUOTATE: TEORIA ED EVIDENZA**

Tutor:
Prof. MARCO BIGELLI
Prof. ROBERTO BARONTINI

Tesi di Dottorato di:
ANDREA CAROSI
Matricola: 3380071

Anno Accademico 2007 - 2008



**UNIVERSITA' CATTOLICA DEL SACRO CUORE
MILANO**

**DOTTORATO DI RICERCA IN MERCATI
ED INTERMEDIARI FINANZIARI**

**Ciclo XX
S.S.D: SECS-P/09**

**IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE NELLE
SOCIETÀ QUOTATE: TEORIA ED EVIDENZA**

Coordinatore: Chiarissimo Prof. Alberto Banfi

Tutor: Prof. Marco Bigelli
Prof. Roberto Barontini

Tesi di Dottorato di: Andrea Carosi
Matricola: 3380071

Anno Accademico 2007 – 2008

RINGRAZIAMENTI

Queste pagine sono frutto del lavoro di ricerca avviato nel 2004 nell'ambito dell'attività svolta durante il dottorato in Mercati ed Intermediari Finanziari presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano. Il primo ringraziamento è pertanto dovuto al Prof. Albero Banfi, al Prof. Francesco Cesarini ed a tutto il Collegio Docenti del MEIF. Un ringraziamento particolarmente sentito è rivolto al Prof. Marco Bigelli ed al Prof. Roberto Barontini per i consigli e l'aiuto ricevuti nell'elaborazione di queste pagine, nonché per la disponibilità concessami. Sinceri ringraziamenti sono dovuti al Prof. Stefano Mengoli ed al Prof. Emanuele Bajo per i preziosi suggerimenti e i quotidiani spunti di riflessione. Ringrazio inoltre il Prof. Sandro Sandri ed il Prof. Massimo Spisni, veri deus ex-machina del Gruppo di Finanza di Bologna di cui ho la fortuna d'essere e sentirmi parte. Ringrazio infine tutti coloro che mi hanno sostenuto, in modo particolare "i vecchi amici". Le persone da ringraziare non espressamente citate non me ne vogliano, giacché sono fermamente e presuntuosamente convinto che ognuna di loro sa quanto sia loro debitore.

INDICE

	Pag.
<i>Introduzione</i>	<i>1</i>
PARTE PRIMA – GLI AMMINISTRATORI E LA CORPORATE GOVERNANCE	
Capitolo I	
LA FIGURA DELL'AMMINISTRATORE	11
1.1. La carica di amministratore	12
1.1.1. Nomina degli amministratori	12
1.1.1.1. Pubblicità della nomina	26
1.1.1.2. L'accettazione della nomina	26
1.1.2. Ineleggibilità e decadenza	27
1.1.3. Incompatibilità della carica	31
1.1.4. Sostituzione degli amministratori	31
1.1.5. Cessazione della carica	32
1.1.5.1. Scadenza del termine	32
1.1.5.2. Rinuncia	33
1.1.5.3. Revoca	33
1.1.5.4. Altre cause di estinzione del rapporto di amministrazione	35
1.2. Divieto di concorrenza e interessi degli amministratori	36
1.2.1. Il divieto di concorrenza	36
1.2.2. Interessi degli amministratori	38
1.2.2.1. Obblighi dell'amministratore delegato	39
1.2.2.2. Obblighi dell'amministratore unico	39
1.3. Il sistema dei compensi	40
1.3.1. Il diritto al compenso e la gratuità della carica	41
1.3.2. Modalità di retribuzione	42
1.3.2.1. Le stock options	46
1.3.2.1.1. Le caratteristiche delle stock options	47
1.3.2.1.2. La politica di assegnazione delle opzioni	50
1.3.3. Profilo fiscale e previdenziale della retribuzione degli amministratori	51
1.3.4. Profilo contabile ed informativo della retribuzione degli amministratori	64
1.3.5. La remunerazione degli amministratori nel Codice di Autodisciplina	78

	Pag.
1.4. Le funzioni degli amministratori	83
1.4.1. Il potere di gestione	83
1.4.2. Poteri e doveri degli amministratori	85
1.4.3. Compiti specifici degli amministratori	86
1.4.3.1. La formazione, l'approvazione e la pubblicizzazione del bilancio	86
1.4.3.2. Adempimenti di natura pubblicitaria	87
1.4.3.3. Adempimenti contabili	87
1.4.3.4. La convocazione dell'assemblea	88
1.4.3.5. Funzioni di controllo sull'assemblea	89
1.4.3.6. Interventi degli amministratori nelle operazioni straordinarie	90
1.4.4. Funzioni del consiglio di amministrazione nel Codice di Autodisciplina	91
1.5. Il potere di rappresentanza	93
1.5.1. Generalità e limitazioni del potere di rappresentanza	93
1.5.2. Il potere di rappresentanza processuale	94
Capitolo II	
IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE	95
2.1. La numerosità dei consiglieri	95
2.2. La riunione consiliare	98
2.3. La composizione del CdA	104
2.3.1. Gli amministratori esecutivi	104
2.3.1.1. Il Chief Executive Officer	107
2.3.2. Gli amministratori indipendenti	108
2.3.2.1. Il Lead Independent Director	121
2.3.3. Il presidente del consiglio	123
2.3.4. I busy directors	125
2.3.5. L'amministratore di fatto	129
2.4. Il sistema delle deleghe	130
2.4.1. Contenuto e limitazioni della delega	133
2.4.2. Effetti della delega	133
2.4.3. Il comitato esecutivo	134
2.4.4. Competenze gestionali delegabili a dipendenti o a terzi	137
2.5. La responsabilità degli amministratori	138
2.5.1. La responsabilità verso la società	138
2.5.1.1. Solidarietà della responsabilità degli amministratori	139
2.5.1.2. L'azione sociale di responsabilità	140
2.5.1.3. L'azione sociale esercitata dai soci	142
2.5.2. La responsabilità verso i creditori	143

	Pag.
2.5.3. La responsabilità verso il singolo	143
2.6. I nuovi sistemi di corporate governance	144
2.6.1. Il sistema dualistico	146
2.6.1.1. Il consiglio di gestione	147
2.6.1.2. Il consiglio di sorveglianza	148
2.6.2. Il sistema monistico	148
2.6.2.1. Il consiglio di amministrazione	148
2.6.2.2. Il comitato per il controllo di gestione	149
2.6.3. I sistemi di governance nel Codice di Autodisciplina	150

PARTE SECONDA – LA REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI: APPROCCI ED EVIDENZE EMPIRICHE

Capitolo III

STATO DELL'ARTE 155

3.1. Framework di analisi	157
3.1.1. Funzione obiettivo di impresa	157
3.1.2. La teoria del compenso	160
3.1.2.1. Benefici totali attesi	161
3.1.2.2. Composizione del pacchetto remunerativo	161
3.1.2.3. Pay-performance relation	162
3.2. Breve excursus storico	165
3.2.1. Gli anni settanta: la dimensione di impresa	167
3.2.2. Gli anni ottanta: la remunerazione equity-based	168
3.2.2.1. I golden parachutes	169
3.2.3. Gli anni novanta: l'azione legislativa	170
3.3. La remunerazione come problema di agenzia	172
3.3.1. Nomina e definizione del pay-package	175
3.3.1.1. Chi prende le decisioni di policy	175
3.3.1.2. Selezione e contrattazione	176
3.3.1.3. Amministratori alle dipendenze del CEO	178
3.3.1.4. Una possibile falsa soluzione: la consulenza esterna	180
3.3.2. Una possibile soluzione: la equity-based compensation	181
3.3.2.1. No skin in the game	181
3.3.2.2. Le stock-options: la soluzione o il problema?	183
3.3.2.2.1. Opzioni indicizzate al costo del capitale	185
3.3.2.3. Risk adersion hypothesis	187
3.3.2.4. Unwind the incentives	188
3.3.3. Il sistema di bonus	190

3.3.3.1.	La pay-performance relation	Pag. 192
3.3.3.2.	Benchmark di performance	193
3.3.3.3.	Misure di performance	194
3.4.	Il mercato dei capitali e l'earnings management game	196
3.4.1.	Premi e punizioni del mercato	196
3.4.2.	Premi e punizioni per gli analisti	198

Capitolo IV

IL COMPENSO DEGLI AMMINISTRATORI: LO STUDIO DEL CASO ITALIANO **201**

4.1.	Reperimento dei dati e BoardEx	202
4.1.1.	Attendibilità delle informazioni	205
4.1.2.	Copertura time-series	206
4.1.3.	Copertura cross-section	207
4.1.4.	Modalità di fruizione	207
4.1.5.	Modalità di download	207
4.1.6.	Gruppi di variabili	209
4.2.	Descrizione del dataset e selezione del campione	217
4.2.1.	Il campione di imprese	218
4.2.2.	Il campione di individui	224
4.3.	Il compenso degli amministratori	229
4.3.1.	Inflation adjustment	231
4.3.2.	Fiscal year end adjustment	232
4.3.3.	Statistiche descrittive	233
4.4.	Il sistema di incentivi	247
4.4.1.	Le variabili di struttura proprietaria	249
4.4.2.	Le ipotesi testabili	252
4.4.3.	La pay-performance sensitivity	256
4.4.4.	Analisi univariata: la PPS* e la struttura proprietaria	258
4.4.5.	PPS manipulation hypothesis	261
4.4.6.	Reputation assurance hypothesis	265
4.4.7.	Test di robustezza	268
4.4.7.1.	Individual random effects	268
4.4.7.2.	Firm random effects	269
4.4.7.3.	Firm e sector fixed effects	269
4.5.	Conclusioni	247

<i>Bibliografia</i>	273
---------------------	-----

INTRODUZIONE

Ciò che le grandi imprese pagano ai propri *top managers* è una delle questioni maggiormente indagate dalla Finanza Aziendale sin da *Jensen e Murphy (1990a)*. Negli ultimi tre decenni, il numero dei contributi che hanno analizzato la retribuzione d'amministratori e *managers*, è cresciuto in modo parallelo al valore di quest'ultima: dagli 1-2 *papers* l'anno del 1985 si è arrivati ai 60 del 1995 (*Murphy, 1999*); prima del 1980 erano stati pubblicati solo alcuni pionieristici lavori tra cui si ricordano quelli di *Roberts (1956)*, *Baumol (1959)*, e *Lewellen e Huntsman (1970)*.

Numerosi sono i fattori che hanno contribuito a generare un tale interesse attorno alle *remuneration policies*. Innanzi tutto, il già ricordato aumento nei compensi: la retribuzione monetaria mediamente corrisposta ai CEOs dello S&P500 è più che raddoppiata dal 1970 al 2002; nello stesso periodo il valore totale annuo da essi mediamente realizzato, considerando cioè anche i guadagni derivanti da *stock options* e da altri strumenti di retribuzione a base azionaria, è circa decuplicato (*Hall e Murphy, 2003*). In secondo luogo, il formarsi di un'opinione pubblica fortemente contraria alle enormi somme incassate dai gestori d'impresa, fondata sulla percezione che alti salari erano spesso associati a comportamenti *value-destroying*. In questo senso, è stato rilevante il flusso d'informazioni derivante dai processi e dalle investigazioni che hanno seguito i numerosi scandali finanziari verificatisi dalla metà degli anni novanta e culminati con i *cracks* di Enron e Worldcom, per quanto riguarda il mercato americano, e con quelli di Cirio e Parmalat, con riferimento a quello italiano. In terzo luogo, l'emergere e la generale accettazione dell'*agency theory* che ha sopraelevato la politica retributiva da elemento precipuo del mercato del lavoro, a strumento necessario per la definizione di un sistema di *corporate governance* volto alla creazione del valore d'impresa. La caratteristica separazione tra proprietà e controllo dell'impresa moderna rappresenta, infatti, la sublimazione del problema d'agenzia suggerito da *Berle e Means (1932)* e

formalizzato da *Jensen e Mechling (1976)*. La limitata partecipazione del *management* alla proprietà aziendale crea i presupposti affinché la gestione dell'impresa sia improntata alla massimizzazione dei benefici del gruppo manageriale, piuttosto che della ricchezza degli azionisti. Ecco che allora, la predisposizione d'adequati sistemi d'incentivazione del *management* (i.e. di un adeguato sistema di retribuzione) diventa una condizione necessaria per mitigare i costi generati dal problema d'agenzia e assicurare dunque un'efficace allocazione delle risorse. Infine, il crearsi di una vera e propria teoria del compenso che, definendo quali dovrebbero essere le caratteristiche del *pay-package* ottimale, ha posto le basi per un nuovo processo di riesamina delle politiche retributive adottate nella pratica.

In particolare, come *Jensen e Murphy (2004)* fanno osservare, un pacchetto remunerativo ben costruito deve: attrarre i migliori amministratori al minor costo, essere in grado di trattenerli allo stesso minor costo (i.e. incoraggiarli a lasciare l'impresa al momento giusto), ed infine motivarli ad intraprendere solo quelle azioni che creano valore di lungo periodo per gli azionisti (ed, in modo speculare, impedire loro di intraprendere quelle che invece lo distruggono). Corrispondentemente, per raggiungere questi tre obiettivi, altrettante sono le dimensioni che devono essere tenute in considerazione nel *design* di una *remuneration policy*: i benefici, pecuniari e non, totali attesi legati alla posizione lavorativa che determinano dove un soggetto lavora; la composizione del pacchetto remunerativo che raggiunge la condizione d'ottimo quando non vengono sprecate risorse dell'impresa; la relazione fra la remunerazione totale corrisposta ed i risultati aziendali (*pay-performance relation*), che definisce quali azioni e quali risultati sono "remunerati" e quali invece "penalizzati", e quindi, in definitiva, quanto duramente e produttivamente il percipiente la remunerazione lavora. Tuttavia, molti contributi hanno evidenziato come i contratti di compenso utilizzati nella pratica, raramente posseggano quelle caratteristiche che la teoria identifica come ottimali. In questo senso sono state fornite dalla letteratura spiegazioni per lo più di carattere contabile (*Murphy, 2003; Hall e Murphy, 2003*) ed istituzionale (*Bebchuk, Fried e Walker, 2002;*

Bebchuk e Fried, 2003). Una parte della dottrina ha recentemente proposto però un approccio aggiuntivo avente alla base l'idea che gli amministratori possono influenzare a proprio vantaggio i termini del *pay-package* loro corrisposto. *Yermack (1997) e Aboody e Kasznik (2000)* dimostrano, ad esempio, che l'assegnazione e l'informativa al mercato sono strategicamente manipolate in modo da rendere le *stock options in-the-money* il prima possibile dopo il *granting*. In particolare i risultati di *Yermack* suggeriscono che gli amministratori fanno in modo che il *granting* avvenga prima che l'impresa trasmetta al mercato notizie positive. Viceversa, *Aboody e Kasznik*, dando per esogena la data d'assegnazione delle *stock options*, suggeriscono che gli amministratori ritardano la comunicazione delle notizie positive fino a dopo il *granting*, anticipando invece la comunicazione di quelle negative. *Bebchuk e Fried (2004)* sostengono che la tendenza delle imprese statunitensi a corrispondere *stock options at-the-money*, piuttosto che *out-of-the-money*, o con prezzo d'esercizio indicizzato al mercato (*Hall e Murphy, 2000 e 2002*), è spiegabile dall'influenza esercitata dai *directors* sul processo di determinazione dei compensi loro diretti. Ulteriori contributi da inserire in questo filone della letteratura hanno dimostrato che la capacità di influenzare il pacchetto remunerativo è tanto più elevata quanto più gli investitori sono dispersi e passivi (*Bertrand e Mullainathan, 2001*) e quanto più la *corporate governance* è debole (*Garvey e Milbourn, 2006; Harford e Li, 2007*).

Il presente contributo trova i propri presupposti nell'intenzione di volere esaminare il consiglio d'amministrazione delle società aventi azioni quotate in Borsa Italiana, e le retribuzioni destinate ai suoi membri, secondo le citate recenti linee d'analisi proposte dalla letteratura, ed alla luce delle numerose innovazioni dell'ordinamento giuridico italiano che hanno investito tutte le tematiche legate alla figura dell'amministratore. A tal fine l'elaborato presenta una struttura articolata in due parti, nella prima delle quali viene fornita una visione organica dell'assetto istituzionale in cui l'analisi empirica, prodotta nella seconda, trova il proprio presupposto.

In particolare, la prima parte della tesi fornisce un'analisi giuridico-finanziaria della figura dell'amministratore (Capitolo 1) e del consiglio d'amministrazione (Capitolo 2), che risulta, oltre che assente in letteratura, quantomai attuale alla luce delle numerose e recenti riforme normative (fiscali, previdenziali, e di governo societario) introdotte in materia. La normativa primaria, infatti, costituita dagli articoli del codice civile riguardanti gli amministratori ed i sistemi d'amministrazione e controllo (libro V, sezione VI bis, del Codice Civile) e dalle disposizioni contenute nel T.U.F., va oggi completata con le nuove disposizioni contabili derivanti dall'applicazione degli IAS, ed in particolare dell'IFRS2, con le novità introdotte dalla cosiddetta Nuova Legge sul Risparmio (D. L. n. 262/2006), con le linee di comportamento descritte nella terza versione del Codice di Autodisciplina (*Best Practice Code, 2006*), ed infine con le prescrizioni di tipo previdenziale e fiscale contenute nelle Leggi "Finanziaria" del 2006 e del 2007. Questa parte della tesi rappresenta pertanto una sintesi organica di tutte le disposizioni vigenti in materia di "amministratori", differenziata di volta in volta secondo l'ambito d'applicazione.

La seconda parte della tesi invece, prendendo spunto dai diversi approcci utilizzati in letteratura (Capitolo 3), e con riferimento al contesto italiano, fornisce un'analisi empirica del sistema di compenso applicato agli amministratori. Dapprima è tracciata, relativamente al periodo indagato (1999-2006), la dinamica temporale dei pacchetti retributivi corrisposti dalle società italiane, differenziata in funzione della tipologia d'amministratore e del ruolo ricoperto da quest'ultimo all'interno dell'impresa. Successivamente viene fornita una stima degli incentivi impliciti nelle retribuzioni corrisposte dalle imprese ai membri del proprio consiglio d'amministrazione (i.e. *pay-performance sensitivity*). L'ipotesi che guida questa parte dell'analisi è che in un contesto caratterizzato da proprietà concentrata, a causa della capacità dell'azionista di maggioranza di estrarre risorse dalla società, è ragionevole presumere che gli amministratori risultino destinatari di una remunerazione meno sensibile alle *performances* dell'impresa e tendenzialmente più elevata. Nonostante le numerose evidenze empiriche relative ai costi/benefici connessi all'espropriazione, (*La*

Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny, 2002; Klapper e Love, 2004; Claessens, Djankov, Fan e Lang, 2002; Durnev e Kim, 2005; Dahya, Dimitrov, e McConnell, 2008), la letteratura non ha mai messo in relazione questi ultimi con le *compensation policies*. Tale relazione trova il proprio presupposto nel fatto che, *ex ante*, ogni azione espropriativa rappresenta un costo anche per gli amministratori. Si tratta di un costo che incide innanzi tutto direttamente sul compenso complessivo atteso dall'amministratore quando parte della remunerazione corrisposta è collegata alle *performances* aziendali. Quanto più gli interessi dei *directors* sono allineati con quelli degli *shareholders*, tanto maggiore è il costo sopportato. In secondo luogo, dal momento che gli amministratori sono chiamati a perseguire la massimizzazione della ricchezza degli azionisti, ogni espropriazione, di fatto, rappresenta un costo che incide sul capitale reputazionale di questi ultimi. Per quanto detto, data la documentata capacità degli amministratori di influenzare opportunisticamente la propria remunerazione, e degli azionisti di maggioranza di divergere risorse dall'impresa per consumo personale, l'analisi proposta vuole esaminare la remunerazione dei primi in quelle imprese che con maggiore probabilità saranno espropriate. In sostanza la questione che viene posta è se gli amministratori scontano la possibilità d'espropriazione, componendo convenientemente il proprio pacchetto di compenso. In questo senso, il caso delle imprese italiane rappresenta un ambiente di *testing* ideale per una serie di concomitanti ragioni, che comunque non escludono una valenza più ampia della questione affrontata. Innanzi tutto, le imprese italiane sono state storicamente più propense a dotarsi di una struttura proprietaria concentrata e caratterizzata da una notevole separazione fra proprietà e controllo (Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, e Shleifer, 2000; Faccio e Lang, 2002; Volpin, 2002; Barontini e Caprio, 2006; Mengoli, Pazzaglia, e Sapienza, 2006). Secondariamente, l'Italia è un paese in cui lo scarso livello di protezione degli azionisti di minoranza permette all'azionista controllante di estrarre un considerevole ammontare di benefici privati affrontando un potenziale basso costo legale (Bigelli e Mengoli, 2004; McCaherty e Vermeulen, 2004; Bigelli, Merhotra e Rau, 2006). Infine, l'Italia è un paese dove la

scarsa efficienza del mercato del lavoro per gli amministratori (Barontini e Caprio, 2002; Volpin, 2002) disincentiva questi ultimi a monitorare efficacemente, ed eventualmente bloccare, le azioni dell'azionista di maggioranza volte alla diversione di risorse dall'impresa.

I risultati dell'analisi suggeriscono la validità dell'impianto d'ipotesi proposto. Le imprese caratterizzate da separazione fra proprietà e controllo solo raramente legano il compenso dei *directors* alle proprie *performances*. Non solo. Nel ristretto numero di casi, caratterizzati da una *corporate governance* particolarmente poco efficace, in cui ciò si verifica, si assiste all'assegnazione di *stock options* emesse a condizioni assai favorevoli. Seguendo quanto documentato dalla letteratura (Bebchuk e Fried, 2004), tale pratica è associabile all'estrazione di risorse dall'impresa in modo nascosto agli investitori. Coerentemente con precedenti ricerche, il compenso percepito da un amministratore è funzione positiva delle deleghe operative assunte, dell'anzianità di servizio, e della dimensione d'impresa. La retribuzione complessiva risulta però crescere direttamente anche con la distanza tra i *cash flow rights* ed i *control rights* detenuti dall'*ultimate shareholder*, e cioè con il rischio espropriativo fronteggiato dall'azionista marginale. Tale maggiore compenso è finanziato per lo più attraverso l'assegnazione di remunerazione *equity-based* e solo marginalmente da una più elevata retribuzione monetaria. Anche in questo senso la determinante è la qualità della *corporate governance*. Le imprese dotate di un efficace ed efficiente governo societario riescono a controllare il processo di formazione delle *remuneration policies* impedendone manipolazioni opportunistiche. Le imprese caratterizzate da *weak corporate governance* risultano invece non solo incapaci di attuare politiche retributive volte alla massimizzazione del valore d'impresa, ma anche esposte all'estrazione di risorse da parte dei propri amministratori.

La valenza della ricerca proposta risulta quanto mai evidente alla luce delle implicazioni pratiche e delle riflessioni teoriche che discendono dalle evidenze ottenute. Con riferimento all'aspetto accademico, tale progetto rappresenta, innanzi tutto, l'anello di congiunzione tra due importanti filoni di ricerca della finanza

empirica quali quelli dei fenomeni espropriativi e del compenso degli amministratori. L'identificazione del *pay-package* "caratteristico" di quelle imprese maggiormente esposte a rischio espropriativo porta, da un lato ad una nuova prova della capacità degli amministratori di influenzare il processo di formazione dei contratti di compenso e, dall'altro, ad una nuova *proxy* che identifica le imprese che *ex-ante* sono più esposte ad espropriazione. Infine, tale progetto pone certamente la questione di come il mercato reagisce, ed eventualmente se la sconti, all'informativa relativa ai cambiamenti nelle remunerazioni corrisposte ai componenti del consiglio d'amministrazione. Ponendo attenzione alle implicazioni pratiche del presente lavoro, queste sono essenzialmente due. In primo luogo si gettano dei dubbi sull'efficacia dell'operato del comitato per la remunerazione. In questo senso una riforma della sua composizione ed operatività appare per lo meno auspicabile. In secondo luogo nascono dubbi anche sul processo di (s)elezione degli amministratori. La presenza di un azionista di maggioranza, unita ad un mercato del lavoro degli amministratori poco efficiente, pare generi *adverse selection* per i cui i migliori *directors* non sono assunti (poiché non accondiscendenti con il loro azionista di maggioranza), mentre quelli meno capaci sono assunti ed anche maggiormente remunerati.

PARTE PRIMA

Gli amministratori e la corporate governance

Capitolo I

LA FIGURA DELL'AMMINISTRATORE

La normativa vigente in tema d'amministratori è il risultato di numerosi recenti cambiamenti, taluni a carattere vincolante, altri a carattere raccomandatorio, che hanno investito un sistema di prescrizioni di fatto in concreto immutato dal 1998. Dall'introduzione del T.U.F., infatti, fatte salve alcune prescrizioni aventi per il più applicazione limitata (si pensi all'istituzione del voto di lista per le società in via di privatizzazione), e altre aventi carattere non tassativo (quanto contenuto, ad esempio, nelle precedenti versioni del Codice di Autodisciplina del 1999 e del 2002), non si riscontrano, in tema, altri interventi legislativi di particolare rilievo. Per contro, dal 2004 (Riforma Vietti - D. Lgs. 6/2003), numerosi atti riformatori hanno profondamente mutato ogni aspetto dell'apparato legislativo concernente la figura dell'amministratore e del consiglio d'amministrazione. Fra questi: la cosiddetta Legge sulla Tutela del Risparmio (D. L. n. 262/2005), che fra l'altro ha elevato a rango legislativo le prescrizioni del Codice di Autodisciplina (come quelle contenute in ogni altro codice di categoria), l'introduzione degli IAS (D. Lgs. 38/2005), le previsioni fiscali e previdenziali in tema di retribuzione contenute nel D. L. n. 223/2006, nel D. L. n. 248/2006 e nelle varie circolari dell'Agenzia delle Entrate (tra le tante, particolarmente rilevante è la n. 33/E/2006), i vincoli, per le società partecipate dallo Stato, introdotte con la legge Finanziaria del 2007 (L. n. 296/06), le direttive Consob in merito all'elezione dei componenti dei consigli d'amministrazione nelle società quotate (delibere Consob n. 15915 e n. 15960 del Maggio 2007), nonché le novità in materia di *governance* bancaria volute da Mario Draghi (emanate a Marzo di quest'anno ma da recepire entro il 30 Giugno 2009). I primi due capitoli della tesi contengono una sintesi organica di tale processo di riforma. Il contenuto necessariamente giuridico, è stato integrato

con dati, studi e casi aziendali al fine di evidenziare le cause e le conseguenze di tali innovazioni normative, nonché di collegare quanto disposto dal legislatore con quanto attuato in merito dalle società. Quello che ho cercato così di ottenere è una lettura in chiave finanziaria della disciplina dell'amministratore, che, come già sottolineato, oltre a trovare causa di necessità nella trasversalità delle prescrizioni introdotte in tema, è assente nella letteratura monografica. Esclusivamente per comodità espositiva ho ritenuto opportuno dividere in due capitoli tale analisi. In particolare mentre di seguito sarà sviluppata in modo dettagliato la figura dell'amministratore, nel capitolo successivo è fornita una disamina dell'aggiornato ruolo del consiglio d'amministrazione nel governo societario.

1.1. LA CARICA DI AMMINISTRATORE

1.1.1. Nomina degli amministratori

Gli amministratori - può essere nominato chiunque sia in possesso dei requisiti necessari, indipendentemente dal fatto d'essere socio¹ - sono nominati dall'assemblea ordinaria². La nomina si configura come una normale deliberazione dell'assemblea e, pertanto, una volta che questa è costituita regolarmente, chi ha la maggioranza dei voti può nominare tutti gli amministratori³. La nomina non può essere fatta per un periodo superiore a tre esercizi^{ma} comunque gli amministratori, salvo quanto disposto nello statuto, sono rieleggibili.

Pur essendo la competenza assembleare inderogabile⁴, alla società rimane la facoltà di introdurre, nello statuto⁵, norme

¹ Si veda art. 2380-*bis* c.c. Si noti che non si ravvisa conflitto d'interesse (si veda paragrafo 1.2.2) se un socio vota per la propria elezione alla carica d'amministratore.

² Si vedano artt. 2364² e 2383 c.c.

³ La scelta del sistema di votazione, salvo quanto espresso nello statuto, spetta al presidente dell'assemblea.

⁴ In generale si ritiene che le clausole che introducono particolari modalità di votazione, o che consentono all'assemblea di determinarle, non siano contrarie alla legge, e siano, pertanto, accettabili, purché risulti sempre rispettato il principio che la nomina compete alla delibera assembleare. Per tale ragione è, per esempio, ritenuta valida la clausola statutaria che sposta il potere di nomina in mano all'assemblea straordinaria, e sono invece nulle le clausole statutarie che prevedono il parziale o

particolari per la nomina alle cariche sociali. Ulteriori eccezioni alla competenza assembleare in tema di nomina sono, poi, previste per legge. In tal senso: la nomina dei primi amministratori, che sono nominati nell'atto costitutivo; la nomina d'amministratori indipendenti effettuata da titolari di strumenti finanziari "forniti di particolari diritti amministrativi"⁶; la nomina riservata allo Stato o ad enti pubblici se così è previsto dalla legge o dallo statuto⁷. A queste circostanze vanno, infine, aggiunte: la possibilità della nomina da parte dell'assemblea dei sottoscrittori⁸, la nomina da parte del Tribunale in caso di gravi irregolarità da parte degli

totale potere di nomina dell'organo amministrativo a favore di determinati gruppi di soci.

⁵ Risultati analoghi a quelli conseguibili con le clausole statutarie sono ottenibili con la stipula tra i soci d'appositi patti parasociali (artt. 2341-*bis* e 2341-*ter* c.c.). La stipula di un patto parasociale, a fine di nomina degli amministratori, presenta però due svantaggi rispetto alle clausole statutarie. I patti parasociali hanno infatti durata limitata, 3 anni per le società quotate (art. 123 T.U.F.) e 5 anni per le non quotate (art. 2341-*bis* c.c.), salvo che siano strumentali ad accordi di collaborazione, e inoltre si configurano come semplici obblighi tra soci, la cui violazione non determina l'invalidità della delibera assembleare, ma solo l'obbligo di risarcimento del danno eventualmente procurato.

⁶ Si veda art. 2351 c.c. Tale articolo, unitamente agli artt. 2346 e 2349 c.c., prevede la possibilità della creazione, e della loro assegnazione a dipendenti della società stessa o di società controllate, a soci o a terzi, di strumenti finanziari, partecipativi del capitale azionario, dotati di particolari diritti amministrativi e/o patrimoniali. Tali strumenti possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati, e, in particolare, può essere ad essi riservata, secondo modalità previste nello statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio d'amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco. Alle persone così nominate, si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell'organo cui partecipano.

⁷ Si vedano gli artt. 2449 e 2450 c.c. Tali articoli riservano allo Stato e agli enti pubblici, indipendentemente dall'esistenza di una partecipazione azionaria, la nomina, e contestualmente la revoca, di uno o più amministratori o sindaci o componenti del consiglio di sorveglianza in società per azioni, ogni qualvolta lo statuto, o la legge, attribuiscano, ai soggetti di cui sopra, tale facoltà. Esempio singolare dell'applicazione degli artt. di cui sopra è lo statuto di Autostrada Serravalle Milano Ponte Chiasso S.p.A. Nel caso, è prevista la nomina di un massimo di 15 amministratori, dei quali: 12 nominati uno ciascuno da vari Comuni, Province e Ccia, e 3 nominati dall'assemblea tra i nominativi indicati da ciascun socio che detenga quote azionarie pari o superiori al 13%.

⁸ Si veda art. 2335⁴ c.c.

amministratori in violazione dei loro doveri⁹ e la nomina per cooptazione¹⁰.

Se la normativa precedente ha sempre lasciato alle società molta libertà riguardo le modalità d'elezione dei componenti dei propri organi di controllo, la nuova Legge sul Risparmio¹¹ ha esplicitamente previsto che, per le società aventi azioni quotate su mercati regolamentati italiani, l'elezione dei componenti dell'organo d'amministrazione deve avvenire tramite la presentazione, da parte dei soci, o di gruppi di così, di una serie di liste¹² di candidati - lo statuto della società determina la quota minima di partecipazione richiesta per la presentazione delle liste, che deve essere, comunque, non superiore ad un quarantesimo del capitale sociale - all'interno delle quali risultano poi eletti gli amministratori risultati aggiudicatari del maggior numero di voti ad essi assegnati dagli azionisti. Per le medesime società, inoltre, con validità dal 2008, la Consob¹³ ha stabilito, e pubblica annualmente, entro trenta giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale, le soglie minime per la presentazione di tali liste, con riferimento alla capitalizzazione di mercato, al flottante ed alla struttura proprietaria della società. Salva la minore percentuale prevista nello statuto, la quota di partecipazione richiesta per la presentazione delle liste è pari al 2,5% del capitale sociale della società, oppure alla differente quota prevista al verificarsi delle condizioni¹⁴ di cui nella tabella seguente:

⁹ Si veda art. 2409 c.c.

¹⁰ Si veda paragrafo 1.1.4.

¹¹ Si veda Titolo I, Capo I, Art. 1, L. n.262/05.

¹² Si veda art. 147-ter¹ T.U.F. La lista deve specificare, oltre alle generalità del potenziale amministratore, i requisiti d'indipendenza di ognuno di essi sia con rispetto di quelli stabiliti per legge, sia di quelli eventualmente previsti nello statuto della società (tra questi rientrano i requisiti d'indipendenza previsti da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria).

¹³ Si vedano le delibere Consob n. 15915 e n. 15960 del 30 Maggio 2007 e per l'implementazione di queste gli artt. 144-ter e ss del Regolamento Emittenti Consob n. 11971/99.

¹⁴ Art. 144-*quater*, Regolamento Emittenti Consob n. 11971/99. Per le società cooperative la quota di partecipazione è pari allo 0,5% del capitale sociale. Inoltre gli statuti delle società cooperative devono consentire la presentazione delle liste anche ad

Tabella I.1 - Soglie minime per la presentazione di una lista concorrente alla nomina del Consiglio d'Amministrazione

Soglie per la presentazione delle liste di nomina degli amministratori	
Quota di partecipazione (in % del CS)	Condizione
0,5	Capitalizzazione di Mercato > € 20 mld
1,0	€ 5 mld < Capitalizzazione di Mercato ≤ € 20 mld
1,5	€ 2,5 mld < Capitalizzazione di Mercato ≤ € 5 mld
2,0	€ 1 mld < Capitalizzazione di Mercato ≤ € 2,5 mld
2,5	€ 0,5 mld < Capitalizzazione di Mercato ≤ € 1 mld
4,5	Capitalizzazione di Mercato ≤ € 0,5 mld

Fonte: Art. 144-*quater*, Regolamento Emittenti Consob n. 11971/99.

La previsione delle liste di minoranza è figlia della percepita necessità di garantire una migliore rappresentanza, all'interno del consiglio d'amministrazione, della compagine azionaria. La sola fissazione della possibilità delle liste non rappresenta, tuttavia, garanzia di tale rappresentanza. Inoltre, il voto di lista, unitamente all'introduzione d'alcune clausole statutarie, può originare distorsioni nel processo d'elezione. A questo proposito si può ricordare il caso IMI, 1996¹⁵ (alcuni azionisti dell'IMI facenti parte di una lista di minoranza hanno sostenuto presso il Tribunale di Roma che le altre liste di minoranza presentate erano in realtà non vere liste di minoranza ma liste in cui la maggioranza si era artificialmente suddivisa al fine di non consentire alle vere minoranze di essere rappresentate nel consiglio), e il caso SEAT&Cecchi Gori del 2001 (per consentire al 25% del capitale sociale posseduto da SEAT di nominare la maggioranza dei consiglieri della Cecchi Gori Communication S.p.A., è stata introdotta una clausola del voto di lista nella quale i voti dati alla lista delle azioni di categoria A, di proprietà SEAT, venivano divisi per 1,2,3, mentre i voti dati alla lista delle azioni di categoria B, di proprietà Cecchi Gori, venivano divisi per 5, 10, 15. Poiché erano eletti gli amministratori che ottenevano il maggior risultato da tale divisione, la SEAT che pur disponeva solo del 25% del capitale poteva eleggere la maggioranza degli amministratori). Proprio per garantire la maggiore rappresentanza di cui sopra, ed evitare utilizzi opportunistici del voto di lista, "almeno uno dei componenti del

un numero minimo di soci, comunque non superiore a cinquecento, indipendentemente dalla percentuale di capitale sociale complessivamente detenuta.

¹⁵ Si veda *Giur.it.*, 1997, p.81.

consiglio d'amministrazione deve essere espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo, neppure direttamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti."¹⁶

Le ultime prescrizioni in tema di nomina degli amministratori sono state introdotte con il nuovo Codice di Autodisciplina¹⁷. Le disposizioni del codice riguardano principalmente la trasparenza del processo di nomina e d'elezione e la possibile creazione, all'interno del consiglio d'amministrazione, che ne valuta l'opportunità, di un comitato per le nomine. Il Comitato per le nomine, se costituito, deve essere composto per la maggioranza da amministratori indipendenti¹⁸ e può essere investito di una o più delle seguenti funzioni: (1) proporre al consiglio d'amministrazione i candidati nel caso si debba sostituire, nel corso dell'esercizio, un amministratore dipendente; (2) indicare i candidati alla carica d'amministratore indipendente da sottoporre all'assemblea, tenendo conto d'eventuali segnalazioni pervenute dagli azionisti; (3) formulare pareri, da riferire al consiglio d'amministrazione, in merito alla dimensione e composizione e qualificazione dello stesso consiglio. In previsione di una maggiore trasparenza del processo di nomina, viene raccomandato che le liste dei candidati, oltre quanto già previsto dalla legge, siano accompagnate da un'informativa riguardante le caratteristiche personali e professionali dei candidati, siano depositate presso la sede sociale almeno quindici giorni prima della data prevista per l'assemblea e vengano tempestivamente pubblicate sul sito internet della società¹⁹.

Il processo di nomina, in particolare per le società quotate, è, come si è visto, notevolmente mutato negli ultimi anni e alcuni

¹⁶ Art. 147-ter³ T.U.F., introdotto con la L. n. 262/05. Nel caso SEAT-Cecchi Gori, la lista delle azioni di categoria B, avrebbe infatti, in ogni modo, avuto diritto all'elezione di almeno un componente del consiglio d'amministrazione.

¹⁷ Si veda l'art.6, *Codice di Autodisciplina* (2006), Comitato per la Corporate Governance.

¹⁸ L'indipendenza in quest'ambito va valutata in merito all'art.3, *Codice di Autodisciplina* (2006), Comitato per la Corporate Governance.

¹⁹ A completamento di quanto detto: il Codice ritiene auspicabile che gli azionisti qualificati, e in particolare quelli istituzionali e di controllo, dichiarino spontaneamente durante l'assemblea di nomina, il proprio voto.

cambiamenti (cfr. Soglie di lista imposte dalla Consob) diventeranno effettivi solo in futuro. Dal rapporto sullo stato d'attuazione del Codice di Autodisciplina redatto annualmente da Assonime²⁰, si possono trarre, in questo senso, alcune considerazioni²¹ (Si veda la Tabella I.2).

²⁰ Si veda: Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2007), NOTE E STUDI N.112, Assonime ed Emittenti Titoli.

²¹ I dati sul procedimento di nomina degli amministratori sono relativi a 248 società, pari al 92% del totale delle imprese quotate sulla Borsa di Milano.

Tabella I.2 - La nomina degli amministratori negli emittenti azioni quotate in Borsa Italiana

NOMINA DEGLI AMMINISTRATORI		Società che forniscono informazioni sul procedimento di nomina			Società che hanno istituito il voto di lista (con quorum % medio)				Società che prevedono il deposito delle candidature (o invitano i soci a provvedere) 10 gg ante assemblea			Società che prevedono il deposito delle candidature (o invitano i soci a provvedere) 15 gg ante assemblea			Società che prevedono la pubblicazione delle candidature sul web			Società in cui le candidature sono accompagnate da "esauriente informativa"			Società in cui le candidature sono accompagnate da indicazione d'idoneità a qualificarsi come indipendenti		
		#	N°	%	#	N°	%	μ	#	N°	%	#	N°	%	#	N°	%	#	N°	%	#	N°	%
LISTINO	2007	38	38	100.0%	38	22	57.9%	1.97%	38	30	78.9%	38	11	28.95%	38	11	28.95%	38	38	100.0%	38	32	84.2%
	2006	39	38	97.4%	39	19	48.7%	2.23%	39	27	69.2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	39	34	87.2%	39	26	66.7%
	2005	38	38	100.0%	38	17	44.7%	2.33%	38	28	73.7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	38	34	89.5%	38	23	60.5%
S&P	2007	42	39	92.9%	42	18	42.9%	1.70%	42	31	73.8%	42	12	28.57%	42	10	23.81%	42	36	85.7%	42	25	59.5%
	2006	38	36	94.7%	38	8	21.1%	1.44%	38	27	71.1%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	38	31	81.6%	38	22	57.9%
	2005	25	24	96.0%	25	8	32.0%	2.56%	25	19	76.0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	25	22	88.0%	25	14	56.0%
MIDEX	2007	74	70	94.6%	74	25	33.8%	3.68%	74	50	67.6%	74	14	18.92%	74	13	17.57%	74	58	78.4%	74	41	55.4%
	2006	70	66	94.3%	70	11	15.7%	4.55%	70	44	62.9%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	70	61	87.1%	70	41	58.6%
	2005	65	60	92.3%	65	7	10.8%	3.40%	65	50	76.9%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	65	57	87.7%	65	37	56.9%
ALL STAR	2007	53	50	94.3%	53	17	32.1%	3.96%	53	34	64.2%	53	10	18.87%	53	10	18.87%	53	44	83.0%	53	33	62.3%
	2006	49	47	95.9%	49	7	14.3%	4.93%	49	29	59.2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	49	44	89.8%	49	29	59.2%
	2005	44	41	93.2%	44	4	9.1%	3.67%	44	32	72.7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	44	38	86.4%	44	23	52.3%
di cui STAR	2007	21	20	95.2%	21	8	38.1%	3.08%	21	16	76.2%	21	4	19.05%	21	3	14.29%	21	14	66.7%	21	8	38.1%
	2006	21	19	90.5%	21	4	19.0%	3.67%	21	15	71.4%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	21	17	81.0%	21	12	57.1%
	2005	24	18	75.0%	24	9	37.5%	2.43%	24	11	45.8%	24	3	12.50%	24	1	4.17%	24	13	54.2%	24	5	20.8%
EXPANDI	2007	17	13	76.5%	17	2	11.8%	2.00%	17	5	29.4%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	17	5	29.4%	17	1	5.9%
	2006	97	93	95.9%	97	26	26.8%	2.18%	97	50	51.5%	97	12	12.37%	97	10	10.31%	97	80	82.5%	97	51	52.6%
	2005	105	95	90.5%	105	20	19.0%	2.25%	105	45	42.9%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	105	83	79.0%	105	48	45.7%
ALTRE	2007	115	105	91.3%	115	20	17.4%	2.41%	115	62	53.9%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	115	86	74.8%	115	50	43.5%
	2006	37	35	94.6%	37	8	21.6%	3.20%	37	19	51.4%	37	6	16.22%	37	4	10.81%	37	30	81.1%	37	21	56.8%
	2005	44	42	95.5%	44	7	15.9%	3.63%	44	21	47.7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	44	32	72.7%	44	23	52.3%
BANK/ASS	2007	42	41	97.6%	42	7	16.7%	3.30%	42	22	52.4%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	42	30	71.4%	42	20	47.6%
	2006	238	223	93.7%	238	92	38.7%	2.38%	238	153	64.3%	238	46	19.33%	238	41	17.23%	238	195	81.9%	238	133	55.9%
	2005	225	206	91.6%	225	53	23.6%	2.50%	225	127	56.4%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	225	182	80.9%	225	115	51.1%
ALTRE	2007	202	187	92.6%	202	44	21.8%	2.28%	202	136	67.3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	202	169	83.7%	202	103	51.0%
	2006	275	248	90.2%	275	100	36.4%	2.43%	275	172	62.5%	275	52	18.91%	275	45	16.36%	275	225	81.8%	275	154	56.0%
	2005	269	248	92.2%	269	60	22.3%	2.60%	269	148	55.0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	269	214	79.6%	269	138	51.3%
TOTALE	2007	244	228	93.4%	244	51	20.9%	2.40%	244	158	64.8%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	244	199	81.6%	244	123	50.4%
	2006	28	27	96.4%	28	17	60.7%	2.13%	28	22	78.6%	28	7	25.00%	28	8	28.57%	28	27	96.4%	28	23	82.1%
	2005	28	28	100.0%	28	13	46.4%	1.77%	28	21	75.0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	28	25	89.3%	28	18	64.3%
MIB30	2007	28	28	100.0%	28	14	50.0%	1.67%	28	20	71.4%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	28	25	89.3%	28	16	57.1%
	2006	33	33	100.0%	33	12	36.4%	2.50%	33	24	72.7%	33	6	18.18%	33	5	15.15%	33	30	90.9%	33	20	60.6%
	2005	34	33	97.1%	34	6	17.6%	2.63%	34	22	64.7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	34	29	85.3%	34	29	85.3%
ex NUMTEL	2007	32	30	93.8%	32	5	15.6%	3.25%	32	25	78.1%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	32	28	87.5%	32	20	62.5%
	2006	33	33	100.0%	33	12	36.4%	2.50%	33	24	72.7%	33	6	18.18%	33	5	15.15%	33	30	90.9%	33	20	60.6%
	2005	34	33	97.1%	34	6	17.6%	2.63%	34	22	64.7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	34	29	85.3%	34	29	85.3%

Fonte: Rielaborazione da Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2007), Assonime - Dati relativi al 2006.

Informazioni sul procedimento di nomina degli amministratori sono state fornite da 258 società (pari al 94% del totale) delle 275 censite da Assonime nel 2007. Le società che hanno istituito il voto di lista sono 100²² (il 36% del totale), in notevole aumento rispetto agli ultimi anni²³ (erano il 20,9% nel 2005 ed il 22,3% nel 2006²⁴) e prevalentemente concentrate tra le S&P (dove la percentuale sale al 59%). Il *quorum* medio per la presentazione di liste è sceso al 2,4% (era pari al 2,6% nel 2006) e presenta una notevole variabilità tra un segmento e l'altro (tra le 78 società che comunicano il *quorum*, esso varia da un minimo dello 0,5% e un massimo del 15%). Solo 9 società, erano 11 nel 2006, comunicano un *quorum* superiore al limite originariamente imposto dalla legge 262/05). Si osservi che la diminuzione del *quorum* rappresenta una curiosa inversione rispetto al *trend* riscontrato dal 2004. Dal 2004 al 2006, infatti, proprio l'adozione del voto di lista da parte delle società di minori dimensioni, le principali variazioni d'adozione si riscontravano per le società Star (5%) e per le Altre società (3%), aveva portato all'aumento del *quorum* medio per la presentazione delle liste dal 1,9% al 2,6% del capitale sociale. Le ultime cinque colonne della Tabella I.2 riportano, invece, i dati relativi alla trasparenza del processo di nomina. Con particolare riguardo al deposito delle candidature degli amministratori, 172 società (pari al 62% del totale; erano il 55% nel 2006) comunicano

²² Tra queste: 35 sono società privatizzate (o tuttora a controllo pubblico) o società cooperative (o società operanti in un gruppo facente capo a una di queste due tipologie di società); tra le restanti 65 sono frequenti le società di recente quotazione. Si noti che in 4 casi si tratta di società governate secondo il modello monistico (si veda paragrafo 2.6.2), le quali sono obbligate all'adozione del voto di lista dall'art. 148⁴, T.U.F., come modificato dall'art. 3, D. L. n. 37/04.

²³ La diversa numerosità dei campioni censiti annualmente distorce in parte i raffronti fra dati relativi ad anni diversi.

²⁴ Si noti che le informazioni riassunte nello studio di Assonime sono contenute nella relazione di Corporate Governance (CG) che le società quotate redigono annualmente. Dal momento che in genere le relazioni di CG (per l'anno in corso) sono diffuse dal Consiglio di amministrazione prima dell'assemblea chiamata all'approvazione del bilancio (quindi, nella maggior parte dei casi, prima di Aprile), e poichè il termine per l'adeguamento degli statuti societari alla Legge sul Risparmio (L. n. 262/05) è stato prorogato a 30 Giugno 2008, l'impatto dell'istituzione dell'obbligo del voto di lista per tutte le società quotate, come pure l'impatto delle prescrizioni relative agli amministratori di minoranza, non può ancora pienamente cogliersi.

che esso è previsto almeno 10 giorni prima dell'assemblea; 52 di queste (pari al 19% del totale), hanno, in realtà, già previsto il deposito entro il termine di 15 giorni, così come raccomandato dall'art. 6.C.1. del nuovo Codice. Inoltre, 45 emittenti (pari al 16% del totale) hanno già previsto esplicitamente la pubblicazione sul sito web delle candidature alla carica d'amministratore. In generale si può affermare che la trasparenza sul procedimento di nomina e la tempestività nell'applicazione del nuovo Codice sono maggiori nelle società più grandi (le massime percentuali campionarie si riscontrano tra le S&P e le Midex). Tuttavia, si può affermare altresì che in generale, non è elevata. Ad esempio, sebbene 225 società (pari al 82% del totale) chiariscano che la presentazione delle candidature alla carica d'amministratore è accompagnata da esauriente informativa sulla persona, solo per 154 di esse (pari al 56% dei casi; erano il 51% nel 2006) la candidatura degli amministratori è accompagnata dall'indicazione dell'idoneità alla qualifica d'indipendenti²⁵.

La Tabella I.3 e la Tabella I.4²⁶, quantificano, rispettivamente, la presenza degli amministratori di minoranza nei consigli di amministrazione delle società aventi azioni quotate in Borsa Italiana, e la tipologia dei soggetti che hanno presentato le liste per l'elezione degli stessi.

²⁵ Tale informazione è richiesta nell'art. 6.C.1 dell'ultima versione del Codice (2006). Il deposito anticipato di tale documentazione permette ai soci di individuare quei candidati che saranno poi probabilmente valutati come indipendenti. Una volta nominato il consiglio di amministrazione, il giudizio sull'indipendenza dei singoli componenti è poi, comunque, frutto della valutazione collegiale di tale organo (si veda paragrafo 2.3.2).

²⁶ Le informazioni relative alle compagini azionarie che "sponsorizzano" i singoli amministratori non sono richieste dal Codice di Autodisciplina. Tuttavia, la diffusione e l'utilizzo della Guida per la compilazione della relazione di CG, curata da Assonime, ha permesso l'emersione di tali informazioni.

Tabella I.3 – Gli amministratori di minoranza negli emittenti azioni quotate in Borsa Italiana

AMMINISTRAZIONI DI MINORANZA NEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE		Società che individuano il numero degli amministratori delle varie categorie			Numero degli amministratori	Società che hanno amministratori "di minoranza"			Amministratori "di minoranza" (% rispetto a totale CdA)		Società che dichiarano chi ha presentato le candidature degli amministratori "di minoranza" (rispetto a società con amministratori di minoranza)		
LISTINO	Anno	#	N°	%	μ	#	N°	%	μ	%	#	N°	%
S&P	2007	38	38	100,0%	14,4	38	13	34,2%	3,2	26,7%	13	9	69,2%
	2006	39	39	100,0%	14,5	39	13	33,3%	3,5	27,8%	13	10	76,9%
	2005	38	38	100,0%	14,3	38	11	28,9%	3,6	30,2%	n.a.	n.a.	n.a.
MIDEX	2007	42	42	100,0%	11,8	42	6	14,3%	5,2	35,6%	6	5	83,3%
	2006	38	38	100,0%	12,9	38	5	13,2%	5,2	37,1%	5	4	80,0%
	2005	25	25	100,0%	14,0	25	4	16,0%	3,3	25,9%	n.a.	n.a.	n.a.
ALL STAR	2007	74	74	100,0%	9,0	74	4	5,4%	1,3	13,7%	4	1	25,0%
	2006	70	70	100,0%	9,2	70	0	0,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2005	65	65	100,0%	9,3	65	1	1,5%	2,0	20,0%	1	1	100,0%
di cui STAR	2007	53	53	100,0%	9,2	53	3	5,7%	1,3	13,5%	3	1	33,3%
	2006	49	49	100,0%	9,5	49	0	0,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2005	44	44	100,0%	9,8	44	1	2,3%	2,0	20,0%	n.a.	n.a.	n.a.
di cui TECHSTAR	2007	21	21	100,0%	8,6	21	1	4,8%	1,0	14,3%	1	0	0,0%
	2006	21	21	100,0%	8,7	21	0	0,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EXPANDI	2007	24	24	100,0%	7,7	24	0	0,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2006	17	15	88,2%	7,5	17	0	0,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ALTRE	2007	97	96	99,0%	8,9	97	4	4,1%	3,5	29,9%	4	1	25,0%
	2006	105	102	97,1%	8,7	105	5	4,8%	3,6	33,7%	5	3	60,0%
	2005	115	115	100,0%	9,3	115	9	7,8%	3,2	29,9%	n.a.	n.a.	n.a.
BANK/ASS	2007	37	37	100,0%	15,5	37	6	16,2%	5,3	35,2%	6	5	83,3%
	2006	44	44	100,0%	15,3	44	5	11,4%	6,2	38,8%	5	5	100,0%
	2005	42	42	100,0%	15,3	42	4	9,5%	6,3	37,2%	n.a.	n.a.	n.a.
ALTRE	2007	238	237	99,6%	9,2	238	21	8,8%	2,9	25,0%	21	11	52,4%
	2006	225	219	97,3%	9,3	225	18	8,0%	3,3	29,0%	18	12	66,7%
	2005	202	202	100,0%	9,3	202	20	9,9%	2,8	27,8%	n.a.	n.a.	n.a.
TOTALE	2007	275	274	99,6%	10,	275	27	9,8%	3,4	27,2%	27	16	59,3%
	2006	269	263	97,8%	10,3	269	23	8,6%	3,9	31,1%	23	17	73,9%
	2005	244	244	100,0%	10,3	244	24	9,8%	3,3	29,4%	n.a.	n.a.	n.a.
MIB30	2007	28	28	100,0%	15,3	28	11	39,3%	3,4	27,1%	11	7	63,6%
	2006	28	28	100,0%	15,1	28	10	35,7%	3,7	29,1%	10	9	90,0%
	2005	28	28	100,0%	14,6	28	10	35,7%	3,6	31,2%	n.a.	n.a.	n.a.
ex NUMTEL	2007	33	33	100,0%	7,9	33	1	3,0%	1,0	14,3%	1	0	0,0%
	2006	34	34	100,0%	7,9	34	1	2,9%	2,0	25,0%	1	1	100,0%
	2005	32	32	100,0%	8,0	32	0	0,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Fonte: Rielaborazione da Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2007), Assonime - Dati relativi al 2006.

Tabella I.4 - Soggetti che hanno presentato liste “di minoranza”

SOGGETTI CHE HANNO PRESENTATO LE LISTE "DI MINORANZA" (Dati 2007)	Amministratori		
Soggetti identificati nella relazione CG	N	%	# Società
Fondi o investitori istituzionali	17	27%	n.d.
Fondazioni (bancarie e non)	11	17%	n.d.
Banche, assicurazioni o altri soggetti finanziari	17	27%	n.d.
Soci pattisti	5	8%	n.d.
Associazioni di piccoli azionisti	4	6%	n.d.
Altri azionisti	9	14%	n.d.
Totale	63	100%	n.d.
Non identificati	29		
Totale generale	92		
SOGGETTI CHE HANNO PRESENTATO LE LISTE "DI MINORANZA" (Dati 2006)	Amministratori		
Soggetti identificati nella relazione CG	N	%	# Società
Fondi o investitori istituzionali	19	26%	7
Fondazioni (bancarie e non)	14	19%	4
Banche, assicurazioni o altri soggetti finanziari	16	22%	6
Soci pattisti	9	12%	2
Associazioni di piccoli azionisti	7	10%	2
Altri azionisti	8	11%	2
Totale	73	100%	23
Non identificati	17		
Totale generale	90		

Fonte: Rielaborazione da Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2007), Assonime.

Solamente in 27 sui 275 casi totali (erano 23 su 269 nel 2006), le società hanno comunicato²⁷ di avere, all’interno dei propri consigli di amministrazione, consiglieri di minoranza. Questi ultimi sono in tutto 92 (erano 90 nel 2006 e 72 nel 2005), pari in media a 3,4 per ogni società dove sono presenti, e coprono il 27% dei posti in consiglio²⁸. Il numero e il peso percentuale dei consiglieri di minoranza variano in misura notevole secondo il settore: sono 5,3 (pari al 35% delle poltrone in consiglio) nelle 6 società bancarie e assicurative dove sono presenti, mentre, nelle 21 società di altri settori, essi sono in media 2,9 (pari al 25% del consiglio). Le

²⁷ Tale dato è comunque poco solido. Anche se per molti degli anni recenti è presente l’informazione sul “gruppo elettorale” di ogni amministratore, la stessa informazione non è tuttavia disponibile per quegli amministratori che sono rieletti, e quindi presenti in consiglio almeno dal 2004.

²⁸ Anche per la numerosità e la presenza degli amministratori di minoranza in consiglio, vale quanto specificato per l’adozione del voto di lista. Si veda nota n. 24.

informazioni sui soci che hanno presentato le liste dalle quali sono stati tratti gli amministratori di minoranza presenti in consiglio, sono state fornite da 10 società su 27 (pari quindi al 59% del totale; erano il 74% nel 2006), per un totale di 63 (su 92) amministratori di minoranza presenti in consiglio. È da osservare che solo 17 consiglieri (pari al 27% di quelli per cui sono disponibili informazioni in merito) sono stati presentati da investitori istituzionali (fondi comuni o fondi pensione, che sono riusciti a eleggere loro rappresentanti in 7 società). Nei restanti casi (la distribuzione quantitativa e qualitativa analoga a quella del 2006) si tratta di liste presentate da banche, assicurazioni o altri soggetti finanziari (17 consiglieri in 5 società), da fondazioni bancarie (11 consiglieri in 3 società), da soci legati da patti di sindacato (5 consiglieri in 1 società), da associazioni di piccoli azionisti (4 consiglieri in 1 società), oppure da altri soci che non rientrano nelle categorie precedenti (9 consiglieri in 2 società).

Dalla Tabella I.5, infine, si possono ricavare alcune informazioni relative alla costituzione, alla composizione e al funzionamento del Comitato per le proposte di nomina.

Tabella I.5 - Il Comitato per le proposte di nomina negli emittenti azioni quotate presso Borsa Italiana

COMITATO PER LE PROPOSTE DI NOMINA		Società che hanno istituito il Comitato per le proposte di nomina			Società che forniscono informazioni sulla composizione del Comitato			Numero degli amministratori nel Comitato	Amministratori ESECUTIVI (% rispetto al totale)		Amministratori NON ESECUTIVI (% rispetto al totale)		Amministratori INDIPENDENTI (% rispetto a totale)		Società che forniscono informazioni sulla presenza dei singoli amministratori alle riunioni del Comitato			
LISTINO	Anno	#	N°	%	#	N°	%	μ	μ	%	μ	%	μ	%	#	N°	%	μ
S&P	2007	38	8	21.1%	8	8	100.0%	4.9	0.6	14.60%	4.3	85.40%	3.3	74.20%	8	6	75.0%	0.85
	2006	39	8	20.5%	8	8	100.0%	5.1	1.0	21.20%	4.1	78.80%	3.6	80.00%	8	6	75.0%	0.92
	2005	38	5	13.2%	5	5	100.0%	6.0	0.8	15.10%	5.2	84.90%	4.8	92.00%	5	3	60.0%	0.91
MIDEX	2007	42	8	19.0%	8	8	100.0%	3.1	0.3	12.50%	2.9	87.50%	2.1	67.90%	8	3	37.5%	0.92
	2006	38	5	13.2%	5	5	100.0%	3.4	0.4	13.30%	3.0	86.70%	2.0	72.00%	5	2	40.0%	1.00
	2005	25	2	8.0%	2	2	100.0%	3.0	0.5	16.70%	2.5	83.30%	2.0	75.00%	2	1	50.0%	0.33
ALL STAR	2007	74	9	12.2%	9	9	100.0%	3.0	0.3	11.10%	2.7	88.90%	2.0	75.90%	9	4	44.4%	1.00
	2006	70	8	11.4%	8	8	100.0%	3.0	0.3	8.30%	2.8	91.70%	1.9	72.90%	8	5	62.5%	1.00
	2005	65	7	10.8%	7	7	100.0%	3.0	0.3	9.50%	2.7	90.50%	1.9	73.80%	7	4	57.1%	1.00
di cui STAR	2007	53	6	11.3%	6	6	100.0%	3.0	0.0	0.00%	3.0	100.00%	2.2	72.20%	6	4	66.7%	1.00
	2006	49	5	10.2%	5	5	100.0%	3.0	0.0	0.00%	3.0	100.00%	2.0	70.00%	5	4	80.0%	1.00
	2005	44	4	9.1%	4	4	100.0%	3.0	0.0	0.00%	3.0	100.00%	2.3	79.20%	4	3	75.0%	1.00
di cui TECHSTAR	2007	21	3	14.3%	3	3	100.0%	3.0	1.0	33.30%	2.0	66.70%	1.7	83.30%	3	0	0.0%	n.a.
	2006	21	3	14.3%	3	3	100.0%	3.0	0.7	22.20%	2.3	77.80%	1.7	77.80%	3	1	33.3%	1.00
EXPANDI	2007	24	0	0.0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2006	16	0	0.0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ALTRE	2007	97	10	10.3%	10	10	100.0%	3.2	0.2	6.67%	3.0	93.30%	2.3	79.30%	10	5	50.0%	0.92
	2006	104	10	9.6%	9	9	100.0%	2.8	0.3	11.10%	2.4	88.90%	1.9	77.80%	9	2	22.2%	1.00
	2005	115	11	9.6%	11	10	90.9%	3.1	0.2	6.70%	2.9	93.30%	2.1	72.70%	11	3	27.3%	0.97
BANK/ASS	2007	37	9	24.3%	9	9	100.0%	4.8	0.3	6.50%	4.4	93.50%	3.2	68.90%	9	5	55.6%	0.89
	2006	44	9	20.5%	9	9	100.0%	5.0	0.4	8.40%	4.6	91.60%	3.7	74.40%	9	4	44.4%	0.90
	2005	42	7	16.7%	7	7	100.0%	5.3	0.4	6.00%	4.9	94.00%	4.3	87.10%	7	3	42.9%	0.93
ALTRE	2007	238	26	10.9%	26	26	100.0%	3.1	0.3	12.50%	2.7	87.50%	2.1	76.70%	26	13	50.0%	0.92
	2006	223	21	9.4%	21	21	100.0%	3.0	0.5	14.60%	2.5	85.40%	1.9	77.80%	21	11	52.4%	0.99
	2005	202	18	8.9%	18	17	94.4%	3.0	0.4	11.80%	2.6	88.20%	1.9	73.10%	18	8	44.4%	0.90
TOTALE	2007	275	35	12.7%	35	35	100.0%	3.5	0.3	11.00%	3.2	89.00%	2.4	74.70%	35	18	51.4%	0.91
	2006	267	30	11.2%	30	30	100.0%	3.6	0.5	12.70%	3.1	87.30%	2.4	76.80%	30	15	50.0%	0.97
	2005	244	25	10.2%	25	24	96.0%	3.7	0.4	10.10%	3.3	89.90%	2.6	77.20%	25	11	44.0%	0.91
MIB30	2007	28	9	32.1%	9	9	100.0%	4.7	0.7	21.30%	4.0	78.70%	2.9	61.50%	9	7	77.8%	0.87
	2006	28	6	21.4%	6	6	100.0%	5.8	1.0	19.20%	4.8	80.80%	4.2	76.70%	6	4	66.7%	0.90
	2005	28	4	14.3%	4	4	100.0%	6.8	0.8	10.50%	6.0	89.50%	5.5	90.00%	4	3	75.0%	0.91
ex NUMTEL	2007	33	4	12.1%	4	4	100.0%	3.3	0.8	22.90%	2.5	77.10%	2.5	100.00%	4	1	25.0%	1.00
	2006	34	5	14.7%	5	5	100.0%	3.0	0.8	26.70%	2.2	73.30%	1.8	86.70%	5	2	40.0%	0.94
	2005	32	4	12.5%	4	4	100.0%	3.0	0.8	25.00%	2.3	75.00%	1.5	75.00%	4	1	25.0%	1.00

Fonte: Rielaborazione da Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2007), Assonime - Dati relativi al 2006.

Come già sottolineato la costituzione di un Comitato per le nomine non è obbligatoria, né esplicitamente raccomandata, come soluzione generale, dal nuovo Codice²⁹. La prescrizione del Codice in merito, è stata comunque seguita da 35 società delle censite (pari al 13%, contro le 30 società, pari al 11% del 2006)³⁰. Nel 87% dei restanti casi, le società (240) hanno dichiarato di non avere intenzione di istituire tale comitato. 184 di queste hanno fornito, altresì, un'esplicita motivazione in merito, che è generalmente riconducibile o alla composizione dell'azionariato (in particolare alla presenza di un azionista di maggioranza oppure, per le società controllate da Enti Locali, di particolari norme statutarie o di legge che regolano l'elezione del consiglio³¹), o alla presenza del voto di lista per la nomina del consiglio di amministrazione. Con riguardo alla composizione analitica del comitato (che è sempre disponibile), si può vedere che l'indicazione del codice per il buon funzionamento dello stesso (la maggioranza di amministratori indipendenti; nella versione precedente del Codice era la maggioranza di amministratori non esecutivi), è rispettata in 28 casi (erano 24 nel 2006) pari al 80% del totale³²; in 9 casi, inoltre, il Comitato è composto solo da indipendenti. Infine, con riguardo al funzionamento del comitato, lo 86% delle società che l'hanno costituito (30), danno informazione sulla frequenza delle riunioni, che è pari a 2,5 l'anno³³, e in 8 casi (erano 4 nel 2006) sono state

²⁹ L'art. 6.P.2 raccomanda che il consiglio di amministrazione valuti "se" costituire tale Comitato. Tale principio non è, quindi, su base *comply or explain*. Si noti che la Guida Assonime Emittenti Titoli suggerisce, comunque, di esplicitare e motivare le scelte fatte in merito a questo punto.

³⁰ In taluni casi, tuttavia, il Comitato per le proposte di nomina è stato istituito con funzioni limitate all'eventuale sostituzione di uno o più amministratori venuti a mancare (Si veda paragrafo 1.1.4), o con finalità diverse da quelle previste dal Codice (Come la sottoposizione delle candidature all'azionista di maggioranza, la nomina degli amministratori delle società controllate, o la nomina dell'amministratore delegato).

³¹ Si veda quanto precedentemente detto a proposito delle eccezioni alla competenza assembleare per la nomina degli amministratori.

³² Tra le restanti 7 società, 3 hanno un peso degli indipendenti pari al 50%, 3 hanno una minoranza di indipendenti e (solo) 1 è priva di indipendenti.

³³ In molti casi il comitato per le proposte di nomina è unificato con quello per la remunerazione (si veda paragrafo 1.3.5), oppure si occupa anche delle nomine nelle

diffuse anche informazioni sulla partecipazione dei singoli consiglieri a queste ultime (il numero di tali casi sale a 18 se si considerano le società in cui il comitato nomine è unificato con quello delle remunerazioni). La variabilità delle riunioni è assai accentuata tra una società e l'altra: si va da un minimo di 0 riunioni, corrispondente verosimilmente a situazioni in cui non vi è l'esigenza di proporre candidature all'Assemblea, a un massimo di 13 riunioni in un anno.

1.1.1.1. Pubblicità della nomina

Ai sensi dell'art. 2383 c.c. gli amministratori devono, entro trenta giorni dall'avvenuta notizia della loro nomina, chiederne l'iscrizione nel Registro delle Imprese³⁴. Dal momento dell'iscrizione, l'amministratore risulta pienamente investito di tutti i doveri legati al proprio ufficio³⁵.

1.1.1.2. L'accettazione della nomina

Il rapporto di amministrazione s'instaura dal momento dell'accettazione della nomina da parte del nominato: quest'ultima, infatti, perfeziona l'efficacia della nomina permettendole di divenire operativa. Nella prassi l'accettazione si presuppone avvenuta con la pubblicità della nomina. Tuttavia la pubblicità ha fine meramente dichiarativo e, pertanto, l'accettazione può desumersi anche da qualsiasi comportamento idoneo a manifestare la volontà di assumere la carica³⁶. Vi può essere così, anche se non ancora

società controllate: in tali fattispecie, avendo il comitato compiti più ampi, la frequenza delle riunioni è più elevata.

³⁴ L'iscrizione deve indicare: cognome e nome, luogo e data di nascita, domicilio, cittadinanza e l'eventuale attribuzione della rappresentanza della società precisando se congiuntamente o disgiuntamente.

³⁵ Per gli effetti derivanti dall'iscrizione si veda l'art. 2193 c.c., il quale dispone che: "I fatti dei quali la legge prescrive l'iscrizione, se non sono stati iscritti, non possono essere opposti ai terzi da chi è obbligato a richiederne l'iscrizione, a meno che questi provi che i terzi ne abbiano avuto conoscenza. L'ignoranza dei fatti dei quali la legge prescrive l'iscrizione non può essere apposta dai terzi dal momento in cui l'iscrizione è avvenuta. Sono salve le disposizioni particolari della legge."

³⁶ La prescrizione vale anche in senso opposto: cioè l'intenzione di non accettare la nomina potrebbe essere dedotta da qualsiasi comportamento idoneo a manifestare tale intenzione. Vero è che in questi casi è opportuno manifestare il dissenso, dichiarando

pubblicata, accettazione, nel caso tacita o implicita, se l'amministratore assume, di fatto, l'ufficio, ad esempio partecipando alle riunioni del consiglio.

Sebbene non sia definito a chi spetti³⁷, necessaria è anche la notifica della nomina agli interessati eletti. Infatti, nell'ignoranza incolpevole della nomina, nessun amministratore può essere ritenuto, ad alcun effetto, titolare della carica. Le accettazioni, quindi, concorrono alla determinazione dell'esistenza del consiglio di amministrazione. Se la maggioranza degli amministratori ha accettato la carica, il consiglio è pienamente operante e dovrà, nel caso, provvedere alla cooptazione³⁸ degli amministratori che non hanno accettato. Per contro, nel caso in cui la maggioranza o la totalità degli amministratori non ha accettato la carica, il consiglio non è considerato ricostituito. In tal caso, rimane in carica il consiglio precedente³⁹ il quale dovrà convocare una nuova assemblea di nomina, e cesserà, per scadenza del termine, avrà al momento in cui il consiglio sarà ritenuto ricostituito.

1.1.2. Ineleggibilità e decadenza

Relativamente alla qualità ad amministrare, esistono circostanze o fattori che a priori la escludono (cause di ineleggibilità) o che ne implicano la perdita (cause di decadenza). La disciplina delle cause di ineleggibilità e decadenza⁴⁰ non è derogabile dai soci, essendo espressione di principi di ordine pubblico. L'eventuale nomina alla carica di amministratore di un soggetto che si trova nelle condizioni di ineleggibilità è nulla, e pertanto, se l'amministratore ha compiuto nel frattempo, cioè prima

l'intenzione di non accettare: la mancata reazione porta, nella maggioranza dei casi, alla tacita accettazione.

³⁷ Nella pratica, essendo la nomina frutto di un previo accordo tra soci e amministratori, si deve ritenere che la nomina sia conosciuta dall'interessato anche prima della delibera (notifica implicita della nomina): in tal caso la decorrenza dell'obbligo di deposito ha effetto dalla data dell'assemblea. In generale la notifica spetta, sebbene non esista una disposizione in proposito, agli altri amministratori che hanno accettato la carica o al presidente dell'assemblea se nessuno degli altri amministratori è a conoscenza della nomina.

³⁸ Si veda paragrafo 1.1.4.

³⁹ Si veda art. 2385² c.c.

⁴⁰ Si veda art. 2382 c.c.

che ne venga dichiarata la nullità della carica, atti di amministrazione e abbia stipulato contratti con terzi, questi possono essere impugnati, come negozio concluso da persona priva di potere, soltanto dalla società. Se la causa di ineleggibilità è invece successiva all'assunzione della carica, essa si trasforma in causa di decadenza. Questa determina con effetto immediato e automatico la cessazione della carica, con la conseguenza che, a meno che l'amministratore cessato non abbia, di fatto, continuato ad amministrare la società, nessuna successiva omissione o inadempimento del consiglio può essergli imputata, neppure nel caso sia mancata la pubblicità della cessazione della carica⁴¹.

Dal momento che la carica di amministratore può essere assunta solo da persone fisiche, il codice civile prescrive, per esclusione, le seguenti cause di ineleggibilità: "non può essere nominato amministratore, e se nominato decade dal suo ufficio: l'interdetto, l'inabilitato⁴², il fallito⁴³, chi è stato condannato a una pena che importa l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici o l'incapacità a esercitare uffici direttivi⁴⁴". In aggiunta a quanto richiesto per legge, lo statuto può subordinare la carica di amministratore al possesso di speciali requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza e ulteriori particolari requisiti (anche

⁴¹ Gli atti posti in essere dall'amministratore decaduto, sono sempre comunque ratificabili dall'assemblea.

⁴² Le cause di ineleggibilità §-3 concernente l'interdizione e all'inabilitazione si perfezionano nel giorno della pubblicazione della sentenza di interdizione o di inabilitazione, e perdurano sino al passaggio in giudicato della sentenza di revoca.

⁴³ L'ineleggibilità alla carica da fallimento decorre dalla data di pubblicazione della sentenza dichiarativa di fallimento (cfr. Art. 133 c.p.c.) e cessa con la cancellazione dal registro dei falliti che segue la riabilitazione civile ovvero la revoca passata in giudicato della sentenza di fallimento.

⁴⁴ Art. 2382 c.c. Dall'art. 28 c.p.: l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici e l'incapacità a esercitare uffici direttivi "non possono avere una durata inferiore a un anno, né superiore ai cinque". L'incapacità a esercitare uffici direttivi, che decorre dal momento del passaggio in giudicato della sentenza di condanna, consegue a ogni condanna alla reclusione non inferiore a sei mesi per delitti commessi con abuso dei poteri o violazione dei doveri inerenti all'ufficio e, ai sensi dell'art. 32-*bis* c.p., priva il condannato della capacità di esercitare, durante l'interdizione, l'ufficio di amministratore, sindaco, liquidatore e direttore generale. Inoltre a seguito di condanna per delitti fiscali, è prevista l'interdizione dagli uffici direttivi di delle persone giuridiche e delle imprese per un periodo non inferiore ai sei mesi e non superiore ai tre anni.

con riferimento ai requisiti al riguardo previsti da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati)⁴⁵, purché, tuttavia, la conseguente permanenza in carica non debba dipendere dalla mera volontà dei soci espressa *uti singuli*.

Si ricorda infine che, per alcune tipologie di società, leggi speciali prevedono cause di ineleggibilità particolari in aggiunta a quelle comuni⁴⁶. Tali leggi speciali riguardano gli istituti di credito e le imprese assicurative. Con solo riferimento alle prime, inoltre, per potere esercitare la carica di amministratore sono necessari, e quindi la mancanza di essi è fonte di ineleggibilità, anche ulteriori requisiti di professionalità⁴⁷. La tabella seguente (I.6) riassume le particolari condizioni in sussistenza delle quali non può essere ricoperta la carica di amministratore negli istituti di credito e nelle imprese assicurative⁴⁸.

⁴⁵ Si veda art. 2387 c.c.

⁴⁶ La sussistenza dell'ineleggibilità determina la decadenza dell'amministratore. Essa è dichiarata, e dichiarabile solo nelle sole ipotesi tassativamente previste dalla legge, dal consiglio di amministrazione, o in caso di inerzia dello stesso, dalla Banca d'Italia, entro trenta giorni dalla nomina o dalla conoscenza del sopravvenuto difetto all'eleggibilità.

⁴⁷ Il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha la facoltà (cfr. D.Lgs. n. 385/93) di fissare con regolamento aggiuntivi requisiti di professionalità e onorabilità per coloro che esercitano funzioni d'amministrazione e controllo nelle banche. Analoghe previsioni sono formulate (si vedano gli artt. 62 e 109, T.U.B. e l'art. 13 T.U.F.) per gli esponenti aziendali, rispettivamente, delle società finanziarie a capo di un gruppo bancario, degli intermediari finanziari in generale e di Sim. Sgr e Sicav.

⁴⁸ Si veda art. 2387 c.c. Per le imprese assicurative anche la L. n. 186/97 (art.2).

Tabella I.6 - Ineleggibilità negli Istituti di Credito e nelle Imprese Assicuratrici

TIPOLOGIA DI SOCIETA	ULTERIORI CONDIZIONI DI INELLEGIBILITA E REQUISITI DI PROFESSIONALITA	
Istituti di Credito	Condizioni di Ineleggibilità	Particolari misure di prevenzione [§]
Istituti di Credito & Compagnie di Assicurazione		Condanna a pena detentiva per uno dei reati previsti nel r.d.l. 12 Marzo 1936, n. 375
		Condanna alla reclusione per reati societari o fallimentari [¶]
		Condanna alla reclusione per un tempo non inferiore a un anno per un delitto contro:
		- contro la pubblica amministrazione
		- contro la fede pubblica
		- contro il patrimonio pubblico
Compagnie di Assicurazione		- contro l'ordine pubblico
		- contro l'economia pubblica
		- contro in materia tributaria e valutaria
	Condanna ^{§§} alla reclusione per un tempo non inferiore ai due anni per qualunque delitto non colposo	
	Misure disposte dall'autorità giudiziaria per reati di stampo mafioso	
	Condanna con sentenza definitiva a pena detentiva per uno dei reati previsti dalla normativa che deroga il settore dell'assicurazione, del credito, dei mercati mobiliari o dalle norme di riciclaggio	
	Avere ricoperto la carica di amministratore, direttore generale, sindaco o liquidatore di imprese assicuratrici, creditizie o finanziarie che siano state sottoposte a procedure di amministrazione straordinaria, fallimenti o liquidazione coatta amministrativa nei tre anni precedenti l'adozione dei relativi provvedimenti ^{***} .	
	Requisiti di Professionalità ^{§§§}	Esperienza complessiva di almeno un triennio ottenuta mediante l'esercizio di:
	- attività di amministrazione e controllo presso società ed enti del settore assicurativo, creditizio e finanziario aventi capitale sociale non inferiore a € 250000	
	- attività di amministrazione direzione e controllo in enti pubblici o in imprese pubbliche e private aventi dimensioni adeguate a quelle dell'impresa assicuratrice presso la quale la carica deve essere ricoperta	
	- attività professionali in materia attinente al settore assicurativo, creditizio o finanziario o attività di insegnamento universitario in materie giuridiche, economiche o attuariali	

Note:

§: Si vedano le disposizioni della Legge 27 Dicembre 1956, n. 1423 nei confronti di delinquenti comuni e della Legge 31 Maggio 1965, n. 575 per gli indiziati di appartenere ad associazioni di tipo mafioso.

*: Si veda Titolo XI, Libro V c.c. e r.d. 16 Marzo 1942, n. 267.

§§: In questo, e nei tre precedenti casi riassunti nella tabella, la condanna deve essere irrevocabile e sono comunque fatti salvi gli effetti della riabilitazione. Inoltre per i casi riguardanti le imprese di assicurazione sono fatti salvi anche gli effetti della sospensione condizionale della pena.

***: Il divieto opera per il periodo di 3 anni, decorrente dalla data di adozione dei provvedimenti. Lo stesso divieto era stato mutuato anche per le banche. Il TAR Lazio nel 2001 ne ha ammesso la censura.

§§§: Si veda L. n. 186/1997, art. 3.

1.1.3. Incompatibilità della carica

La qualità a rivestire il ruolo di amministratore può venire meno anche per incompatibilità della stessa con talune situazioni (cause di incompatibilità) Le cause di incompatibilità “derivano in gran parte da leggi speciali che stabiliscono che chi abbia assunto una determinata carica o svolga certe funzioni o attività non possa essere contemporaneamente amministratore di società.”⁴⁹. Tali cause determinano la nullità della nomina - se preesistenti - o la decadenza - se sopravvenute -, solo se l'amministratore non rinuncia alla diversa carica che costituisce motivo dell'incompatibilità.

Le più ricorrenti cause di incompatibilità riguardano i parlamentari e gli impiegati civili dello Stato; i componenti del Consiglio superiore della Magistratura eletti dal parlamento⁵⁰; i membri della Consob e, sotto alcune condizioni, gli avvocati, i procuratori iscritti in albi professionali⁵¹ e i professori universitari di ruolo⁵². Autonoma causa di incompatibilità è, infine, la carica di sindaco presso la stessa società, motivata dall'indispensabile alterità delle persone che compongono l'organo di controllo rispetto a quelle che formano l'organo controllato.

1.1.4. Sostituzione degli amministratori

Nel caso in cui nel corso dell'esercizio vengano a mancare uno o più membri del consiglio, gli altri amministratori rimasti in carica devono provvedere alla sostituzione con deliberazione approvata dal collegio sindacale (nomina per cooptazione⁵³). La

⁴⁹ Caselli, *Vicende del rapporto di amministrazione*, in Trattato delle società per azioni, diretto da Colombo e Portale, Torino, 1995, p.33.

⁵⁰ L'opposto non è altrettanto vero: non decade dal suo ufficio l'amministratore chiamato a rivestire una carica pubblica che vieti l'assunzione di funzioni private.

⁵¹ Non possono assumere la carica di amministratore unico o di presidente o di amministratore delegato, se risulta che, in forza dello statuto o di delega del consiglio di amministrazione, la carica comporta effettivi poteri di gestione e di rappresentanza.

⁵² Devono chiedere di essere collocati in aspettativa se vogliono assumere la carica di presidente o di amministratore delegato di società a partecipazione pubblica.

⁵³ Si veda art. 2386 c.c. La nomina per cooptazione dell'amministratore, cioè la nomina effettuata dagli altri amministratori causa sostituzione, può essere derogata tramite clausola statutaria che imponga al consiglio di amministrazione la convocazione dell'assemblea per la sostituzione degli amministratori.

durata in carica dell'amministratore cooptato è fissata fino alla data della successiva assemblea, che potrà riconfermare l'amministratore, o nominarne uno nuovo, effettuando così la sostituzione definitiva. L'istituto della cooptazione non è ammesso nel caso degli amministratori nominati dallo Stato o da Enti pubblici⁵⁴ e nel caso in cui venga a mancare la maggioranza degli amministratori nominati dall'assemblea. In quest'ultima fattispecie, gli amministratori rimasti devono convocare con urgenza l'assemblea perché provveda alla sostituzione degli amministratori mancanti tramite nomina assembleare⁵⁵.

1.1.5. Cessazione della carica

La cessazione della carica di amministratore, oltre che per scadenza del termine, può intervenire per rinuncia, per revoca o per il verificarsi di altre cause che portano all'estinzione del rapporto di amministrazione. Come la nomina, anche la cessazione degli amministratori, qualunque sia la causa, è soggetta a pubblicità, che è a cura del collegio sindacale⁵⁶, mediante iscrizione nel registro delle imprese entro trenta giorni dal momento in cui ha effetto la cessazione. Ciò significa che prima della decorrenza degli effetti, la cessazione è inefficace e pertanto l'amministratore cessato continua a essere titolare del suo ufficio e dei poteri di rappresentanza che gli sono attribuiti⁵⁷.

1.1.5.1. Scadenza del termine

La causa naturale di cessazione della carica degli amministratori è la scadenza del termine che viene fissato dall'assemblea di nomina e, inderogabilmente, non può superare il periodo di tre esercizi⁵⁸. La scadenza del termine si verifica

⁵⁴ Si veda artt. 2449 e 2450 c.c.

⁵⁵ Se viene a mancare l'intero consiglio, la convocazione dell'assemblea per la ricostituzione dell'organo amministrativo spetta ai sindaci, che, nel frattempo, sostituiscono gli amministratori per gli atti di ordinaria amministrazione.

⁵⁶ La richiesta di iscrizione costituisce atto collegiale e deve essere, pertanto, sottoscritta dal presidente del collegio sindacale o da tutti i suoi componenti.

⁵⁷ Per applicazione dell'istituto della *prorogatio*.

⁵⁸ La cessazione degli amministratori per scadenza del termine ha effetto dal momento in cui il consiglio di amministrazione è stato ricostituito (Si veda paragrafo 1.1.1.2.)

contemporaneamente per tutti gli amministratori⁵⁹. Lo statuto può, però, prevedere regole diverse, come una nomina con scadenza scaglionata⁶⁰, così come una scadenza scaglionata può aversi quando la nomina spetta allo Stato o a enti pubblici, i quali possono provvedervi in tempi diversi rispetto all'assemblea⁶¹.

1.1.5.2. Rinuncia

L'amministratore può in qualunque momento rinunciare alla carica⁶², dandone comunicazione scritta al consiglio di amministrazione e al presidente del collegio sindacale. La rinuncia ha effetto immediato, se rimane in carica la maggioranza del consiglio di amministrazione, o, in caso contrario, dal momento della ricostituzione della maggioranza dello stesso⁶³.

1.1.5.3. Revoca

L'assemblea ordinaria può, in qualunque momento, deliberare la revoca⁶⁴ dell'amministratore. Tuttavia, in tutti i casi in cui la revoca avviene senza giusta causa, l'amministratore ha diritto al risarcimento dei danni⁶⁵. La revoca ha effetti immediati e, a differenza degli altri casi di cessazione, è l'assemblea stessa che l'ha

⁵⁹ Pertanto, con la scadenza del triennio o del minor periodo fissato nell'atto costitutivo, scadono anche gli amministratori nominati nel corso del periodo in sostituzione di amministratori cessati.

⁶⁰ Si veda ad esempio il caso Mediobanca, 1994 in F.Felsani, *Scadenza contemporanea e scadenza scaglionata del consiglio di amministrazione*, in *Rivista di Diritto Commerciale*, 1994.

⁶¹ È questo ad esempio il caso STPS Spa deciso dalla Corte di Cassazione il 5 Settembre 1997. Per approfondimenti si veda in *Le società*, 1998, p.293.

⁶² Si veda art. 2385 c.c.

⁶³ Di fatto dal momento della ricostituzione del consiglio. In caso di rinuncia dell'amministratore unico, dal momento in cui il nuovo amministratore ha accettato l'incarico.

⁶⁴ Il potere di revoca è inderogabile e non può in alcun modo essere rinunciato o limitato. La revoca può essere non motivata, implicita (nel caso di passaggio da un consiglio d'amministrazione ad un amministratore unico, o viceversa) o indiretta (nel caso d'utilizzo strumentale della clausola *simul stabunt, simul cadent*). Si noti che è controverso, seppure con prevalenza di posizione negativa, se gli amministratori devono astenersi, per conflitto d'interessi, dal voto nelle delibere aventi ad oggetto la loro revoca.

⁶⁵ Si veda art. 2383³ c.c. L'eventuale rinuncia a tale diritto da parte dell'amministratore deve essere fatta al momento dell'assunzione della carica.

deliberata, che deve provvedere alla sostituzione degli amministratori revocati⁶⁶. Per il concetto di giusta causa si ricorre ai principi affermati dalla giurisprudenza in tema di revoca del mandato. Giusta causa, pertanto, può desumersi: o da elementi soggettivi, connessi a comportamenti dell'amministratore revocato⁶⁷, oppure da fatti oggettivi, e cioè estranei alla persona del revocato e persino preesistenti al conferimento del mandato. Difficoltà s'incontrano nel definire, in via teorica, il concetto di giusta causa oggettiva. Questo soprattutto poiché giusta causa oggettiva, non può essere legata a nessuna ipotesi di convenienza economica, che non comporterebbe, di per se, la rottura del rapporto fiduciario alla base del mandato⁶⁸. Sono, quindi, circostanze obiettive che giustificano la revoca per giusta causa, quelle che sono tali da impedire la prosecuzione del rapporto, anche in via temporanea, ostacolando il perseguimento dei propri interessi da parte della società⁶⁹.

Il danno risarcibile in caso di revoca senza giusta causa è limitato al compenso che l'amministratore avrebbe percepito sino alla naturale scadenza dell'incarico se non fosse stato revocato, diminuito di quanto abbia eventualmente percepito da attività alternative, alle quali si è potuto dedicare in ragione dell'anticipata

⁶⁶ Si veda art. 2383⁴ c.c.

⁶⁷ Giusta causa soggettiva di revoca sussiste, ad esempio: per violazione da parte dell'amministratore degli obblighi di diligenza nell'assolvimento dei suoi doveri; per il "discredito che colpisce l'amministratore per il suo comportamento fuori dell'ambito del proprio ufficio, nonostante la diligenza e la correttezza con la quale egli adempie i doveri che da questo gli derivano"(Frè, *Società per azioni*, cit., p.430); per il compimento d'atti estranei e neppure indirettamente riconducibili all'interesse sociale; per la diffusione da parte dell'amministratore di notizie inesatte sull'andamento della società; per l'intenzione espressa di porre in essere in proprio un'attività concorrente con la società amministrata; per il tentativo di operare uno storno di personale.

⁶⁸ Ad esempio una riorganizzazione aziendale o la riduzione del numero degli amministratori.

⁶⁹ Giusta causa oggettiva di revoca sussiste, ad esempio: per il verificarsi di una situazione di dannoso antagonismo con la società, anche a prescindere dall'esistenza di una colpa dell'amministratore (in pendenza di una controversia giudiziaria tra la società e l'amministratore in relazione alla legittimità del licenziamento dell'amministratore da dipendente della società); per l'anticipato scioglimento della società; per lunga malattia dell'amministratore o di sua impossibilità di rendere le sue prestazioni.

cessazione della carica⁷⁰ Comunque sia, l'amministratore revocato può impugnare, di fronte all'autorità ordinaria, ovvero quell'amministrativa nel caso di revoca da parte dell'ente nominante, la delibera assembleare di revoca⁷¹.

1.1.5.4. Altre cause di estinzione del rapporto di amministrazione

La cessazione della carica avente effetto immediato, può intervenire, oltre che ovviamente per morte dell'amministratore, e per decadenza, a motivo del sopravvenire di cause di ineleggibilità⁷², anche per la presenza di particolari cause previste nello statuto⁷³. Fra queste, abbastanza frequenti sono la clausola della qualità di socio per la nomina ad amministratore - nel caso della perdita della qualità di socio si ha l'automatica cessazione dalla carica di amministratore - e la clausola *simul stabunt, simul cadent*⁷⁴. Seconda tale clausola se un componente del consiglio di amministrazione decade o cessa dalla carica, cosicché il consiglio non risulta più composto come lo era all'atto della nomina, anche gli altri amministratori cessano dalla carica, e il consiglio deve essere nel suo complesso nuovamente nominato⁷⁵. La particolarità di tale clausola consiste nella possibilità di un suo utilizzo abusivo. In particolare "le dimissioni di un

⁷⁰ Alla società spetta l'onere della prova riguardante l'esistenza di tali attività alternative e l'eventuale quantificazione d'introiti da esse derivanti non incassati.

⁷¹ Esistono, oltre a quelle descritte, alcune ipotesi particolari di revoca: nel caso d'azione sociale di responsabilità presa con il voto favorevole di almeno un quinto del capitale sociale; nel caso in cui il Tribunale, in sede di procedimento per violazione dei doveri da parte degli amministratori, decida di revocare gli amministratori (ed eventualmente i sindaci) in conseguenza della sussistenza e della particolare gravità delle violazioni denunciate; nel caso dell'amministratore nominato dallo Stato o da altro ente pubblico la cui revoca spetta solamente all'ente nominante (si veda art. 2499 c.c.).

⁷² Si veda paragrafo 1.1.2.

⁷³ A rigore normativo possono essere cause di cessazione della carica anche il fallimento della società oppure la sua messa in liquidazione.

⁷⁴ Si veda art. 2386 c.c.

⁷⁵ Salvo che lo statuto preveda che la clausola abbia effetto immediato, e in tal caso l'amministrazione ordinaria della società e la convocazione dell'assemblea per la nomina del nuovo consiglio spettano al collegio sindacale, i vecchi amministratori rimangono in carica e devono convocare d'urgenza l'assemblea per la nomina del nuovo consiglio.

amministratore convenientemente gestite⁷⁶ potrebbero fare decadere l'intera amministrazione.

1.2. DIVIETO DI CONCORRENZA E INTERESSI DEGLI AMMINISTRATORI

La centralità della posizione degli amministratori nella direzione della società ispira specifici obblighi e divieti posti a loro carico in modo da prevenire situazioni di antagonismo, o di potenziale conflitto di interesse, con la società che sono deputati ad amministrare⁷⁷.

1.2.1. Il divieto di concorrenza

Il divieto di concorrenza⁷⁸, evita, in modo preventivo, che gli amministratori possano danneggiare la società con una concorrenza effettuata avvalendosi della loro posizione privilegiata. La legge presume che un'obiettivo condotta dell'amministratore a favore della società non possa essere garantita quando questi: (1) assume la qualità di socio illimitatamente responsabile in società concorrente; (2) esercita un'attività concorrente per conto proprio o di terzi⁷⁹; (3) è membro del consiglio di amministrazione o direttore generale di una società in concorrenza⁸⁰. La sussistenza della condizione di

⁷⁶ Si veda M.S.Richter, *Amministrazione e amministratori in società per azioni*, a cura di B Libonati, 1995.

⁷⁷ La disciplina del divieto di concorrenza e del conflitto d'interessi si applica interamente, oltre che agli amministratori di società rette dal sistema tradizionale: al comitato esecutivo e al consiglio di gestione, con riferimento al sistema d'amministrazione e controllo dualistico (Si veda art. 2409 – *undecies*². Nel presente caso la legittimazione ad impugnare le deliberazioni assunte in violazione dell'art. 2391 c.c., spetta, oltre che ai soggetti già citati nel modello tradizionale, anche ai componenti del consiglio di sorveglianza); al consiglio di amministrazione del sistema monistico (Si vedano gli artt. 2409 – *octiesdecies* e 2409 – *novesdecies* c.c. In questo caso l'obbligo di dare notizia d'ogni interesse in una determinata operazione delle società deve ritenersi applicabile anche ai membri del comitato per il controllo sulla gestione, anch'essi tecnicamente amministratori. Al comitato per il controllo della gestione, poi, spettano i diritti d'informazione e d'impugnativa previsti dall'art. 2391 c.c.).

⁷⁸ Si veda art.2390 c.c.

⁷⁹ Compreso il caso dell'amministratore che si è posto alle dipendenze di una società concorrente con mansioni di lavoro subordinato.

⁸⁰ Oggetto del divieto è l'esercizio da parte dell'amministratore, che si trovi nelle condizioni sopra specificate, di un'attività concorrente. La norma esclude la rilevanza

società concorrente è dipendente dal verificarsi di due condizioni: la prima relativa al tipo di prodotto offerto, la seconda all'effetto della sua attività. Sussiste concorrenza, infatti, quando due società producono beni o servizi simili e per la stessa categoria di consumatori, in modo che il successo dell'attività dell'una vada a detrimento dei risultati economici dell'attività dell'altra⁸¹.

La violazione del divieto di concorrenza determina una causa di incompatibilità che pone l'interessato nella necessità di effettuare una scelta riguardante la posizione da mantenere. Se l'amministratore non la effettua, e non ha avuto alcuna autorizzazione, (l'assemblea di entrambe le società può, infatti, autorizzare l'amministratore ad avere, o conservare, la posizione di incompatibilità⁸²) può essere revocato dall'ufficio per giusta causa e, conseguentemente, deve rispondere dei danni. Si noti che indipendentemente dall'avvenuta autorizzazione a svolgere attività in concorrenza, l'amministratore che deve deliberare un'operazione in relazione alla quale egli abbia un interesse per conto proprio o altrui, deve pur sempre adempiere l'obbligo di dare notizia del proprio interesse nell'operazione⁸³ e, altresì, astenersi dall'agire in danno alla società amministrata.

di singoli atti di concorrenza. L'amministratore che compie sporadicamente singole operazioni, o un affare sul mercato nel quale opera la società, non incorre, pertanto nelle sanzioni previste dall'art. 2390 c.c., ma ricorrendone gli estremi, in quelle previste dall'art. 2391 c.c. (Si veda paragrafo 1.2.2) La definizione d'operazioni sporadiche (e concorrenziali) si basa sul numero, l'importanza e la sistematicità delle stesse (sono sporadiche e concorrenziali le operazioni che caratterizzano l'amministratore, o la società per conto della quale agisce, come fornitore o cliente alternativo, rispetto alla società).

⁸¹ Per determinare l'attività sociale in relazione alla quale bisogna verificare l'esistenza di un rapporto concorrenziale si deve tenere conto dell'attività effettivamente esercitata dalla società e non di quelle enunciate nello statuto.

⁸² Tale autorizzazione non può essere votata dallo stesso amministratore, che sia anche azionista, a proprio favore. Inoltre può: essere generica; essere data anticipatamente con disposizione generale contenuta nello statuto; ritenersi implicita nella deliberazione assembleare di nomina, quando la posizione concorrenziale preesiste alla nomina e si viene effettivamente eletti.

⁸³ Si veda art. 2391 c.c. e paragrafo 1.2.2.

1.2.2. Interessi degli amministratori

Gli amministratori sono obbligati a comunicare, agli altri amministratori e al collegio sindacale, ogni interesse che, per conto proprio o di terzi, hanno “in una determinata operazione della società⁸⁴ precisandone la natura, i termini, l’origine e la portata”⁸⁵.

L’obbligo informativo non riguarda solamente l’esistenza di un possibile conflitto fra gli interessi dell’amministratore e quello della società, ma è esteso anche ai casi in cui l’interesse dell’amministratore in una determinata operazione, coincida o sia convergente, con l’interesse sociale, indipendentemente dai possibili vantaggi o svantaggi che la società possa ricavare dall’operazione.

L’amministratore, una volta adempiuto in modo corretto al proprio dovere di informazione, si trova nella stessa posizione degli altri amministratori ed ha quindi il diritto di esprimere il suo voto sull’oggetto della delibera consiliare⁸⁶.

Nel caso in cui: (1) la deliberazione del consiglio di amministrazione sia stata adottata con il voto determinante dell’amministratore interessato e possa recare danno alla società; (2) gli amministratori interessati siano stati inadempienti al loro obbligo di comunicazione, anche in modo parziale dando notizia dell’interesse in modo non completo; (3) l’informativa sia stata completa, ma il consiglio sia inadempiente al proprio obbligo di adeguata motivazione sulle ragioni e sulla convenienza dell’operazione; (4) gli amministratori siano stati inadempienti i propri obblighi di valutare con diligenza e senza conflitti di interessi l’opportunità e la convenienza per la società di compiere l’operazione⁸⁷; la deliberazione può essere impugnata, nel termine massimo di novanta giorni dalla sua data, dagli amministratori, escludendo coloro che hanno partecipato alla deliberazione con voto favorevole se adeguatamente informati del potenziale conflitto, e dal collegio sindacale. Nelle fattispecie descritte, inoltre, ogni amministratore coinvolto, in quanto inadempiente: (1) risponde dei

⁸⁴ Di qui la definizione di amministratore interessato.

⁸⁵ Art. 2391 c.c.

⁸⁶ Tale delibera, se assunta, deve essere adeguatamente motivata in modo che risulti l’opportunità e la convenienza di compiere comunque l’operazione.

⁸⁷ Si veda art. 2392⁴ c.c.

danni derivanti alla società dalla sua azione o omissione o “dall'utilizzazione a vantaggio proprio o di terzi di dati o notizie o opportunità di affari appresi nell'esercizio del suo incarico”⁸⁸; (2) è responsabile verso la società⁸⁹; (3) corre il rischio di revoca per giusta causa⁹⁰ e quello di denuncia ai sindaci e al tribunale per violazione dei propri doveri⁹¹. In ogni caso sono salvi i diritti acquistati in buona fede dai terzi in base ad atti compiuti in esecuzione delle deliberazioni, *exceptio doli*.

1.2.2.1. Obblighi dell'amministratore delegato

L'amministratore delegato⁹², in caso di esistenza di un interesse in un'operazione della società, oltre a dovere adempiere i medesimi obblighi informativi descritti in precedenza, deve anche astenersi dal compierla, investendo della stessa l'organo collegiale⁹³.

1.2.2.2. Obblighi dell'amministratore unico

L'amministratore unico-interessato, oltre a dovere adempiere gli ordinari vincoli informativi di cui sopra (nel caso, ovviamente, solo con riferimento al collegio sindacale) deve, altresì, dare notizia, di ogni suo interesse in operazioni della società, ai soci, durante la prima assemblea utile. Nel solo caso dell'amministratore unico che abbia fatto prevalere l'interesse proprio, o altrui, su quello sociale, è applicabile, insieme alle normali tutele risarcitorie⁹⁴ e alla revoca per giusta causa⁹⁵, anche la possibilità di annullare il contratto concluso in conflitto di interessi, secondo i generali principi della rappresentanza⁹⁶.

⁸⁸ Art. 2391⁵ c.c.

⁸⁹ Si veda art. 2392 c.c.

⁹⁰ Si veda paragrafo 1.1.5.3.

⁹¹ Si veda art. 2408 e 2409 c.c.

⁹² Si veda paragrafo 2.3.1.1. e 2.4.

⁹³ Si veda art. 2391¹ c.c. In tal modo, si presume che gli altri amministratori, in quanto disinteressati, siano in grado di esprimere un giudizio più neutrale, e possano, quindi, meglio valutare, e decidere, se sia o no interesse della società compiere l'operazione in cui l'amministratore delegato sia interessato.

⁹⁴ Si vedano gli artt. 2393, 2394 e 2395 c.c.

⁹⁵ Si veda paragrafo 1.1.5.3.

⁹⁶ Si veda art. 1394 c.c., il quale dispone che “il contratto concluso con il rappresentante in conflitto di interessi col rappresentato, può essere annullato su

1.3. IL SISTEMA DEI COMPENSI

“I compensi spettanti ai membri del consiglio di amministrazione (...) sono stabiliti, o all’atto della nomina o dall’assemblea dei soci”⁹⁷. Eccezione a questa prescrizione è rappresentata dagli amministratori investiti di particolari cariche in conformità dello statuto⁹⁸, la cui remunerazione, ulteriore rispetto a quella stabilita dall’assemblea, è, in ogni caso, stabilita dal consiglio di amministrazione, sentito il parere del collegio sindacale⁹⁹. Dietro prescrizione statutaria “l’assemblea può, alternativamente, determinare un importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori, inclusi quelli investiti di particolari cariche”¹⁰⁰. In questo caso l’organo deputato alla suddivisione della somma

domanda del rappresentato, se il conflitto era conosciuto o conoscibile dal terzo”, dove per rappresentante si intende l’amministratore e per rappresentato la società. Poiché per l’esecuzione di operazioni compiute dall’amministrazione unico non vi è necessità di una delibera consiliare la relativa annullabilità è sottoposta al termine di prescrizione quinquennale previsto dall’art. 1442 c.c.

⁹⁷ Art. 2389¹ c.c. Si veda anche art. 2364 c.c. In tale proposito si veda anche l’art. 16¹ della L. n. 262/05, recepito nell’art. 114-*bis* del T.U.F., il quale sancisce esplicitamente che: “i piani di compenso basati su strumenti finanziari a favore dei componenti del consiglio d’amministrazione, ovvero del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori non legati alla società da rapporti di lavoro subordinato, ovvero di componenti del consiglio d’amministrazione ovvero del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori d’altre società controllanti o controllate sono approvati dall’assemblea dei soci”.

⁹⁸ Le cariche speciali normalmente previste nello statuto sono quelle di presidente del consiglio d’amministrazione, di vice-presidente, d’amministratore delegato e di direttore generale. Anche i componenti di speciali comitati previsti dallo statuto, se svolgono incarichi che implicano maggiore cura e tempo della normale attività degli amministratori, devono considerarsi investiti di particolari cariche. Cariche speciali, non comprese nello statuto, possono poi essere istituite anche dall’assemblea, che in questo caso può demandare al consiglio il compito di fissare i compensi sentito il parere del collegio sindacale.

⁹⁹ Il ricorso alla supervisione del collegio sindacale si rende necessario ogni qual volta ai soci non è data la completa competenza del processo di determinazione dei compensi dei singoli amministratori (art. 2364 c.c.). Per tale ragione, sono illegittimi i compensi percepiti dall’amministratore senza una preventiva delibera assembleare (compreso il caso in cui l’assemblea abbia successivamente approvato il bilancio d’esercizio nel quale gli stessi compensi sono stati esposti).

¹⁰⁰ Art. 2389³ c.c.

stanziata dai soci è il consiglio di amministrazione stesso¹⁰¹. Si noti che la delibera assembleare di determinazione del compenso dell'amministratore è valida¹⁰² anche se viene adottata con il voto determinante dell'amministratore stesso, purché la determinazione del compenso non sia irragionevole o sproporzionata¹⁰³.

1.3.1. Il diritto al compenso e la gratuità della carica

Quello dell'amministratore di percepire un compenso dalla società, è un vero e proprio diritto¹⁰⁴. Pertanto, sia nel caso in cui nello statuto manchi l'indicazione del compenso e l'assemblea non abbia provveduto alla sua liquidazione, sia nel caso in cui l'assemblea si rifiuti, ometta di stabilire il compenso dell'amministratore, o lo determini in misura inadeguata, l'amministratore ha diritto di ottenerne la liquidazione dal giudice.

La congruità, la misura e il modo di determinazione del compenso sono in linea generale rimessi alla libera scelta delle parti, ma devono essere adeguati "all'importanza dell'opera e al decoro della professione"¹⁰⁵.

¹⁰¹ In caso di disaccordo nel riparto, l'assemblea si occupa del compenso degli amministratori privi di carica aggiuntiva, mentre resta al consiglio d'amministrazione, sentito il collegio sindacale, il compito di provvedere per gli amministratori dotati di particolari cariche.

¹⁰² La delibera inerente al compenso è valida anche se nell'ordine del giorno compare solo l'argomento relativo alla nomina degli amministratori, poiché, essendo il compenso un diritto dell'amministratore, la sua determinazione è connessa con l'argomento nomina.

¹⁰³ Di fatto questa circostanza va a configurarsi come conflitto d'interesse tra società e socio-amministratore ai sensi dell'art. 2373 c.c., rendendo cioè la delibera impugnabile da un sindaco, un amministratore o un socio assente, dissenziente o che si sia astenuto dall'assemblea che ha deliberato il compenso. Il compenso però, è da ritenersi illegittimamente determinato, solo se corrispondente ad un accertato danno per la società. Danno che in tale contesto si configura, appunto, come onere derivante dall'eventuale sproporzione del compenso rispetto alle effettive prestazioni dell'amministratore e il cui onere di prova spetta all'impugnante.

¹⁰⁴ Diritto avente termine prescrizione di cinque anni. L'amministratore può rinunciare al diritto alla liquidazione di un adeguato compenso, anche in modo tacito, consentendo a svolgere il suo compito gratuitamente o con un compenso inadeguato.

¹⁰⁵ Art. 2233² c.c.

1.3.2. Modalità di retribuzione

La retribuzione complessiva (*Total compensation*) percepita da un amministratore è tipicamente costituita¹⁰⁶: (1) da una prima componente monetaria nella quale rientrano (a) il salario vero e proprio (*Salary*), (b) l'eventuale partecipazione agli utili¹⁰⁷, (c) i gettoni di presenza alle assemblee cui è chiamato a partecipare, (d) e i rimborsi spesa; (2) da una seconda componente non monetaria (*fringe benefit*)¹⁰⁸; (3) da una terza componente monetaria comprendente *bonus* e altre somme corrisposte una tantum aventi carattere incentivante (*bonus*); (4) dall'attribuzione di eventuali strumenti finanziari (*stock options*) e (5) da un'ultima componente

¹⁰⁶ Quella di seguito delineata è la classificazione adottata dalla Consob per le comunicazioni delle informazioni riguardanti i compensi dei componenti degli organi d'amministrazione e controllo delle società emittenti quotate in Italia. Si veda Allegato 3C del Regolamento Emittenti Consob n. 11971/99.

¹⁰⁷ Si veda art. 2389² c.c. La percentuale di utili che spetta agli amministratori va computata sugli utili netti risultanti da bilancio, fatta deduzione: (1) della quota di riserva legale (art. 2430 c.c. - Lo statuto può stabilire che agli amministratori spetta una certa percentuale: degli utili netti complessivi, cioè una percentuale da calcolarsi sulla stessa somma su cui si calcola la riserva legale; degli utili lordi; degli utili di un ramo d'impresa, o anche una percentuale sul giro di affari); (2) degli utili realizzati nell'esercizio ma destinati a reintegrare il capitale sociale che risulti in precedenza intaccato da perdite; (3) delle somme provenienti dal fondo sovrapprezzo azioni (Non si tratta, infatti, di utili in senso tecnico); (4) degli utili riportati a nuovo o delle somme provenienti dallo scioglimento di riserve diverse da quella legale (Su tali somme, infatti, gli amministratori hanno già avuto la loro percentuale nell'esercizio durante il quale si sono formate); (5) delle sopravvenienze attive o delle plusvalenze, specie se realizzate con conferimenti o trasferimenti infragruppo. L'art. 2349 c.c. prevede una particolare forma di partecipazioni agli utili, a favore dei dipendenti della società, o di società controllate. Se lo statuto lo prevede, infatti, la partecipazione agli utili può avvenire mediante attribuzione di azioni gratuite della relativa società - che devono essere contestualmente emesse, e quindi il capitale sociale aumentato in misura corrispondente, previa delibera dell'assemblea straordinaria - per un ammontare corrispondente agli utili che s'intendono distribuire. È prevista anche l'assegnazione "di strumenti finanziari diversi dalle azioni, forniti di diritti patrimoniali o amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti". Questa forma di retribuzione è stata piuttosto utilizzata fino alla metà degli anni Novanta, salvo essere poi sostituita con la corresponsione di *stock options* principalmente per ragioni fiscali (Si veda il paragrafo 1.3.3).

¹⁰⁸ *Perks* o *Perquisites*. Tra queste possono rientrare l'alloggio, varie polizze assicurative (sanitaria, professionale), una diaria per i periodi di malattia, le vacanze, l'utilizzo dell'auto o dell'aeroplano aziendale, l'iscrizione a circoli privati, agevolazioni per pranzi o alloggi in hotels, finanziamenti a tassi agevolati.

comprendente compensi vari quali: (a) le somme ricevute per cariche ricoperte in società controllate¹⁰⁹, (b) le eventuali indennità di fine carica¹¹⁰ (c) la retribuzione da lavoro dipendente¹¹¹ (d) e tutte le eventuali retribuzioni derivanti da altre prestazioni fornite.

La retribuzione complessiva è, pertanto, caratterizzata da una parte il cui valore è noto al momento della definizione del pacchetto remunerativo (1+2+3+5) nota come *Total Direct*¹¹²; e da una parte, (4) l'*Equity Based Compensation (EBC)*¹¹³, il cui valore dipende dal

¹⁰⁹ Si veda, in proposito, il paragrafo 1.3.3.

¹¹⁰ In questa categoria rientrano i *Golden Parachutes (Golden Handshake)* e i *Defined Contribution Pension Plans*. I *Golden Parachutes* sono clausole contrattuali che prevedono l'assegnazione di significanti *benefits* (monetari, *stock options*, ...) se il rapporto di lavoro cessa prima della fine naturale del contratto. Talvolta tali clausole sono applicate anche in casi particolari, ad esempio se il rapporto di lavoro cessa in conseguenza del rimpiazzo del management per acquisizione. Si noti che in molti casi i *Golden Parachutes* rappresentano una parte sostanziale della retribuzione corrisposta a un amministratore. F.R.Johnson, CEO e presidente della RJR Nabisco, nel Febbraio del 1989 incassò un *golden handhake* di 53,8 milioni di dollari (Si veda Guinness World Record). Secondo uno studio effettuato da Hay Group nel 2006: i *Golden Parachutes* ricevuti dagli *executives* francesi: sono i più alti di Europa, mediamente ammontano a circa il doppio della retribuzione totale percepita dall'impresa e solo il 50% dei colleghi americani possiede un altrettanto remunerativo paracadute. Con riferimento al caso italiano, nel 2007 (cfr. 31/05/2007): Matteo Arpe ha lasciato il ruolo di amministratore delegato di Capitalia con 31,22 milioni di euro di indennità risoluzione rapporto di lavoro (a questo si devono aggiungere opzioni con una plusvalenza virtuale di altri 16 milioni di euro); Cesare Geronzi, nei suoi ultimi nove mesi di presidenza di Capitalia (cfr. 30/09/2007) ha ricevuto 20 milioni di euro quale emolumento straordinario e premio alla carriera. I *Defined Contribution Pension Plans (DFCP)* garantiscono un certo *pay-out* al pensionamento che poi può essere corrisposto al titolare del piano sotto varie forme. Il datore di lavoro ha l'onere delle contribuzioni periodiche al fondo e della loro gestione.

¹¹¹ Ad esempio l'amministratore-avvocato che ha fornito consulenza all'impresa.

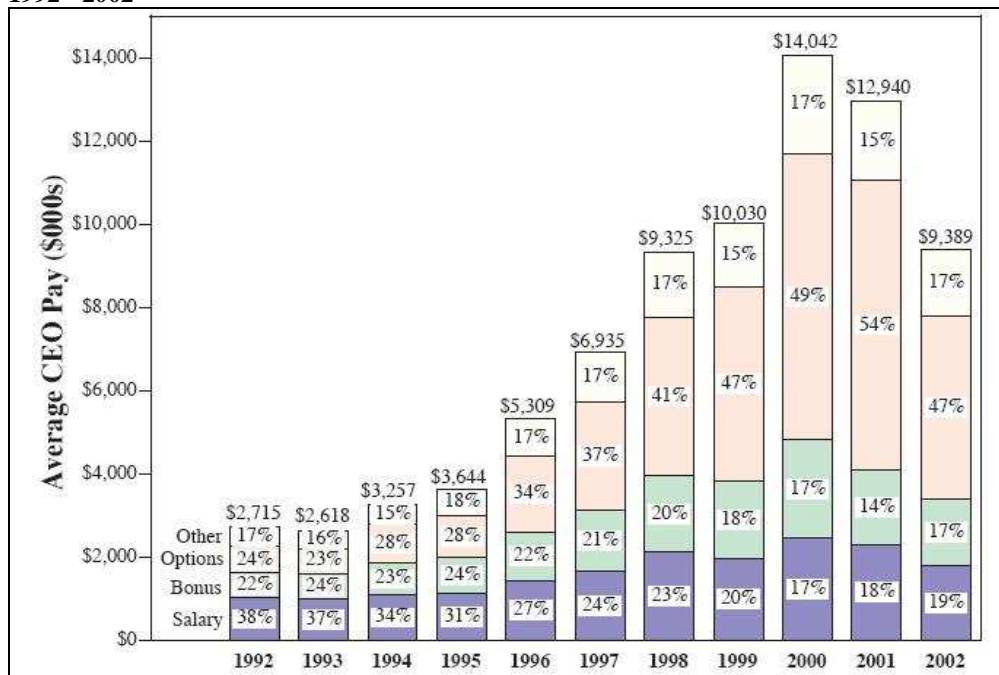
¹¹² I *bonus* sono, in genere, costruiti in modo che, se l'impresa raggiunge un certo obiettivo (ad esempio in termini di EBITDA), l'amministratore riceve una certa somma. Nella fattispecie, il valore dell'eventuale retribuzione è definito e certo: è la sua corresponsione, condizionata al raggiungimento dell'obiettivo, che è aleatoria. Per tale ragione i *bonus*, pur potendo essere *equity-based*, rientrano comunque nella *total direct compensation*.

¹¹³ Tipicamente nell'EBC rientrano le azioni, il valore delle opzioni assegnate nel corso del periodo di retribuzione e il valore dei *Long-Term Incentive Plan (LTIP)*. I LTIP sono piani di assegnazione di strumenti finanziari caratterizzati da condizioni particolari, e costruiti in modo da distribuire nel lungo periodo il potere incentivante. Tipicamente il destinatario, per risultare assegnatario degli strumenti finanziari, deve soddisfare una serie di condizioni e requisiti, non per forza direttamente collegati al

valore delle azioni dell'impresa e quindi, in definitiva, dall'operato dell'amministratore.

Le figure I.1 e I.2 mostrano l'evoluzione, rispettivamente a partire dal 1992 e dal 1970, della retribuzione complessiva percepita dagli amministratori delegati delle imprese statunitensi appartenenti allo S&P500.

Figura I.1 - Retribuzione media dei CEOs nelle imprese dello S&P500, USA, nel periodo 1992 - 2002

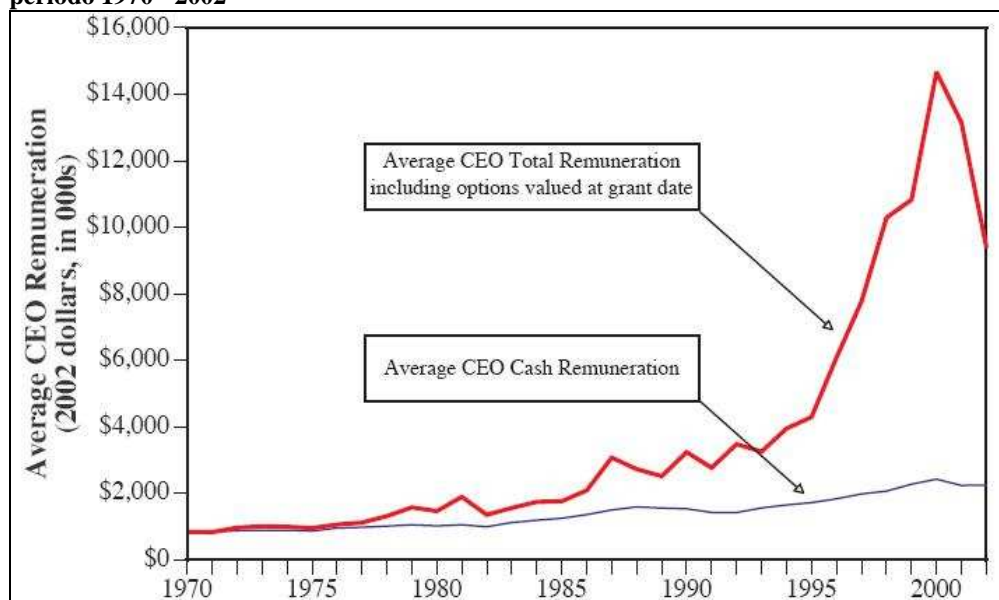


Fonte: M.C.Jensen & K.J.Murphy, Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them, ECGI Finance Working Paper n. 44/2004.

Nota: Il livello medio della remunerazione (espresso in dollari 2002) si basa sui dati ExecuComp relativi ai CEOs delle imprese appartenenti allo S&P500. La remunerazione totale è definita come somma di salari, bonus, *benefits*, *stock options* (valutate alla data di assegnazione in base all'approccio Balck-Scholes modificato da ExecuComp), azioni assegnate e ogni altro compenso corrisposto.

valore delle azioni, ma che però attestano il suo contributo all'aumento di valore di queste ultime. L'esempio tipico di LTIP è l'assegnazione, in due *tranches*, di azioni dell'impresa. Una prima parte delle azioni sono distribuite al momento della "partenza" del piano, l'altra parte è distribuita solo se sono soddisfatti i requisiti del piano (ad esempio se il destinatario è rimasto assunto nell'impresa per un predefinito numero di anni). Anche i LTIP non sono esenti da critiche e una loro errata costruzione, in aggiunta a livelli di scarsa *governance* può portare a effetti distorsivi. Nel caso sopra citato, il destinatario riceve comunque la seconda parte di azioni indipendentemente dalla *performance* dell'impresa se riesce a non "farsi" licenziare.

Figura I.2 - Retribuzione totale e cash dei CEO nelle imprese dello S&P500, USA, nel periodo 1970 - 2002



Fonte: M.C.Jensen & K.J.Murphy, Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them, ECGI Finance Working Paper n. 44/2004.

Nota: Il campione è composto di tutti i CEO nominati dello S&P500, selezionati in base ai dati di Forbes ed ExecuComp. La remunerazione totale include la remunerazione cash, le azioni assegnate, gli emolumenti derivanti da piani remunerativi a lungo termine e il valore delle *stock options* assegnate valutate in base all'approccio Balck-Scholes modificato da ExecuComp. (La remunerazione totale prima del 1978 esclude le opzioni assegnate, mentre la remunerazione totale tra il 1978 e il 1991 è calcolata in base all'ammontare realizzato dall'esercizio delle *stock options* nell'arco dell'anno).

Il livello assoluto di retribuzione mostra un *trend* positivo che ha portato, nel 2000, il livello medio della stessa ad assestarsi attorno ai quattordici milioni di dollari. Tuttavia, come fanno notare *Jensen e Murphy (1990)*, la paga totale media dei CEO statunitensi è aumentata, in termini reali, solo dagli anni novanta:

“Salaries and bonus have increased over the last 15 years, but CEO pay levels are just now catching up to where they were 50 years ago. During the period 1934 through 1938, for example, the average salary and bonus for CEOs of leading companies on the New York Stock Exchange was \$882.000 (in 1988 dollars). For the period 1982 through 1988, the average salary and bonus for CEOs of comparable companies was \$843.000.”¹¹⁴

¹¹⁴ M.C.Jensen and K.J.Murphy, *CEO Incentives – It's not how much you pay, but how*, SSRN Finance Working Paper, 1990.

Si può notare come l'aumento della paga complessiva sia stato, quasi totalmente, finanziato tramite l'utilizzo di sistemi retributivi a base azionaria e, in particolare, da *stock options*. Tale tendenza, riscontrabile peraltro a livello internazionale, è dovuta, da un lato, al potere incentivante delle opzioni, "celebrate agli inizi degli anni novanta come uno strumento indispensabile per indirizzare il management verso l'obiettivo della creazione del valore"¹¹⁵, e, dall'altro, ad alcuni vantaggi, espliciti e impliciti, previsti dal trattamento informativo, contabile e fiscale a esse applicato¹¹⁶.

1.3.2.1. Le stock options

L'assegnazione di *stock options* attribuisce la titolarità, attuale o potenziale, di un certo numero di azioni della società a dipendenti, collaboratori o amministratori. La finalità di tale tipologia retributiva, risiede nel potere incentivante implicito: in conseguenza di buone *performances* aziendali, gli amministratori si troveranno a fronteggiare condizioni favorevoli per l'esercizio delle opzioni loro attribuite e per la liquidazione delle azioni ottenute dall'esercizio.

L'attribuzione di *stock options* avviene in genere tramite la previsione di un piano pluriennale. Gli elementi essenziali di quest'ultimo sono: (1) la struttura delle opzioni oggetto del piano e (2) la politica di assegnazione delle stesse, che a sua volta, si caratterizza in base alla dinamica dei cicli di assegnazione e ai criteri che vengono utilizzati per la determinazione del numero di opzioni da assegnare nell'ambito di ciascun ciclo. Di fatto questi sono i fattori che caratterizzano l'efficacia e l'efficienza di un piano di incentivazione di *stock options*. Efficienza ed efficacia che devono essere valutate: in base alla portata incentivante del piano, la seconda; in base alla capacità di limitare la possibilità di comportamenti opportunistici, che possono essere messi in atto dai destinatari del piano stesso, la prima.

¹¹⁵ Si veda prefazione a: *Stock Options, Aspetti Economici, fiscali e contabili*, S.Bozzi, 2006, a cura di L.Caprio.

¹¹⁶ Si vedano i paragrafi 1.3.3 e 1.3.4.

1.3.2.1.1. *Le caratteristiche delle stock options*

Un piano di incentivazione basato su *stock options* comporta l'assegnazione (*granting*) ai destinatari, nel caso specifico gli amministratori, di opzioni *call* le quali conferiscono il diritto di acquistare, per un certo periodo, l'azione sottostante a un prezzo di esercizio prestabilito (*Strike price* o *exercise price*). Pur essendo configurabili come vere e proprie opzioni, quelle assegnate nell'ambito di un piano di incentivazione (ESO - *employee o executive stock option*) presentano caratteristiche differenti dalle opzioni scambiate sul mercato (TSO - *traded stock option*). Innanzi tutto alle ESO, a differenza delle TSO, è associabile un effetto di diluizione del prezzo dell'azione sottostante. Al passaggio di proprietà di una TSO, o all'esercizio della stessa, infatti, cambia solo la titolarità, potenziale o effettiva, dell'azione sottostante e quindi il capitale dell'emittente non risulta modificato. Viceversa nel caso dell'ESO, l'emittente, se l'opzione viene esercitata da parte dell'assegnatario, deve procedere all'emissione di nuove azioni¹¹⁷, a fronte del ricevimento del prezzo di esercizio, con conseguente effetto di diluizione¹¹⁸. Le ESO, inoltre, sono, nella maggior parte dei casi - e sempre in quello italiano - non trasferibili¹¹⁹. Dal punto di

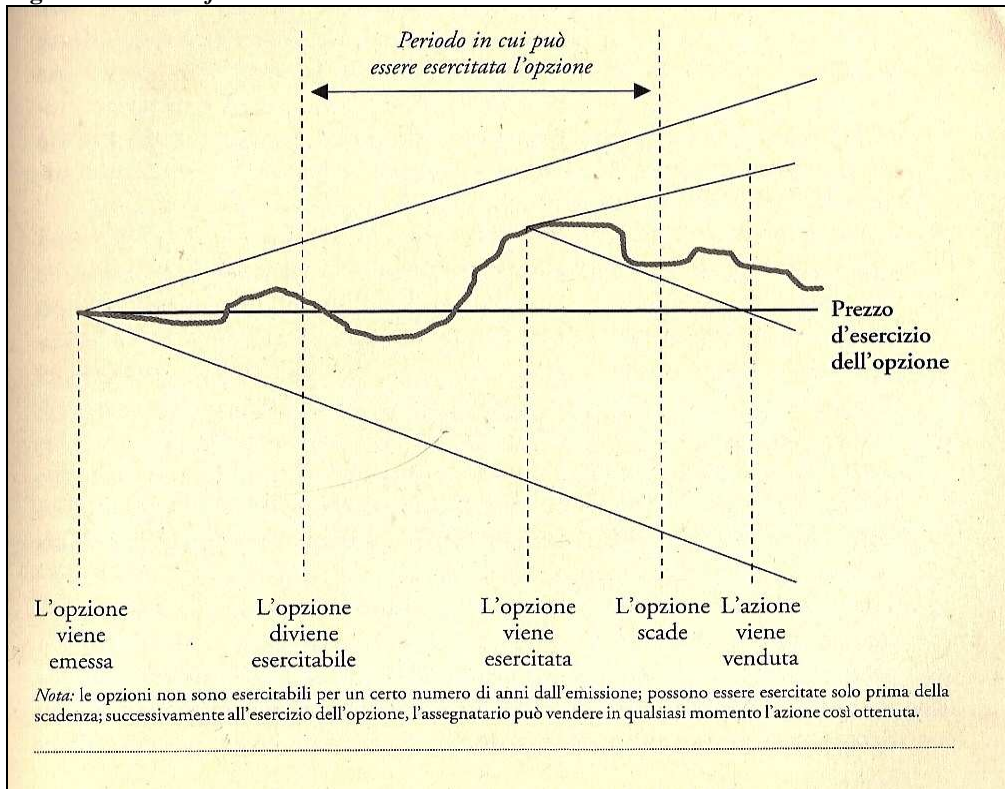
¹¹⁷ A certe condizioni, la società emittente può, alternativamente, "liberare" e trasferire azioni proprie detenute in portafoglio. Si noti a questo proposito che l'attribuzione agli amministratori del diritto di acquisto di azioni proprie della società, dalla stessa detenute, richiede di tenere conto delle norme degli artt. 2357 ss. c.c. riguardanti la disciplina delle operazioni di acquisto di azioni proprie da parte della società. Analogamente l'attribuzione del diritto di sottoscrizione di azioni di futura emissione comporta la limitazione del diritto di opzione per i soci regolata dall'art. 2441 c.c.

¹¹⁸ In questo le ESO sono assimilabili a warrant (che però sono separatamente negoziabili sul mercato). E. Bajo e M. Barbi, 2007, documentano, all'interno di un certo frame, l'esistenza di un effetto di *risk-shifting* - di fatto il passaggio di una parte del rischio sistematico sopportato dall'azionista al possessore del warrant - legato all'effetto di diluizione conseguente all'esercizio di warrant. Il medesimo effetto dovrebbe risultare anche per l'esercizio delle ESO.

¹¹⁹ La non trasferibilità non è una caratteristica intrinseca dello strumento. Essa è indotta nello stesso tramite l'inserimento di una clausola, a favore dell'emittente, nel contratto di opzione. È possibile che la non trasferibilità del titolo sia uno dei fattori che porta il detentore di ESO al sistematico esercizio anticipato delle opzioni. Infatti, a parità di aspettative sull'andamento di mercato del sottostante, e in un'ottica di diversificazione della ricchezza, l'assegnatario sarà incentivato a "liquidare" le sue opzioni non appena queste diventeranno esercitabili a condizioni favorevoli. Si noti che la clausola di non trasferibilità è talvolta applicata al titolo sottostante le opzioni

vista della tipologia dell'esercizio, le TSO possono essere classificate come europee, se l'esercizio dell'opzione è possibile solo alla scadenza, oppure come americane, se l'esercizio è possibile lungo tutta la durata di vita dell'opzione. In questo senso le ESO sono invece opzioni ibride¹²⁰: sono configurabili, infatti, come europee quando vengono emesse, non essendo esercitabili prima di una certa data (*vesting date*) e americane successivamente, essendo esercitabili in qualunque momento prima della scadenza (Si veda la Figura I.3).

Figura I.3 - *Timelife* caratteristica delle ESO



Fonte: Rielaborazione da S. Huddart, *Employee Stock Options*, Journal of Accounting and Economics, 1994.

assegnate. Nel caso, il titolo di cui si è venuti in possesso a seguito dell'esercizio della *stock option* liberata, non può essere venduto per un certo periodo di tempo. L'implementazione di clausole sul sottostante, o in generale su un titolo azionario, compone la categoria delle *restricted stocks*.

¹²⁰ Si veda Bey e Johnson, 1995.

Ulteriori clausole inseribili nel piano di incentivazione contribuiscono, poi, a creare *stock options* non “tradizionali”¹²¹. Tra quelle maggiormente utilizzate: le *premium o discounted options*¹²²; le opzioni indicizzate, in cui il prezzo di esercizio è funzionale a un qualche parametro di mercato¹²³; le *performance options*¹²⁴; le *repriceable options* in cui alcune caratteristiche dell’opzione, in genere durata e prezzo di esercizio, variano al verificarsi di determinate condizioni e sono di volta in volta rinegoziate¹²⁵. Nella assai vasta casistica dei piani compensativi a base azionaria, una diffusione particolare l’hanno avuta quelli costituiti da *stock purchase* (attribuzione della facoltà di acquisto immediato di azioni a prezzo predeterminato), e da *stock grants* (attribuzione gratuita di azioni). Si noti, a questo proposito, che sia le prime che le ultime sono, di fatto, piani di *stock options* particolari. Le *stock purchase* sono *stock options* in cui il *vesting period* dell’opzione è nullo e la vita dell’opzione puntuale, coincidente con la data di assegnazione; mentre le *stock grants* sono *stock purchase* con prezzo di esercizio pari a zero.

¹²¹ Tra le clausole più diffuse, la clausola di annullabilità¹²¹. Nel caso in cui l’assegnatario lasci l’impresa prima del decorso del *vesting period*, l’opzione viene annullata o, in altre parole, cessa di esistere. Tale clausola ha il fine di aumentare la capacità di fidelizzazione del piano di *stock options*. L’annullamento dell’opzione assegnata, ma non liberata, rappresenta, infatti, un costo aggiuntivo legato alla fine del rapporto con l’emittente.

¹²² Si tratta di opzioni in cui il prezzo di esercizio, alla data di assegnazione, è fissato rispettivamente al di sotto o al di sopra del sottostante alla medesima data. Sono configurate come non tradizionali perchè in genere il prezzo di esercizio, all’assegnazione, è fatto pari al prezzo del sottostante (*option at the money*).

¹²³ L’indicizzazione è strutturata in modo che l’opzione sia *in the money* solo se il sottostante realizza una *performance* migliore rispetto a quella del mercato. Per la valutazione di questo tipo di ESO si veda la metodologia sviluppata da W.Margrabe, *The Value of an Options to Exchange One Asset for Another*, Journal of Finance, 1978 e i successivi raffinamenti.

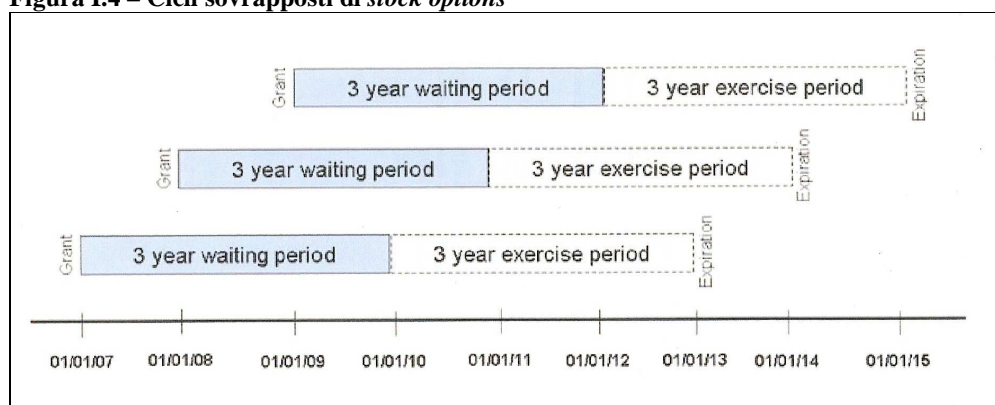
¹²⁴ Si tratta di ESO a barriera. Se il prezzo dell’azione sottostante non raggiunge, entro un certo periodo definito alla data di assegnazione, un certo valore, l’opzione non inizia a esistere. Dal momento in cui la barriera viene toccata l’opzione diventa tradizionale.

¹²⁵ Ad esempio se il prezzo del sottostante, aumentando o diminuendo, raggiunge un certo livello, il prezzo di esercizio si modifica, verso l’alto o verso il basso, assumendo un valore predefinito (*repricing*)

1.3.2.1.2. La politica di assegnazione delle opzioni

La durata complessiva di un piano di incentivazione è, in genere, suddivisa in cicli sulla base del numero di volte in cui l'assegnazione delle opzioni viene ripetuta; la dinamica di tali cicli è determinata dalle modalità con cui si succedono o si combinano nel tempo.

Figura I.4 – Cicli sovrapposti di *stock options*



Le dinamiche più diffuse prevedono: cicli consecutivi, in cui l'assegnazione di nuove opzioni avviene soltanto dopo che le opzioni assegnate con il ciclo precedente sono scadute; cicli sovrapposti (Figura I.4), in cui l'avvio di un nuovo ciclo avviene prima che le opzioni assegnate con il ciclo precedente sono giunte a scadenza; cicli *rolling*, in cui vi è la costituzione, in capo al destinatario del piano, di un portafoglio composto di un certo numero di opzioni aventi scadenze diverse e, periodicamente, si procede alla sostituzione delle opzioni che non sono più esistenti, perchè scadute o esercitate. Poiché ogni dinamica crea, ciclicamente, un portafoglio diverso, per numerosità e caratteristiche delle opzioni che lo compongono, in possesso del destinatario del piano, si comprende come quest'ultima sia una variabile determinante nel definire, la dinamica temporale del potere incentivante di un piano lungo la sua durata. La seconda variabile rilevante, è rappresentata dai criteri di assegnazione che, all'interno di ogni ciclo, definiscono il numero di opzioni da assegnare, e quindi anche il portafoglio del destinatario. In questo senso le

politiche definibili sono¹²⁶: l'assegnazione di un numero costante di opzioni; l'assegnazione di un numero di opzioni indicizzato a una certa variazione di una certa variabile (più spesso il prezzo del sottostante); l'assegnazione di un valore costante di opzioni.

1.3.3. Profilo fiscale e previdenziale della retribuzione degli amministratori

La normativa fiscale vigente¹²⁷ qualifica, in linea di principio, i compensi percepiti dagli amministratori come "redditi assimilati a quelli di lavoro dipendente". Tale qualificazione comporta che i compensi degli amministratori: (1) sono imponibili per il loro importo lordo¹²⁸ secondo il principio della cassa - cioè al momento in cui vengono materialmente pagati¹²⁹ -; (2) costituiscono, per la società erogante, delle spese, e quindi devono essere dedotte dal reddito fiscale della stessa¹³⁰; (3) sono soggetti a ritenuta¹³¹ alla fonte - quindi da parte della società che li corrisponde - determinata sulla base delle aliquote progressive per scaglioni di reddito personale; (4) sono soggetti a tutte le agevolazioni previste per i redditi dei dipendenti.

L'assimilazione di cui sopra subisce due eccezioni. La prima riguarda il caso dell'amministratore che svolge la medesima attività presso altre società. Nel caso l'amministratore sia dipendente presso di una delle società, oppure non sia dipendente, ma svolga attività di amministratore presso una società controllante e una o più delle sue controllate, allora i compensi pagati dalle altre società che si

¹²⁶ Si veda: Hall, *The Pay to Performance Incentives of Executives Stock Options*, NBER, n.6674.

¹²⁷ Si veda art. 50^{1, C-bis}, T.U.I.R. del D.P.R. 917/1986 (aggiornato).

¹²⁸ Senza cioè alcuna deduzione di spese nemmeno in via forfettaria.

¹²⁹ In genere si tratta di un principio di cassa allargato: oltre alle somme e ai valori percepiti, in relazione al rapporto di lavoro, nel periodo di imposta, entrano a fare parte della base imponibile di periodo anche quelli percepiti entro il giorno 12 del mese di Gennaio del periodo di imposta successivo a quello in cui si riferiscono.

¹³⁰ Per l'applicazione del principio di cassa allargato: la deduzione per l'anno 2003 comprende quanto corrisposto dal 12 Gennaio 2003 al 12 Gennaio 2004.

¹³¹ Tale ritenuta è deducibile, in sede di dichiarazione personale dei redditi, se l'amministratore indica i suoi compensi per determinare il reddito complessivo soggetto a imposta. Per il funzionamento della ritenuta si vedano le osservazioni alla Tabella I.9.

avvalgono delle prestazioni di quest'ultimo, sono direttamente corrisposti alla società datore di lavoro o alla controllante. In quest'ipotesi, i compensi reversibili¹³², in quanto non percepiti dall'amministratore, non concorrono alla formazione del suo reddito e sono perciò esclusi dall'applicazione delle ritenute d'acconto. Essi sono invece da considerarsi proventi imponibili della società datore di lavoro, o della controllante, che n'è l'effettiva beneficiaria. La seconda è rappresentata dal caso dell'amministratore che esercita una professione e la carica di amministratore rientra nell'oggetto della professione abitualmente svolta. In tale ipotesi la remunerazione percepita in qualità di amministratore costituisce reddito da lavoro autonomo¹³³ al pari di tutti gli altri compensi conseguiti nell'esercizio della professione.

Data la norma generale, bisogna definire quali sono i redditi che concorrono a formare il reddito da lavoro dipendente o, in altre parole, quali sono i compensi degli amministratori fiscalmente rilevanti. L'art. 50^{1,C-bis} del T.U.I.R. stabilisce che concorrono a formare reddito "tutte le somme e i valori in genere, a qualunque titolo percepiti (...)" in relazione all'ufficio di amministratore.

Lo *step* successivo è la quantificazione di tali valori per la parte della remunerazione non avente carattere monetario.

Per quanto riguarda i *fringe benefits*, questi rientrano tra i proventi percepiti in natura dal dipendente. Come tali, l'importo fiscalmente rilevante è dato dal valore normale del bene attribuito¹³⁴.

¹³² La "reversibilità" applicata all'amministratore-dipendente è solamente una prassi. Non optando per tale soluzione - non "passando" quindi dalla società datore di lavoro - ogni società tratta autonomamente, secondo le norme generali, i compensi erogati all'amministratore. Quest'ultima è anche la prassi da applicarsi nel caso dell'amministratore di più società ma tra loro scollegate.

¹³³ Le regole previste per tale categoria di reddito sono: (1) possibilità di dedurre le spese inerenti l'esercizio della professione; (2) tassazione per cassa secondo il principio di cassa semplice: tassazione al momento di percezione dei compensi; (3) effettuazione, da parte della società erogante, di una ritenuta alla fonte a titolo di acconto nella misura del 20%, che il soggetto percipiente avrà diritto di dedurre in sede di dichiarazione dei redditi; (4) concorrenza a formare la base imponibile IRAP dovuta dal professionista - amministratore; (5) soggezione all'IVA. (Capo V, T.U.I.R.)

¹³⁴ Art. 9², T.U.I.R. del D.P.R. 917/1986 (aggiornato). Per la definizione di "valore normale" si veda l'art. 9^{3,4} T.U.I.R.

Caso particolare è invece quello delle *stock grants* e delle *stock options*. Nonostante da un punto di vista finanziario l'assegnazione di azioni può essere assimilata a particolari *stock options*¹³⁵, la normativa fiscale differenzia le due tipologie di remunerazione. Le tabelle seguenti (I.7 e I.8) riassumono il trattamento fiscale, in capo al dipendente, della retribuzione ricevuta sotto forma di azioni e opzioni.

¹³⁵ Si vedano le modalità di compilazione dell'Allegato 3C del Regolamento Emittenti Consob n. 11971/99 e quanto detto nel paragrafo 1.3.2.1.1.

Tabella I.7 - Trattamento fiscale, in capo al dipendente, della retribuzione ricevuta sotto forma di azioni

Assegnazione di azioni				
Condizione	Reddito Fiscalmente Rilevante	Tipologia di Reddito	Aliquota	Riferimento Normativo
Data di Assegnazione				
	Valore normale [§] dell'azione al netto di quanto eventualmente pagato dal dipendente	Reddito di lavoro Dipendente	IRES [*]	TUIR: Art. 9 c2,4
1. Offerta rivolta alla generalità dei dipendenti 2. Le azioni non devono essere riacquistate dalla società emittente o dal datore di lavoro	Valore normale dell'azione al netto di quanto eventualmente pagato dal dipendente e della franchigia di € 2065,83	Reddito di lavoro Dipendente	IRES	TUIR : Art. 51,c2,Ig
Data di Alienazione				
	Differenza tra il prezzo di vendita e il valore normale dell'azione alla data di assegnazione	Reddito da Capital Gain ^{**}	12,50%	TUIR: Artt. 67,c1, Ic punto 1 e 68,c1
Cessione delle azioni prima di 3 anni dalla data di assegnazione [#]	Importo che in sede di assegnazione ha eventualmente beneficiato dell'agevolazione fiscale ⁺	Reddito di lavoro Dipendente	IRES	TUIR : Art. 51,c2,Ig
	Differenza tra il prezzo di vendita e il valore normale dell'azione alla data di assegnazione	Reddito da Capital Gain	12,50%	TUIR: Artt. 67,c1, Ic punto 1 e 68,c1
1. Offerta rivolta alla generalità dei dipendenti 2. Le azioni non devono essere riacquistate dalla società emittente o dal datore di lavoro 3. Cessione delle azioni dopo di 3 anni dalla data di assegnazione ⁺⁺	Differenza tra il prezzo di vendita e la quota del valore normale dell'azione alla data di assegnazione (di fatto quanto già tassato all'assegnazione)	Reddito da Capital Gain	12,50%	TUIR: Artt. 67,c1, Ic punto 1 e 68,c1

Note:

§: Valore normale. Per le azioni negoziate in mercati regolamentati, italiano o esteri, è pari alla media aritmetica dei prezzi rilevati nell'ultimo mese. Per le azioni non negoziate, è fatto pari alla proporzione del valore del patrimonio netto della società rappresentata dall'azione, o per le società di nuova costituzione, all'ammontare complessivo dei conferimenti. (art. 9⁴, TUIR). Per ultimo mese s'intende il periodo compreso tra il giorno di assegnazione e lo stesso giorno del mese solare precedente; mentre per data di assegnazione la data della delibera con la quale vengono fissate tutte le condizioni del piano retributivo.

*: Per le aliquote IRES si veda art. 13 TUIR.

** : Da un punto di vista fiscale la fattispecie di reddito prodotto in sede di alienazione appartiene alla categoria dei "redditi diversi" (Art. 67,c1, Ic punto 1, TUIR) e conseguentemente l'imposta con aliquota del 12,50% ha carattere sostitutivo.

+ : L'agevolazione in sede di assegnazione è ottenuta tramite una limitazione del presupposto impositivo IRES. Non si tratta quindi di esenzione - cioè di sottrazione di materia imponibile - ma di esclusione: di fatto il reddito eventualmente prodotto all'assegnazione, risulta, a fini fiscali e contributivi, "non-reddito" per l'ammontare della franchigia prevista.

: Il valore delle azioni attribuite all'assegnazione è pari a € 7000: € 5000 sono tassate come reddito di lavoro dipendente. Alla data di alienazione (< 3 anni) il valore delle azioni è pari a € 10000: € 2000, cioè l'importo esente al momento dell'assegnazione, viene tassato come reddito di lavoro dipendente e € 3000, cioè la differenza fra € 10000 e l'intero valore normale dell'azione al momento dell'acquisto, sono tassate come capital gain.

++ : Il valore delle azioni attribuite all'assegnazione è pari a € 7000: € 5000 sono tassate come reddito di lavoro dipendente. Alla data di alienazione (> 3 anni) il valore delle azioni è pari a € 10000: la plusvalenza è pari 10000 - 5000 cioè la quota del valore normale dell'azione già assoggettata a tassazione al momento dell'assegnazione.

Tabella I.8 - Trattamento fiscale in capo al dipendente della retribuzione ricevuta sotto forma di opzioni

Assegnazione di Stock option				
Condizione	Reddito Fiscalmente Rilevante	Tipologia di Reddito	Aliquota	Riferimento Normativo
Data di Assegnazione**				
Opzioni non Cedibili	Nessuno: il valore dell'opzione è fiscalmente irrilevante			D.Lgs. 505/1999
Opzioni Cedibili	Valore ^s dell'opzione attribuita	Reddito di lavoro Dipendente	IRES*	D.Lgs. 505/1999
Data di Esercizio				
1. Opzione AT o OUT of the money all'assegnazione 2. Vesting period di almeno tre anni 3. Alla scadenza del vesting, la società emittente deve essere quotata ^{ss} in mercati regolamentati 4. Il beneficiario deve mantenere per almeno 5 anni un investimento in titoli oggetto dell'opzione non inferiore alla differenza tra il valore delle azioni al momento dell'assegnazione e l'ammontare corrisposto dal dipendente 5. Assegnatario dei titoli possiede complessivamente una partecipazione inferiore o uguale al 10% dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria (ovvero per le società sprovviste di organo assembleare, di partecipazione al capitale sociale o al patrimonio)	Nessuno			D.L. 262/2006 ; TUIR : Art. 51,c2,lg-bis
Opzione IN the money all'assegnazione	Differenza tra il prezzo dell'azione al momento dell'acquisto e il prezzo di esercizio	Reddito da lavoro dipendente	IRES	TUIR : Art. 51,c2,lg-bis
Assegnatario dei titoli possiede complessivamente una partecipazione superiore al 10% dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria (ovvero per le società sprovviste di organo assembleare, di partecipazione al capitale sociale o al patrimonio)				
Data di Alienazione				
Venire meno di una fra le condizioni: 1-5	Importo che in sede di assegnazione ha beneficiato dell'agevolazione fiscale (differenza tra il prezzo dell'azione all'acquisto e il prezzo di esercizio)	Reddito da lavoro dipendente	IRES	D.L. 262/2006 ; TUIR : Art. 51,c2,lg-bis
	Differenza tra il prezzo di vendita e il valore normale dell'azione alla data di assegnazione	Reddito da Capital Gain [†]	12,50%	D.L. 262/2006 ; TUIR : Art. 51,c2,lg-bis
Rispetto delle condizioni: 1-5	Differenza tra il prezzo di vendita e il prezzo di esercizio dell'opzione	Reddito da Capital Gain	12,50%	D.L. 262/2006 ; TUIR : Art. 51,c2,lg-bis
	La differenza tra il prezzo di vendita e il valore normale dell'azione alla data di acquisto della stessa	Reddito da Capital Gain	12,50%	TUIR: Artt. 67,c1, lc punto 1 e 68,c1

Osservazioni:

Decorrenza. Le disposizioni sintetizzate nella tabella si applicano ai piani la cui relativa assegnazione delle azioni, anche parziale, è avvenuta dopo il 3 Ottobre 2006 (data di entrata in vigore del D.L. 262/2006). Per i piani deliberati in data antecedente, che non hanno generato ancora alcuna assegnazione e che eventualmente non prevedono un *vesting period* minimo di 3 anni, l'esclusione fiscale è comunque concessa, senza mutamenti regolamentari dei piani, purché le opzioni assegnate siano esercitate dopo 3 anni. (Circolare 33/E del 24 Maggio 2007).

Assegnazione tra il 5 Luglio 2006 e 2 Ottobre 2006. Per i piani la cui relativa assegnazione delle azioni, anche parziale, è stata effettuata dopo il 4 Luglio 2006 e prima del 3 Ottobre 2005, si applicano le disposizioni contenute nell'art. 36, c25 del D.L. 223/2006 e nell'art. 36, c25,25-bis, 26 della L. 248/2006. Le condizioni per l'esclusione, dal reddito di lavoro dipendente, del reddito differenziale tra il valore delle azioni assegnate nell'ambito di piani di *stock options* e il prezzo di esercizio al momento dell'assegnazione, sono: (1) che le opzioni assegnate siano *AT/OUT of the money*; (2) che le azioni offerte non devono essere cedute prima che siano trascorsi 5 anni dalla data di assegnazione; (3) che il valore delle azioni assegnate non deve essere superiore, complessivamente nel periodo di imposta, alla retribuzione lorda annua del dipendente relativa al periodo di imposta precedente; (4) che il complesso delle partecipazioni, dei titoli o dei diritti in possesso del beneficiario del piano non garantiscano a quest'ultimo una percentuale dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria, ovvero nell'ipotesi di società sprovviste di organo assembleare, di partecipazione al capitale o al patrimonio, superiore al 10%.

Assegnazione fino al 4 Luglio 2006. Per le azioni la cui assegnazione è stata effettuata prima del 5 Luglio 2006 si applicano le disposizioni contenute dell'art. 13, c1 del D.lgs. 505/1999. Il decreto legislativo del 1999, impone come condizioni per l'esclusione del reddito differenziale tra il valore delle azioni assegnate nell'ambito di piani di *stock options* e il prezzo di esercizio al momento dell'assegnazione, la (1) e la (4). Secondo tale regime fiscale,

Sostituto di imposta. La tassazione (alla relativa aliquota IRES) del reddito fiscalmente rilevante al momento dell'esercizio delle *stock options* (così come per il reddito rilevante al momento dell'assegnazione di azioni, di opzioni cedibili o per la corresponsione di un qualsiasi altro tipo di compenso risultante reddito di lavoro dipendente) è una ritenuta, a titolo di acconto dell'imposta sul reddito delle persone fisiche dovuta dai percipienti la retribuzione, che la società-datore di lavoro opera quale sostituto di imposta, con obbligo di rivalsa (art. 23 D.P.R. 600/73). Ciò significa che il sostituto di imposta (nel caso la società emittente le *stock options*), all'atto del manifestarsi del reddito fiscalmente rilevante, anticipa per conto del sostituto (il beneficiario del piano) il debito di imposta relativo saldando lo Stato. Il sostituto deve poi rientrare di tale uscita di cassa rifacendosi direttamente con il sostituto. Nella pratica: la società emittente diminuisce la retribuzione di periodo (ad esempio il mese) del dipendente, o del soggetto a esso assimilato (l'amministratore), per un ammontare pari a quanto corrisposto allo Stato, a titolo di sostituto di imposta, durante il periodo stesso. Nel caso dell'esercizio di *stock options* è stabilito inoltre che la ritenuta debba essere effettuata dal sostituto con il quale il dipendente, o l'assimilato (l'amministratore), ha in essere il rapporto di lavoro (Circolari 28/E/2006 e 1/E/2007).

Esclusione fiscale ma non previdenziale. L'agevolazione in sede di esercizio è ottenuta tramite una limitazione del presupposto impositivo IRES. Non si tratta quindi di esenzione - cioè di sottrazione di materia imponibile - ma di esclusione: di fatto, il reddito eventualmente prodotto all'esercizio, risulta, a fini fiscali e contributivi, "non-reddito" se sono rispettate le condizioni di agevolazione. La L.248/2006 di conversione del D.L. 223/2006 prevede però esplicitamente che, per le azioni assegnate a partire dal 5 Luglio 2006, il reddito fiscalmente agevolato in sede di esercizio delle opzioni relative risulti rilevante a fini previdenziali (Art. 36, c25,25-bis, 26, L. 248/2006).

Note:

§: Valore normale. Per le opzioni negoziate in mercati regolamentati italiani o esteri è pari alla media aritmetica dei prezzi rilevati nell'ultimo mese. Per le opzioni non negoziate, deve essere determinato, in via comparativa, tramite il valore normale dei titoli aventi caratteristiche analoghe negoziati in mercati regolamentati italiani o esteri e, in mancanza, in base ad altri elementi determinabili in modo obiettivo (art. 9⁴, TUIR)

§§: La condizione della quotazione deve essere verificata in capo alla società emittente le azioni assegnate. Rientrano pertanto nella disciplina di favore, se rispettate le altre condizioni, anche i piani di *stock options* deliberati da società non quotate se le azioni sottostanti siano emesse da una società del gruppo quotata

*: Per le aliquote IRES si veda art. 13 TUIR.

** : La data di assegnazione coincide con la data della delibera con la quale vengono fissate tutte le condizioni del piano

+: Da un punto di vista fiscale la fattispecie di reddito prodotto in sede di alienazione appartiene alla categoria dei "redditi diversi" (Art. 67,c1, lc punto 1, TUIR) e conseguentemente l'imposta con aliquota del 12,50% ha carattere sostitutivo.

La normativa fiscale vigente prevede pertanto un'agevolazione sia per i beneficiari di *stock options* che di *stock grants*. Se per l'assegnazione di azioni l'agevolazione è di limitata portata¹³⁶, oltre che di limitato interesse ai fini del presente lavoro¹³⁷, diverso è il discorso per i piani di *stock options*. L'agevolazione connessa all'assegnazione di opzioni consta nell'assoggettamento all'aliquota del 12,5%, invece che della maggiore aliquota IRES, del guadagno ottenuto in sede di esercizio conveniente delle opzioni, oltre che nel differimento del pagamento di tale somma. Se l'entità dell'agevolazione fiscale non è mutata dall'introduzione del D.lgs. 505/99, cioè dal primo momento in cui la normativa fiscale ha preso esplicitamente in esame l'assegnazione di *stock options* quale strumento remunerativo, sono invece, nel tempo, più volte mutate, e in senso restrittivo, le condizioni che permettono di usufruire di tale agevolazione (cfr. le condizioni agevolative sotto i due precedenti regimi fiscali (si vedano le osservazioni alla Tabella I.8). Considerando il *vesting period* di tre anni, a cui va aggiunto il periodo di non alienazione delle azioni di 5 anni, fatta 100 la retribuzione annua di un amministratore, la sua corresponsione tramite *stock options* implementa un incentivo fiscale incassabile, nell'ipotesi migliore, a otto anni. Per contro, con la normativa vigente fino Luglio del 2006, tale incentivo era incassato immediatamente e la sua attribuzione era soggetta a condizioni assai meno stringenti. Certamente il minore *appeal* fiscale di questa forma retributiva è uno dei fattori che ha contribuito alla diminuzione del numero dei percettori di questi piani (dal 45% del 2005 al 30% del 2006 tra le aziende del MIB40¹³⁸) in Italia. Ragionando ancora dal punto di vista del beneficiario, un altro

¹³⁶ L'agevolazione consiste nella tassazione agevolata al 12,5% della franchigia di esenzione prevista all'assegnazione, e nel differimento, alla data di alienazione, del pagamento di tale 12,5%.

¹³⁷ L'agevolazione per assegnazione di azioni riguarda solamente i piani riguardanti la totalità dei dipendenti. Questo è il caso che solo marginalmente e casualmente riguarda la retribuzione degli amministratori, per i quali sono, invece, definiti piani incentivanti specifici e, nella maggior parte dei casi, costituiti da *stock options*. Questo sia perchè l'incentivo che deve essere fornito agli amministratori, in conseguenza del ruolo ricoperto, non è parificabile a quello necessario per il resto dei dipendenti, sia per la maggiore agevolazione fiscale legata ai piani di opzioni.

¹³⁸ Si veda: *Il Fisco azzoppa le stock option*, Sole24Ore del 21/10/2007

fattore che ha fatto decrescere l'appetibilità dei piani di *stock options*, è il processo di armonizzazione europeo delle aliquote sui redditi da capitale¹³⁹. Tale processo dovrebbe portare a una tassazione, a titolo di sostituto di imposta, pari al 20% circa¹⁴⁰, su qualsiasi forma di rendita finanziaria¹⁴¹. In quest'ipotesi, l'agevolazione fiscale per le *stock options* risulterebbe ridimensionata della differenza fra le due aliquote. Spostandosi dal punto di vista delle imprese emittenti - oltre alla menzionata minore agevolazione fiscale concessa in sede di esercizio delle opzioni¹⁴² - ci sono altri due fattori, uno fiscale e l'altro previdenziale, che concorrono a rendere meno agevole, rispetto al passato, l'utilizzo delle *stock options*. Secondo quanto stabilito per i redditi di lavoro dipendente¹⁴³, l'azienda deve agire da sostituto di imposta, con obbligo di rivalsa, anticipando allo Stato le tasse dovute dal dipendente al momento dell'esercizio dell'opzione; inoltre, per quanto chiarito in merito dall'agenzia delle Entrate¹⁴⁴, il datore di lavoro deve agire da sostituto di imposta per tutte le opzioni possedute dal dipendente, anche se relative ad altre aziende in cui lavorava in precedenza¹⁴⁵. Poichè il reddito fiscalmente rilevante in sede di esercizio delle opzioni può essere piuttosto elevato, il debito

¹³⁹ L'armonizzazione fiscale consiste nel coordinare i regimi fiscali dei paesi europei in modo da evitare l'introduzione di modifiche non concertate che mettano in concorrenza le politiche fiscali nazionali, il che potrebbe rivelarsi nocivo per il mercato all'interno dell'UE. Con decorrenza dal 1997, gli Stati membri hanno avviato un ampio dibattito sulle possibilità di un'azione coordinata per tentare di contenere gli effetti nocivi della concorrenza fiscale. Sono stati affrontati in particolare tre ambiti: l'imposta sulle società, l'imposizione sui redditi da risparmio e l'imposizione sui canoni tra società.

¹⁴⁰ Salvo casi particolari, il 20% rappresenterebbe l'aliquota di imposta implicita mediamente applicata dai vari paesi dell'UE su tale tipologia di rendita.

¹⁴¹ Attualmente le aliquote applicate alle rendite finanziarie sono di due tipi: del 12,5%, applicata al *capital gain* di qualunque investimento azionario o obbligazionario; del 27%, applicata agli investimenti a breve termine (compreso il conto corrente) e a quelli meno "trasparenti".

¹⁴² Definita la "quantità di ricchezza-ottimale" che deve entrare nelle tasche dell'amministratore per fornire un adeguato incentivo, una maggiore agevolazione fiscale della forma di retribuzione di tale ricchezza, implica un proporzionale minore costo per l'impresa erogatrice del compenso.

¹⁴³ Si veda art. 23 del D.P.R. 600/1973 e successive modificazioni in materia.

¹⁴⁴ Si vedano le circolari n. 28/E/2006 e n. 1/E/2007.

¹⁴⁵ Per il meccanismo di sostituzione di imposta si vedano le osservazioni alla Tabella I.8.

di imposta relativo, che l'impresa si trova a dovere anticipatamente saldare, può essere maggiore della retribuzione di periodo del dipendente - che, di fatto, funge da *basket* di rivalsa per l'uscita di cassa sopportata dall'impresa - .Ciò genera un debito, di periodo, del dipendente nei confronti dell'impresa, che si trova ad avere pagato tasse da lui dovute, senza potere rientrare di quanto anticipato. Nel caso il dipendente si dimetta¹⁴⁶, o il rapporto di lavoro cessi, prima di saldare tale debito¹⁴⁷, l'azienda si trova esposta ad un rischio di credito. Rischio di credito che potrebbe essere, in parte, se non del tutto cagionato da opzioni neppure assegnate dall'impresa stessa¹⁴⁸.

Dal punto di vista civile, e quindi previdenziale, gli amministratori sono lavoratori a collaborazione coordinata e continuativa¹⁴⁹. Come tali, il reddito da essi percepito rilevante a fini previdenziali è il medesimo rilevante a fini fiscali¹⁵⁰. Alla base imponibile previdenziale si devono applicare le aliquote contributive di categoria¹⁵¹ per determinare l'ammontare dei

¹⁴⁶ L'impresa-datore di lavoro alla fine dell'anno fiscale, in virtù di quanto disposto per i conguagli fiscali, non è in alcun modo coinvolta nei debiti eventualmente maturati dal dipendente presso i suoi ex-datori di lavoro. Tale debito ha, sempre, pertanto come controparti l'impresa-ex-datore e l'ex-dipendente. Vero è altresì, che l'impresa-datore di lavoro si trova in questa situazione a essere debitrice del neo-dipendente. Quest'ultimo, può richiedere la riscossione istantanea del credito derivante da conguaglio, per saldare l'eventuale debito maturato presso l'ex-datore di lavoro.

¹⁴⁷ Nella pratica prima che l'impresa abbia decurtato dalle future retribuzioni ammontari pari alla somma corrisposta allo Stato.

¹⁴⁸ Anche nell'ipotesi in cui la retribuzione, presente o futura, del dipendente sia sufficiente a saldare il debito verso l'azienda-datore di lavoro, quest'ultima si potrebbe trovare, comunque, nella situazione di "dovere finanziare un dipendente (...) per tasse da lui dovute su profitti da lui realizzati per le opzioni che (...)" che gli sono state erogate da un'altra impresa. Si veda: *Stock option, l'Italia allontana i talenti*, Sole24Ore del 15 Novembre 2007.

¹⁴⁹ Si vedano l'art. 409 c.c., l'art. 2²⁶, L.335/1995 e l'art. 61³, D.Lgs. 276/03.

¹⁵⁰ Si veda art. 2²⁹, L335/95. I compensi percepiti dagli amministratori sono stati assoggettati a contributo previdenziale a partire dal 1 Gennaio 1996 (Data di entrata in vigore della L.335/95). Prima di tale data il compenso da essi percepito era totalmente irrilevante per la previdenza obbligatoria. Proprio per tale ragione i contributi da essi versati rientrano in una Gestione Separata.

¹⁵¹ I lavoratori a collaborazione coordinata e continuativa rientrano nella categoria previdenziale dei lavoratori parasubordinati. (art. 5, c1 del D.Lgs. 38/00). Le aliquote previste sono le seguenti: (1) 23,72% per coloro che non risultano assicurati a forme pensionistiche obbligatorie, oltre alla gestione separata; (2) 16% per tutti gli altri

contributi che devono essere versati per tale attività lavorativa: contributi che però risultano per 1/3 a carico dell'iscritto alla Gestione Separata e per 2/3 a carico della società che si avvale dell'opera del contribuente quale amministratore¹⁵². La medesima rilevanza fiscale e previdenziale della retribuzione degli amministratori è venuta meno con la L. 248/06 di conversione del D.L. 223/06. In essa è esplicitamente statuito che per le azioni assegnate dal 5 Luglio 2006, il reddito fiscalmente agevolato in sede d'esercizio delle opzioni relative, risulta rilevante a fini previdenziali¹⁵³. Ciò significa che la società emittente, deve versare, in gestione separata sul conto intestato all'amministratore, un aggiuntivo due terzi del 23,72% (16%) del reddito maturato in sede d'esercizio delle opzioni, rispetto a quanto dovesse fare prima del Luglio 2006. Per quanto detto, il trattamento previdenziale dei contributi corrisposti agli amministratori comporta due ordini di problemi. Innanzi tutto la quota di cui sopra, a parità di condizioni, rappresenta un maggior costo sostenuto dall'impresa per assicurarsi l'opera dell'amministratore¹⁵⁴. In secondo luogo, il "costo "contributivo" delle *stock options* può fare incorrere l'impresa in problemi di liquidità. In questa direzione ciò che rileva non è l'assoggettamento a fini previdenziali del reddito fiscalmente esente in sede d'esercizio delle opzioni; quanto piuttosto l'accessibilità a

soggetti. Per gli amministratori (in generale per i collaboratori) il versamento del contributo è effettuato dalla società-datore di lavoro con cadenza mensile (entro il 16 del mese successivo a quello del pagamento del compenso) con il medesimo meccanismo (ritenuta alla fonte, nel caso con rivalsa in busta paga solo per 1/3 dell'ammontare del contributo totale dovuto dal contribuente, e conguaglio) previsto per i versamenti IRES. Il contributo è dovuto entro un limite massimale annuo pari a € 87187,00. (Si veda L.296/06. In genere gli elementi del regime contributivo sono determinati nella Legge Finanziaria).

¹⁵² Si veda art. 2, c31, L335/95.

¹⁵³ Si veda art. 36^{25, 25-bis,26} della L.248/06. Tale impostazione è stata poi mantenuta anche nel D.L. 262/06. Attualmente l'INPS, come ribadito nella circolare 153/06, sta vagliando la possibilità di limitare la validità di tale prescrizione solo per le *stock options* cui si applica il "secondo" regime fiscale (Si vedano le osservazioni alla Tabella I.9).

¹⁵⁴ Vero è, tuttavia, che i contributi previdenziali devono essere versati fino al raggiungimento del massimale annuo (€ 87187,00). Pertanto non è detto che la prescrizione previdenziale della L.248/2006 comporti, sempre, un maggior costo del lavoro.

tale *benefit* fiscale. In caso d'esenzione fiscale, infatti, l'eventuale reddito generato al momento dell'esercizio d'opzioni è tassato, in capo al possessore delle *stock options*, al momento in cui quest'ultimo vende le azioni derivate dall'esercizio, come reddito da *capital gain*. In ipotesi d'accesso al *benefit*, pertanto, una volta assegnate le opzioni, l'impresa emittente "termina" i suoi adempimenti verso il beneficiario. Se invece l'esenzione fiscale, al momento dell'esercizio delle opzioni (per mancanza delle condizioni (A)), o al momento dell'alienazione delle azioni relative (per venire meno di una delle condizioni esentive (B)), non è concessa, allora l'impresa emittente si trova a dovere pagare i 2/3 dei contributi relativi al reddito maturato in sede d'esercizio (al momento dell'esercizio (A) o all'alienazione delle azioni (B)). In considerazione del fatto che le condizioni esentive sono estremamente più stringenti rispetto a quelle pre D. L. 223/06, molto probabilmente le imprese emittenti si troveranno a dovere affrontare un costo, ed anche piuttosto rilevante, la cui entità e la cui manifestazione temporale non sono in nessuna maniera preventivabili¹⁵⁵. Di qui la possibilità di incorrere in problemi di liquidità¹⁵⁶.

Il quadro fiscale e previdenziale fornito conduce alla normale conclusione che la retribuzione degli amministratori risulta molto più costosa, in termini monetari e di rischi assunti, rispetto al passato, per l'impresa datore di lavoro. E Inoltre che il ricorso a strumenti retributivi a base azionaria, e in particolare a quello delle *stock options*, tenderà a diminuire ulteriormente quando gli effetti della normativa sopra descritta si saranno totalmente manifestati. La conseguenza più immediata di ciò è un'accresciuta difficoltà per le imprese italiane a dotarsi d'amministratori capaci. Tralasciando che, a parità di condizioni, ogni altro tipo di retribuzione possa, o no, essere più costosa in Italia piuttosto che in altri stati, è proprio il

¹⁵⁵ La non preventivabilità non sussiste invece per gli altri compensi degli amministratori siano essi fissi o a carattere incentivante (per i compensi da *bonus* non è certa la corresponsione mentre lo è sia l'ammontare che la temporalità).

¹⁵⁶ A completamento di quanto detto, la quota contributiva a carico dell'amministratore è anch'essa generatrice di un rischio di credito analogo a quello connesso alle trattenute di tipo fiscale, valendo per essa lo stesso meccanismo di versamento utilizzato per queste ultime.

difficile utilizzo delle *stock options* che ha peso. L'aumento della retribuzione media degli amministratori iniziato dagli anni novanta, come si è visto, è stato per il più finanziato da strumenti remunerativi a base azionaria¹⁵⁷. In questo senso: in base ad un'inchiesta effettuata da Business Week¹⁵⁸, negli Stati Uniti, le prime 500 imprese dello S&P offrono ai loro amministratori delegati 10,5 milioni di dollari. Ciò equivale a 369 volte la paga di un lavoratore medio che guadagna 28.310 dollari l'anno. Negli anni '70, prima che si diffondesse l'utilizzo di *stock options*, il multiplo era di 28 ad uno. Pertanto, come si può notare anche dalle figure I.5a e I.5b¹⁵⁹, le imprese che sono solite pagare maggiormente i propri amministratori, sono anche quelle che fanno il più ampio utilizzo di strumenti remunerativi a base azionaria.

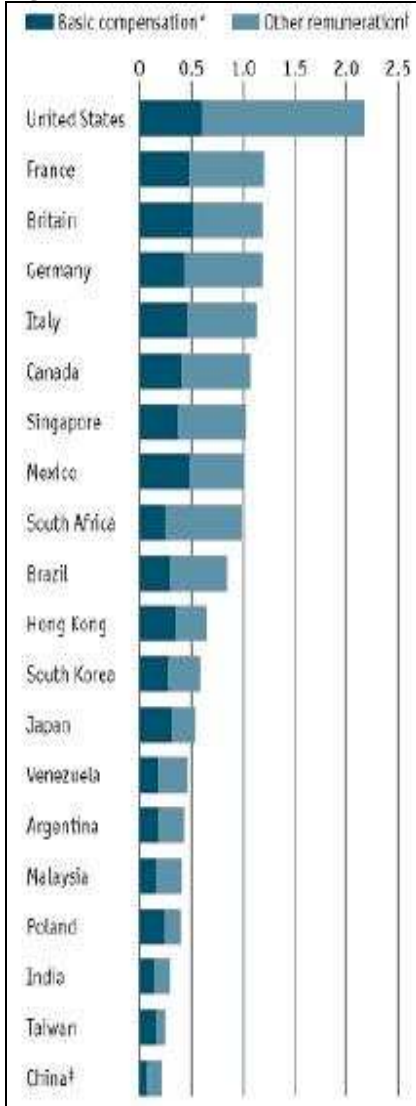
¹⁵⁷ Per evidenza in questo senso si veda la Tabella I.3. Ad esempio della scarsa rilevanza della paga base sulla retribuzione complessiva si considerino i casi degli amministratori delegati (CEO) della Eli Lilly (Sidney Taurel - US), della Cisco Systems (John Chambers - US) e della Oracle (Larry Ellison - US). Nel 2001 Sidney Taurel e John Chambers erano due tra i CEOs con il salario più alto (circa 1 milione di dollari) mentre Larry Ellison aveva un salario fisso pari a 0 ed era interamente pagato tramite *stock options*. Nel 2002 Larry Ellison è stato il CEO più pagato di America avendo guadagnato 706 milioni di dollari dall'esercizio delle sue opzioni.

¹⁵⁸ Si veda: Business Week, *A Better look at the Boss's pay*, 26 Febbraio 2007.

¹⁵⁹ Si veda Towers Perrin, Executive Report 2005.

Figura I.5 - Retribuzione media per gli amministratori esecutivi nelle imprese USA nel 2005 (dati in \$mln)

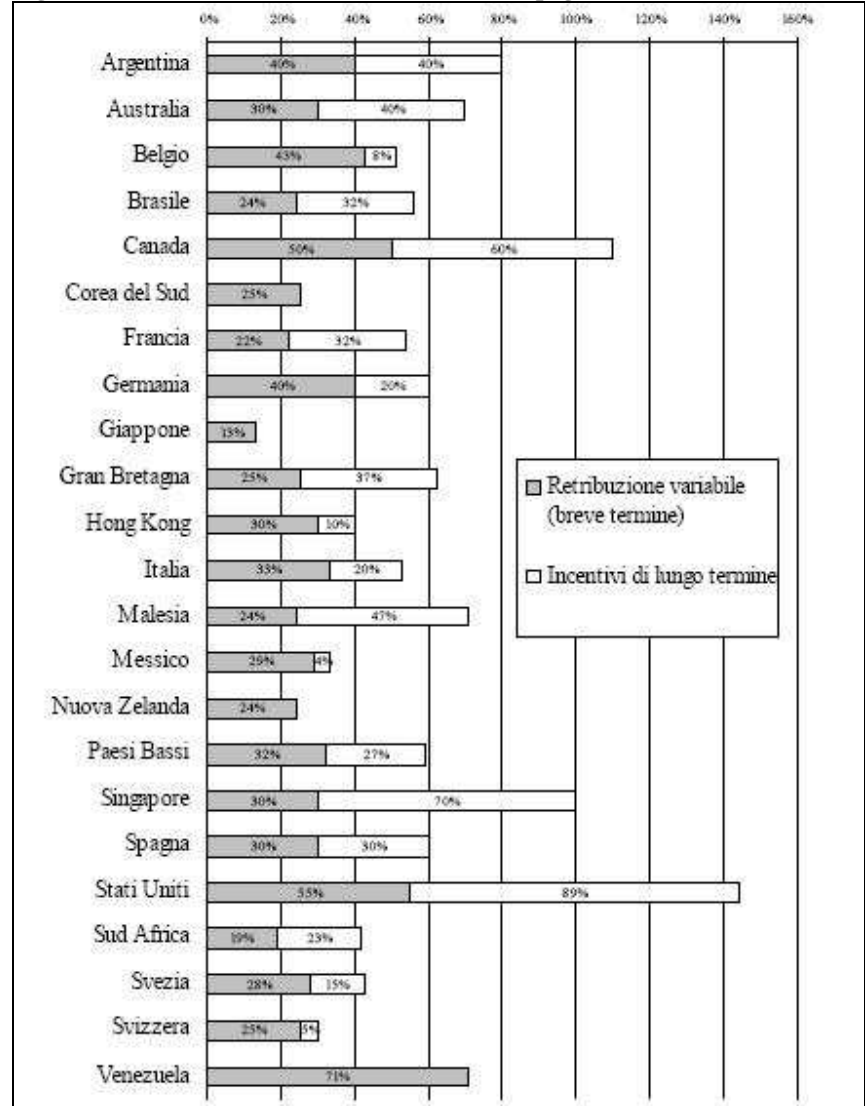
Figura I.5a – Retribuzione totale



Fonte: Towers Perrin

* Include il salario e i bonus predefiniti
 + Include i bonus non predefiniti, i premi produttività, le *perquisites*, e i piani di incentivo a lungo termine

Figura I.5b - Retribuzione variabile in % della paga base



Fonte: Towers Perrin

Nota: La paga base include i bonus non predefiniti, i premi produttività, le *perquisites*, e i piani di incentivo a lungo termine

Appare chiaro quindi come, in un contesto di competizione internazionale, in cui ogni impresa tenta di assicurarsi i migliori amministratori, le imprese italiane risultino svantaggiate, essendo per esse, a parità di condizioni, più costoso e rischioso utilizzare metodi retributivi a base azionaria.

1.3.4. Profilo contabile e informativo della retribuzione degli amministratori

Quanto corrisposto agli amministratori è il corrispettivo per la prestazione da questi ultimi prestata e percepita dall'impresa. Come tale costituisce un vero e proprio costo della produzione e rappresenta, dal punto di vista contabile, una componente negativa del conto economico¹⁶⁰. Derogando al principio generale di compilazione del bilancio, secondo cui il reddito d'impresa viene determinato sulla base del principio di competenza¹⁶¹, i compensi erogati, sotto qualsiasi forma, agli amministratori, vengono dedotti nell'esercizio in cui tali somme sono corrisposte¹⁶². Se nel conto economico, i compensi corrisposti agli amministratori rientrano nella voce aggregata degli "stipendi e salari" a qualsiasi titolo erogati, la nota integrativa deve specificare, per le S.p.A., l'ammontare cumulativamente a essi devoluto¹⁶³, e, per le società aventi strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati italiani, quanto corrisposto a ciascun amministratore secondo gli schemi forniti dalla Consob¹⁶⁴ (Si veda la Figura I.6).

¹⁶⁰ Si veda art. 2425 c.c. Quanto corrisposto agli amministratori entra nel conto economico nella sezione B): Costi per la produzione; punto 9): per il personale; lettera a): salari e stipendi.

¹⁶¹ Si veda art. 109¹, D.P.R. n. 917/86. Sulla base del principio di competenza, una componente positiva o negativa del reddito di impresa assume rilevanza per la determinazione dello stesso al momento di maturazione dei fatti gestionali che li hanno generati.

¹⁶² Si veda art. 95⁵, D.P.R. n. 917/86. Come già sottolineato secondo il principio di cassa allargato.

¹⁶³ Si veda art. 2427 c.c.

¹⁶⁴ Si veda Art. 78 del Regolamento Emittenti Consob n. 11971/99. Gli schemi rilevanti per la comunicazione di quanto corrisposto agli amministratori sono i numeri 1 e 2 dell'allegato 3C al predetto regolamento. Dallo Schema 1 discende la classificazione delle diverse componenti della retribuzione totale fornita nel paragrafo 1.3.2.

La figura dell'amministratore

Figura I.6 - Compensi corrisposti agli amministratori di Fiat S.p.A. nel 2006

Figura I.6a - Schema 1

Compensi corrisposti agli Amministratori, ai Sindaci, ai Direttori Generali ed ai Dirigenti con responsabilità strategiche (migliaia di euro) (art.78 Reg. Consob n.11971/99)									
Cognome e nome	Carica ricoperta nel 2006	Periodo di carica	Scad. carica (*)	Emolumenti per la carica	Benefici non monetari (**)	Bonus e altri incentivi	Altri compensi	Totale	
Luca Cordero di Montezemolo	Amministratore Presidente	01/01-31/12/2006	2009	550,0	1)	9,1	1.000,0	5.484,0	7.043,1
John Elkann	Amministratore Vice Presidente	01/01-31/12/2006	2009	550,0	3)	24,5			574,5
Sergio Marchionne	Amministratore Delegato	01/01-31/12/2006	2009	2.000,0		4.228,0	368,8		6.596,8
Andrea Agnelli	Amministratore	01/01-31/12/2006	2009	77,0			4)	5)	77,0
Roland Berger	Amministratore	03/05-31/12/2006	2009	48,3					48,3
Tiberto Brandolini d'Adda	Amministratore	01/01-31/12/2006	2009	77,0					77,0
Luca Garavaglia	Amministratore	01/01-31/12/2006	2009	92,0					92,0
Gian Maria Gros Pietro	Amministratore	01/01-31/12/2006	2009	92,0					92,0
Hermann Josef Lambert	Amministratore	01/01-31/12/2006	2009	92,0					92,0
Virgilio Marrone	Amministratore	01/01-31/12/2006	2009	77,0					77,0
Vittorio Mincato	Amministratore	01/01-31/12/2006	2009	89,0					89,0
Pasquale Sistorio	Amministratore	01/01-31/12/2006	2009	80,0					80,0
Carlo Sant'Albano	Amministratore	03/05-31/12/2006	2009	48,3					48,3
Ratan Tata	Amministratore	03/05-31/12/2006	2009	39,3					39,3
Mario Zibetti	Amministratore	01/01-31/12/2006	2009	101,0					101,0
Angelo Benessia	Amministratore	01/01-03/05/2006		40,8					40,8
Flavio Cotti	Amministratore	01/01-03/05/2006		34,8					34,8
Daniel John Winteler	Amministratore	01/01-03/05/2006		31,8					31,8
Carlo Pasteris	Presidente del Collegio Sindacale	03/05-31/12/2006	2009	41,9			3,0		44,9
Giuseppe Camosci	Sindaco	01/01-31/12/2006	2009	42,0					42,0
Cesare Ferrero	Presidente del Collegio Sindacale	01/01-03/05/2006		49,1			40,0		89,1
Giorgio Ferrino	Sindaco	03/05-31/12/2006	2009	14,1					14,1
Dirigenti con responsabilità strategiche (***)				0,0	119,0	6.667,0	11.876,0		18.662,0
					10)	11)	12)		13)

(*) anno in cui si tiene l'Assemblea di approvazione del bilancio in occasione della quale scade il mandato.
 (***) sono costituiti dall'eventuale utilizzo di mezzi di trasporto a titolo personale.
 (***) Include 17 dirigenti.
 1) Il compenso annuo lordo per la carica di Presidente è di 500.000 euro.
 2) Compenso per la carica ricoperta nella società controllata Ferrari, comprensiva della parte variabile. A partire dal quarto anno di mandato come Presidente Ferrari maturerà il diritto a percepire, in caso di interruzione del rapporto di collaborazione, un capitale rateale in venti anni, pari al massimo, dopo dieci anni, a cinque volte l'emolumento annuo fisso. Il relativo accantonamento operato da Ferrari nel 2006 è stato pari a 593,3 migliaia di euro.
 3) Il compenso annuo lordo per la carica di Vice Presidente è di 500.000 euro.
 4) Trattasi di compenso variabile subordinato al raggiungimento di predeterminati obiettivi relativi al budget annuale e comunque non superiore a 2,5 volte il compenso annuo lordo fisso.
 5) Comprende il compenso per cariche ricoperte nella società controllata IIF e BUC (368,8 migliaia di euro); non comprende il compenso per la carica ricoperta in Fiat Auto S.p.A. (500 migliaia di euro) in quanto non percepito e riversato a Fiat S.p.A. Nell'anno 2006 la Società ha accantonato 771 migliaia di euro come trattamento di fine carica a favore dell'Amministratore Delegato.
 6) Compenso riversato a IIF S.p.A.
 7) Compenso riversato a IFL Investments S.p.A.
 8) Compenso per la carica di Rappresentante comune degli azionisti di risparmio, ricoperta fino al 20 aprile 2006.
 9) Compenso per la carica di Presidente del Collegio Sindacale di Fiat Auto S.p.A.
 10) Include i fringe benefits.
 11) E' indicata la parte variabile del compenso.
 12) Include le retribuzioni da lavoro dipendente, le somme corrisposte a seguito di risoluzione del rapporto di lavoro pari a 3.318,0 migliaia di euro, ed i compensi non riversati per cariche ricoperte in società controllate.
 13) Non include i contributi previdenziali a carico del datore di lavoro.

Fonte: Bilancio Fiat 2006

Figura I.6b - Schema 2

Stock-Option attribuite ad Amministratori e Direttori Generali e Dirigenti con responsabilità strategiche (art. 78 Regolamento Consob n. 11971/99)														
Beneficiario	Carica ricoperta alla data di attribuzione	Opzioni detenute all'inizio dell'esercizio			Opzioni assegnate nel corso dell'esercizio			Opzioni esercitate nel corso dell'esercizio			Opzioni detenute alla fine dell'esercizio			
		Numero opzioni	Prezzo medio di esercizio (mm/€)	Periodo di esercizio (mm/aa)	Numero opzioni	Prezzo medio di esercizio (mm/€)	Periodo di esercizio (mm/aa)	Numero opzioni	Prezzo medio di esercizio all'esercizio	Prezzo medio di esercizio all'esercizio	Numero opzioni	Numero opzioni	Prezzo medio di esercizio (mm/€)	Periodo di esercizio (mm/aa)
Paolo Fresco	Presidente	2.250.000	20,614	07/01-01/10							2.250.000	20,614	07/01-01/10	
Sergio Marchionne	Amministratore Delegato	10.670.000	6,593	06/08-01/11 *							10.670.000	6,593	06/08-01/11	
Dirigenti con responsabilità strategiche		801.000	18,572	02/01-09/10				40.000	10,387	14,14	192.600	588.400	17,709	02/01-09/10

* Le opzioni sono per 1/3 esercitabili solo al raggiungimento di obiettivi di redditività predeterminati per entità e periodo di riferimento

Si ricorda che, come indicato alla nota n. 20 in data 3 novembre 2006 il Consiglio di Amministrazione di Fiat S.p.A. ha approvato un piano di stock option, che conferisce a più di 300 manager del Gruppo, tra cui quelli con responsabilità strategiche, e all'Amministratore Delegato il diritto di acquistare n. 10.000.000 di azioni ordinarie Fiat S.p.A. al prezzo prefissato di 13,37 euro per azione. In particolare, le opzioni attribuite ai manager e le n. 5.000.000 di opzioni attribuite all'Amministratore Delegato hanno un periodo di maturazione di quattro anni, in quote paritetiche annuali, subordinato al raggiungimento di prestabiliti obiettivi di redditività nel periodo di riferimento e sono esercitabili a partire dall'approvazione del bilancio relativo all'esercizio 2010. Le residue n. 5.000.000 di opzioni anch'esse soggette ad un periodo di maturazione quadriennale in quote paritetiche annuali, sono esercitabili a partire da novembre 2010. L'esercizio delle opzioni è inoltre subordinato a specifici vincoli temporali di durata del mandato.

Fonte: Bilancio Fiat 2006

Caso a se stante è quello dell'attribuzione di *stock options*. Sia il trattamento contabile sia l'informativa che le società devono fornire in merito è peculiare¹⁶⁵ (Si veda Figura I.6b). Sul piano degli adempimenti contabili, la questione dell'opportunità di procedere alla rilevazione contabile del valore delle *stock options* - cioè dell'imputazione di tale costo di gestione a conto economico - assegnate ai dipendenti dell'impresa, e delle modalità attraverso le quali tale valore debba eventualmente transitare nei conti dell'impresa, ha rappresentato per anni oggetto di dibattito. Soluzione a tale dibattito è stata data nel Febbraio 2004 con la pubblicazione da parte dell'International Accounting Standard Board (IASB)¹⁶⁶ dell'IFRS¹⁶⁷2 (*Share Based Payment*), avente per oggetto i principi contabili per la rilevazione nei bilanci delle

¹⁶⁵ Come specificato nelle istruzioni contenute nell'Allegato 3c, al Regolamento Emittenti Consob per la compilazione dello Schema 2: "L'assegnazione gratuita di azioni andrà registrata come assegnazione e contestuale esercizio di opzioni con prezzo di esercizio pari a zero".

¹⁶⁶ La normativa IAS è stata introdotta in Italia nel 2005 con il D.Lgs. n.38/05 di recepimento del regolamento CE n. 1606/02. Tale regolamento indica le società obbligate ad adottare i criteri IAS-IFRS con un margine di potenziale allargamento delle obbligate lasciato al recepimento della normativa da parte di ciascun stato membro. In base al D.Lgs. n. 38/05 l'applicazione dei principi IAS può essere riepilogata come segue: (1) OBBLIGO DAL BILANCIO CONSOLIDATO 2005: Società quotate; Banche; Assicurazioni; Sim; Sgr; Società con Strumenti Finanziari diffusi; Enti Finanziari Vigilati (2) OBBLIGO DAL BILANCIO DI ESERCIZIO 2006: Società quotate; Banche; Assicurazioni; Sim; Sgr; Società con Strumenti Finanziari diffusi; Enti Finanziari Vigilati (3) FACOLTA DAL CONSOLIDATO 2005 PER COLLEGATE E CONTROLLATE DI: Società quotate; Banche; Assicurazioni; Sim; Sgr; Società con Strumenti Finanziari diffusi; Enti Finanziari Vigilati (4) FACOLTA DAL BILANCIO DI ESERCIZIO DA DEFINIRE: Società diverse dalle precedenti e da quelle che redigono il bilancio in forma abbreviata (5) ESCLUSIONE DELL'APPLICAZIONE NEL BILANCIO DI ESERCIZIO: Società con bilancio in forma abbreviata (ex art. 2435-bis c.c.). Ai fini della comparabilità obbligatoria dei dati di bilancio di esercizi successivi, inoltre, coloro che si troveranno a dovere adottare nel 2005 i principi IAS, dovranno predisporre i dati comparativi adottando gli opportuni procedimenti sui dati per renderli IAS compliant sin dal 2004. L'altra principale fonte della normativa IAS è il regolamento CE n.1725/03 che dispone l'adozione operativa degli IAS in conformità alle disposizioni fornite dal S.I.C. (Standing Interpretations Committee. Si tratta dell'organo deputato alle interpretazioni applicative degli IAS).

¹⁶⁷ IFRS: International Financial Reporting Standard.

imprese delle forme di retribuzione legate ai prezzi azionari¹⁶⁸. L'IFRS2 ha definitivamente stabilito che l'assegnazione di *stock options*, come pure d'ogni altra tipologia di retribuzione a base azionaria, analogamente ad ogni altra forma di compenso, rappresenta il corrispettivo per il percepimento da parte dell'impresa di una serie di beni o servizi offerti dai destinatari. Come tale, l'assegnazione comporta la nascita di un costo di produzione che deve risultare nella contabilità dell'impresa. Nella tabella seguente sono riportate le disposizioni contabili in tema di strumenti di retribuzione a base azionaria introdotte dall'IFRS2.

¹⁶⁸ Negli Stati Uniti, la prima regolamentazione della rilevazione contabile degli strumenti retributivi a base azionaria risale al 1972 promulgata dall'Accounting Principles Board: Opinion n.25, Accounting for Stock Issued to Employees. La regolamentazione vigente in materia risale, però, al Dicembre 2004, con la pubblicazione del FAS 123 (*revised* 2004) da parte del Financial Accounting Standard Board (FASB). I principi adottati dal FASB e dallo IASB con riferimento alla retribuzione a base azionaria dei dipendenti, nonostante presentino alcune differenze di impostazione, risultano ampiamente ispirati da una logica contabile comune (Si veda FAS123(revised 2004), Appendix B).

Tabella I.9 - Trattamento contabile delle stock options secondo le disposizioni contenute nell'IFRS2

Contabilità delle Stock options secondo le disposizioni dell'IFRS2					
1. Prestazione offerta dagli assegnatari	Beni		Servizi		
2. Momento di rilevazione del Costo	Al percepimento da parte dell'impresa		Grant Date		
3. Stima del Costo	Stima Diretta		Stima Indiretta		
4. Quantificazione del Costo	Valore dei Beni percepiti dall'impresa		Fair Value degli strumenti finanziari emessi come corrispettivo: Fair Value Unitario * Numero degli strumenti Emessi		
5. Stima del Fair Value			Vesting Conditions	Non-Market Vesting Conditions	Market Vesting Conditions
			Fair Value Unitario	Option Pricing Model (Le condizioni di vesting non devono essere implementate nella valutazione)	Option Pricing Model con implementazione delle condizioni di vesting nella valutazione
			Numero degli strumenti	Stima del numero degli strumenti assegnati il primo anno di partenza del piano in funzione delle condizioni di vesting	Numero degli strumenti finanziari assegnati nel complesso
			Rivalutazione del Costo	Correzione annuale del numero di strumenti resi disponibili in base alle condizioni di vesting ed alla maturity degli stessi	Assente: il Fair Value stimato è tenuto costante lungo tutta la durata del piano
6. Imputazione del Costo	Vesting Conditions	Assenza di Vesting Period	Vesting Period noto alla Grant Date	Market Vesting Conditions	Non-Market Vesting Conditions
	Tipologia del costo	Costo Annuale	Costo Pluriennale	Costo Pluriennale	Costo Pluriennale
	Periodo di Ammortamento	Assente	Vesting Period	Stimato in modo coerente con il modello di Option Pricing utilizzato nella stima del Fair Value Unitario	Vesting Period stimato in funzione dell'avverarsi o meno delle condizioni di vesting
	Rivalutazione del Periodo di Ammortamento	Assente	Assente	Assente	Annualmente prevista in funzione di nuove informazioni sulle condizioni di vesting

Osservazioni:

Rilevazione del costo delle stock options. L'assegnazione di *stock options*, o in generale di strumenti partecipativi del capitale, origina un costo per l'impresa emittente ogni qualvolta i beni o i servizi percepiti dall'impresa, non siano configurabili come un *asset* patrimoniale. L'assegnazione di *stock options*, pertanto, genera contabilmente: la rilevazione di un costo a conto economico (Costo *stock options*) nell'anno di *granting* (la cui entità dipenderà dalle caratteristiche del piano di incentivazione) ed un aumento per un valore corrispondente di una relativa posta nello stato patrimoniale (Costo cumulato *stock options*) che rimane comunque iscritta, anche dopo l'eventuale esercizio delle opzioni, a evidenza delle risorse acquisite dall'impresa attraverso l'emissione di strumenti finanziari. Al momento dell'esercizio delle *stock options* l'impresa: riceve un ammontare pari al prezzo di esercizio moltiplicato per il numero di opzioni esercitate e procede all'emissione di un numero di azioni pari al numero delle opzioni. L'ammontare ricevuto è riflesso: per la parte corrispondente al valore nominale delle azioni emesse in un incremento del capitale sociale e per la restante in un'apposita voce tra le riserve di capitale (Riserva sovrapprezzo emissione azioni).

Non-Market Vesting Conditions vs Market Vesting Conditions. Tra le prime rientrano condizioni di assegnazione quali la permanenza in servizio per un certo numero di anni o il raggiungimento di alcune variabili di *performance* contabile, mentre le seconde sono tutte quelle condizioni di *vesting* legate a variabili di mercato (ad esempio un livello di prezzo che le azioni devono raggiungere prima della scadenza affinché le opzioni possano essere esercitate). Si noti che solo le *Market Conditions* impattano, tipicamente negativamente, sul *fair value* unitario delle *stock options* assegnate. Viceversa le *Non-Market Conditions* influenzano il numero dei diritti che periodicamente assegnati.

Rivalutazione del Costo. Se stimato indirettamente, il costo dei servizi dell'impresa è un valore derivato. Pertanto, se in data successiva alla sua rilevazione (*Grant Date*), il valore degli strumenti finanziari utilizzato per la sua quantificazione subisce dei cambiamenti, tale costo risulta, in linea di principio, diverso da quello precedentemente rilevato. In tale proposito lo IASB ha optato per la costanza del valore unitario delle opzioni rilevato alla data di assegnazione e per un'eventuale rivalutazione del costo totale delle *stock options* da ottenersi tramite variazione del numero degli strumenti assegnati (Le motivazioni di tale scelta sono da trovarsi nei principi base degli IFRS. Si veda IFRS2: Basis for Conclusions). La rivalutazione del costo storico rilevato si pone solo con riferimento ai piani di opzioni che inglobano delle *Non-Market Vesting Conditions*. In questa fattispecie alla data di assegnazione l'impresa deve stimare il numero dei diritti, che in relazione al verificarsi di tutte le condizioni di *vesting*, saranno prevedibilmente assegnati. Nel corso del periodo di *vesting*, tale stima deve tuttavia essere corretta se, informazioni poi pervenute (scadenza di alcune opzioni, non raggiungimento della condizione di *vesting*), inducono a ritenere che il numero degli strumenti che risultano effettivamente assegnati possa differire dalla stima fatta in precedenza. Si noti che la rivalutazione del costo storico non si pone nel caso delle *Market Vesting Conditions*. Questo poiché, in questi casi, alla *grant date*, l'impresa emittente è in grado di determinare con certezza il numero di titoli che saranno assegnati nonché il *fair value* unitario (Il senso è che tali condizioni sono già implementate, al momento della determinazione del *fair value*, nel modello di *pricing*).

Ammortamento del costo. Se l'assegnazione degli strumenti finanziari avviene a fronte di una prestazione di beni o servizi avente natura pluriennale (presenza di un *vesting period*), il costo totale relativo dovrà essere ripartito nei vari esercizi di pertinenza in base ad un certo piano di ammortamento dello stesso, secondo le prassi contabili utilizzate dall'impresa. (Contabilmente: per ogni esercizio del *vesting period* si avrà: un Costo *stock options*, pari al valore totale diviso per il numero degli anni del periodo di ammortamento, nel conto economico e pari incrementi annui nel conto dello stato patrimoniale Costo cumulato *stock options* fino al raggiungimento del valore totale delle opzioni emesse)

Rivalutazione del periodo di ammortamento in caso di Non-Market Vesting Conditions. La stima del periodo di ammortamento effettuata dall'impresa alla *grant date*, deve essere modificata se informazioni in seguito raccolte indicano che l'effettiva durata del *vesting period* possa essere differente rispetto alla stima precedente. In tal caso anche i conti dell'impresa dovranno essere modificati per tenere conto della nuova durata stimata.

Determinazione del Fair Value. L'IFRS2 non specifica vincoli nella determinazione del *fair value* delle opzioni emesse. In tal proposito la sola indicazione fornita precisa che in sede di valutazione, si deve optare per le stesse scelte che un operatore avrebbe ragionevolmente operato per determinare il prezzo delle opzioni nell'ambito di una libera transazione di mercato (IFRS2, B5,B11). Se da un lato all'impresa emittente è lasciata ampia libertà nella scelta del modello di *option pricing* da utilizzare, dall'altro sono elencati gli elementi che non possono non concorrere alla valutazione del *fair value* delle opzioni (il prezzo di esercizio, la *maturity* e le condizioni di *vesting* dell'opzione; il prezzo corrente, i dividendi attesi, la volatilità attesa delle azioni sottostanti; il tasso privo di rischio) e alcuni criteri indicativi per la loro determinazione (Si veda IFRS2, B6, B18, B37,B41).

Impatto delle condizioni di vesting sulla distribuzione dei costi di un piano di stock options. Il ricorso a condizioni di mercato, genera, *ceteris paribus*, un (minore) (data l'implementazione di clausole *price-relevant* a favore dell'emittente) costo per l'impresa che però resta costante per tutta la durata del piano di incentivazione (Anche qualora le condizioni di mercato, e quindi quelle di *vesting*, dovessero ridurre il valore delle opzioni emesse dall'impresa). Il ricorso a condizioni non di mercato genera, *ceteris paribus*, un maggior costo nel conto economico dell'anno di assegnazione (la società deve, infatti, riportare il valore di tutte le opzioni assegnabili, e il valore unitario delle stesse è maggiore data la mancanza di clausole). Tale maggior costo è, però suscettibile di rettifiche negli esercizi seguenti, nel caso le condizioni di *vesting* non siano soddisfatte (al limite, se nessuna delle condizioni di *vesting* è soddisfatta, le susseguenti rettifiche annuali possono annullare completamente il costo del piano di incentivazione).

Il processo di uniformazione contabile del trattamento degli strumenti retributivi a base azionaria, che, come è già stato sottolineato, è arrivato a conclusione nel 2004 con la pubblicazione dell'IRFS2 (e del FAS123 *revised* 2004 da parte del FASB), è la risposta a un'esigenza che da tempo si era andata manifestando nei mercati finanziari internazionali. Il trattamento contabile applicato alle *stock options* prima del 2004¹⁶⁹, ha, infatti, da un lato, contribuito enormemente al diffondersi di tale metodologia retributiva, ma, dall'altro, si è rivelato essere causa di distorsioni nella stima delle *performances* aziendali¹⁷⁰. Con riferimento agli Stati Uniti, di fatto il paese principale per tempistica e quantità di utilizzo delle *stock options*, la normativa contabile pre-vigente al FAS123(*revised* 2004) imponeva di rilevare nel conto economico, quale costo del personale, solo il valore intrinseco delle opzioni concesse (APB Opinion No. 25, 1972)¹⁷¹. Qualora le *stock options*

¹⁶⁹ In Italia, prima dell'introduzione dell'IFRS2, l'assegnazione delle opzioni ai dipendenti non era considerata un costo e quindi non era rappresentata a bilancio. Le norme cui ci si rifaceva erano prevalentemente quelle civilistiche, che prevedevano peraltro solo l'emissione di azioni ai dipendenti, e, non esistendo vecchi principi contabili italiani in merito, si tentava di adattare gli *standards* che venivano emanati dal FASB.

¹⁷⁰ È stato empiricamente dimostrato che il trattamento contabile delle forme di retribuzione legate al prezzo azionario condiziona: le scelte (Hall e Murphy 2000; Jain e Subramanian 2002) e i comportamenti delle imprese (Murphy, 2002, rileva una riduzione delle imprese statunitensi che fanno ricorso al *repricing* delle opzioni dopo l'introduzione, nel Dicembre del 1998, di una norma che ha imposto alle imprese che fanno ricorso a tale pratica di contabilizzare negli anni successivi le variazioni nel valore delle opzioni assegnate ai propri dipendenti) e la valutazione espressa dai mercati finanziari (Aboody, Barth e Kasznik, 2004, documentano una correlazione positiva tra i prezzi azionari e il valore dei costi delle opzioni imputati a conto economico e una reazione positiva del mercato statunitense all'annuncio da parte delle imprese di procedere alla contabilizzazione del costo delle opzioni; Li, 2002, giunge ai medesimi risultati studiando la reazione del prezzo azionario in corrispondenza della divulgazione da parte delle imprese del valore delle *stock options* emesse).

¹⁷¹ L'impostazione contabile contenuta nell'Opinion No.25 dell'APB è quella che è stata poi ripresa nel FAS123 e nell'IFRS2. Era previsto, infatti, qualora il piano di incentivazione avesse avuto natura pluriennale, la nascita di un costo da ripartirsi negli esercizi di pertinenza del piano e, nel caso di *variable plans*, quelli cioè per i quali alla data di assegnazione non sono noti il numero dei diritti ovvero, nel caso di opzioni, le condizioni per l'esercizio da parte dell'assegnatario, la rivalutazione annuale dei costi rilevati negli esercizi precedenti. Si noti però, che, qualora le *stock options* assegnate fossero state *at the money*, nessuna rilevazione transitava nei conti dell'impresa e di

assegnate fossero state *at the money*¹⁷², l'impresa emittente si trovava, pertanto, ad avere retribuito alcuni fattori produttivi, tipicamente i propri *managers*, senza dovere rilevare alcun costo relativo. Conseguenza di ciò è stata, come già sottolineato, la diffusione di tale metodologia retributiva, ma anche una sopravvalutazione della *performance* delle imprese che ve ne facevano ricorso e quindi anche una sopravvalutazione delle azioni delle stesse. A tale proposito il New York Times fornisce alcuni chiari esempi¹⁷³.

“ General Electric, the nation’s biggest company by stock market value, yesterday joined a small but growing group of companies that are changing how they account for stock options. G.E. went even further by saying that top executives would no longer be allowed to take profits immediately after cashing in options.(...)As Coca-Cola, the Washington Post Company, Bank One and Amazon.com have done in recent weeks, G.E. announced that it would begin to account for the value of stock options granted to employees as an expense, thereby reducing reported earnings.”

fatto l'utilizzo di *stock options* non impattava sul bilancio. La prima modifica della normativa contabile USA in tema di *stock options* è intervenuta nel 1995 con la pubblicazione del FAS123 da parte del FASB, seguito alla pubblicazione di un *Exposure Draft: Accounting for stock-based compensation* con il quale il criterio del valore implicito era sostituito con quello del *fair value*. A fronte delle reazioni negative prodotte dal documento del 1993, il FAS123: da un lato concedeva alle imprese la facoltà di inserire, tra i costi del personale, il *fair value* delle opzioni concesse, determinato alla data di emissione, dall'altro, lasciava loro la possibilità, alternativa, di continuare ad applicare l'Opinion No. 25 ma con un adeguato livello di *disclosure* nelle note di bilancio. Di fatto le imprese hanno continuato a inserire a bilancio solo il valore intrinseco delle opzioni assegnate. Solo nel 2002, anche a seguito di alcuni scandali finanziari, si è registrata l'adesione volontaria di alcune importanti società quotate statunitensi ai principi del FAS123 (Oltre a quelle citate nel testo: AMB Property Corp, Dole Food Corp, Sovereign Bancorp, Valley National Bancorp, Wachovia Corp. Si veda Ernst&Young LLP 2002). Nel 2004, il numero di imprese che aveva inserito volontariamente in conto economico il *fair value* delle *stock options* emesse era superiore a cinquecento (Si veda Bear Sterns, 2004).

¹⁷² Hall, Murphy, 2000 e Jain, Subramanian, 2002, documentano che la quasi totalità dei piani adottati dalle imprese negli Stati Uniti ha per oggetto l'assegnazione di opzioni *at the money*.

¹⁷³ The New York Times, *G.E. is latest to reconfigure stock options*, 1 Agosto 2002 e The New York Times, *Cisco profit falls as stock option expenses begin*, 10 Novembre 2005.

e ancora:

“Cisco Systems, the network equipment maker, posted lower fiscal first-quarter earnings and higher sales on Wednesday in the first report since it was required to treat employee stock options as a business expense. Cisco, which with other Silicon Valley companies lost an extended fight against being required to change options accounting, said profit would have grown over last year without the \$228 million charge, required by a Financial Standards Accounting Board decision”.

Per quanto detto, pertanto, il trattamento contabile delle *stock options* antecedente all'applicazione dell'IFRS2 (o del FAS123(revised 2004)) rendeva possibile “nascondere” parte di un costo di un fattore produttivo introducendo vantaggi impliciti nell'utilizzo di tali forme retributive. Alla società emittente, infatti, fatto cento quanto corrisposto a un amministratore, conveniva corrispondere la maggior parte della somma sotto forma di remunerazione *equity-based*, che, come si è visto, non rappresentava un costo “contabile”. È sulla base di questo ragionamento, che alcune società hanno iniziato ad assegnare opzioni ai propri amministratori che fossero *deep in the money*. In tale maniera, di fatto, la società emittente conferisce a parte del compenso *cash* percepito da un amministratore - la differenza fra il prezzo di esercizio delle opzioni e il valore corrente delle azioni sottostanti - una “forma” che risulta per essa non costosa - appunto, non rappresentando il costo delle *stock options* assegnate un costo contabile come invece lo avrebbe rappresentato la corrispondente somma conferita come retribuzione *cash* -. Un esempio della prassi sopra descritta, con riferimento al contesto italiano, è costituito dal piano deliberato il 30 Settembre 1997 dal consiglio di amministrazione della controllante Ifi S.p.A. a favore dell'amministratore delegato e direttore generale delle controllanti Ifi S.p.A. e Ifil S.p.A., Gabriele Galateri, e dei *top managers* della controllata (tramite Ifil S.p.A.) Juventus Fc S.p.A., tra i quali l'amministratore delegato Antonio Giraudo, il direttore generale Alessandro Moggi e il vicepresidente Roberto Bettega. Il piano di *stock options* prevedeva la possibilità di comprare azioni della Juventus Fc S.p.A. a 0,21 euro l'una, quando il loro collocamento in

borsa, avvenuto nel Dicembre 2001, fu fatto a 3,7 euro per azione. La figura 7 mostra gli esiti, in termini di plusvalenze reali o virtuali, prodotti da tale piano retributivo.

Figura I.7 - Stock options sui titoli Juventus

	Azioni comprate (1) (periodo)	Azioni vendute (periodo)	Guadagno	Az. tuttora possedute
Antonio Giraudo	5.980.100 (nov-dic 2001)	1.600.000 (dic 2001)	5.584.000	4.380.100
Gabriele Galateri di Genola	520.005 (nov-dic 2001)	520.005 (2002)	1.800.000 (2)	—
Roberto Bettega	347.525 (giu-dic 2002)	—	—	347.615 (3)
Luciano Moggi	347.525 (giu-dic 2002)	—	—	347.530 (3)

Fonte: Bilanci Ifil e Juventus.

Estratto da :*Per i dirigenti stock option d'oro*, Sole24Ore del 17 Maggio 2006 Towers Perrin.

Note: (1) Prezzo di esercizio 0,21 euro; (2) Valore stimato in base al prezzo di vendita delle azioni nel collocamento di Dicembre 2001 (3,7 euro); (3) Bettega possedeva 90 azioni prima dell'esercizio delle *stock options*, Moggi possedeva 5 azioni prima dell'esercizio delle *stock options*.

Nel Novembre del 2001: Antonio Giraudo ha esercitato 1,6 milioni di opzioni e ne ha sottoscritto un ulteriore pacchetto avente a oggetto 4.380.100 azioni, mentre Gabriele Galateri ha esercitato 520.005 opzioni. Al collocamento, Giraudo ha venduto le azioni appena ottenute ottenendo una plusvalenza di 5,58 milioni di euro - cui va sommato il valore intrinseco del secondo pacchetto di opzioni stimato attorno ai 7 milioni di euro -. Galateri invece si è liberato delle azioni ottenute a Novembre 2001 solo nel 2002 ottenendo una plusvalenza stimata pari a 1,8 milioni di euro. Un utilizzo analogamente opportunistico, e assai diffuso¹⁷⁴ delle *stock options*, è il *backdating*. Tale prassi consiste nell'assegnare opzioni predate, rispetto all'effettiva data di assegnazione, ai propri dipendenti. (Si veda Figura I.8).

¹⁷⁴ A Novembre del 2006, fenomeni di *backdating* sono stati identificati, dalla SEC, in più di 130 imprese statunitensi ed hanno portato al licenziamento o alle dimissioni di più di 50 tra dirigenti e amministratori di tali imprese. Tra le imprese coinvolte in tale scandalo: la Broadcom Corp., la UnitedHealth Group e la Converse Technology. Attualmente sono sotto investigazione della SEC, per *backdating*, la Apple Inc. e la Dell Inc. Per informazioni e approfondimenti si veda: www.sec.gov/news/press.

Figura I.8 - Timeline del backdating delle stock options



Fonte: Wall Street Journal.

Note: Il grafico riporta l'andamento del prezzo dell'azione sottostante il contratto di opzione per l'anno fiscale terminante il 31/01/1999.

In genere, le opzioni assegnate sono *at the money* alla data fittizia di *granting*. Tuttavia, poiché tale data è fissata opportunisticamente *ex-post* in corrispondenza dei giorni in cui il prezzo dell'azione sottostante ha toccato i livelli minimi, le *stock options*, al momento dell'effettiva assegnazione, risultano *deep in the money*. In questo senso il vantaggio connesso a tale pratica è bidirezionale: la società figura come emittente di opzioni *at the money*, che non comportano la creazione di un costo contabile, dall'altro l'assegnatario si trova, di fatto, a ricevere un ulteriore compenso *cash*. L'assegnazione di opzioni incorporanti un valore intrinseco positivo, così come la prassi del *backdating*, non costituiscono in se per se un reato. Un reato si configura solo nel momento in cui le opzioni sono assegnate in tempi e con modalità non approvate nel piano di incentivazione: l'assegnazione di strumenti finanziari infatti, come ogni altra forma di retribuzione degli amministratori, deve passare per il vaglio dell'assemblea degli

azionisti¹⁷⁵. Entrambe le prassi descritte però, conducono ad un'erronea quantificazione degli utili di periodo e quindi ad una sopravvalutazione degli strumenti finanziari dell'impresa emittente¹⁷⁶.

Dal punto di vista dell'informativa societaria, alcune caratteristiche dei piani retributivi di *stock options* sono sintetizzati, come si è visto, nello schema che le società quotate devono includere nella nota integrativa al bilancio (Si veda Figura I.6b). Oltre a ciò, vi sono ulteriori adempimenti, introdotti (1) dall'IFRS2 e (2) dalla nuova Legge sul Risparmio¹⁷⁷, che le società quotate devono adempiere riguardanti le informazioni da fornire in merito alla retribuzione corrisposta sotto forma di strumenti finanziari. L'IFRS2, a fronte dell'elevata soggettività che implementa nella determinazione del costo delle *stock options* da riportare nei conti dell'impresa, pone precisi obblighi di *disclosure* il cui scopo è quello di consentire, ai destinatari dell'informativa societaria, di comprendere pienamente la misura in cui l'impresa abbia fatto ricorso a forme di retribuzione a base azionaria, la natura specifica degli strumenti finanziari utilizzati e del valore ad essi attribuito¹⁷⁸. Pertanto, il bilancio delle imprese che devono rispettare i principi emanati dallo IASB, a nota della quantificazione del costo della retribuzione a base azionaria da inserire nei conti dell'impresa, deve riportare: (1) nel caso in cui oggetto d'assegnazione siano le *stock options*: il numero e il valore medio ponderato dei prezzi d'esercizio per ciascuno dei gruppi d'opzioni: in circolazione all'inizio dell'esercizio; assegnate nel corso dell'esercizio; annullate, esercitate ed estinte nel corso dell'esercizio; in circolazione alla fine

¹⁷⁵ La manipolazione dei termini di assegnazione delle *stock options*, non si esaurisce, nella pratica, con il *backdating*. Reati analoghi a quest'ultimo, nei confronti degli azionisti che hanno approvato il piano di assegnazione, sono quelli collegabili alle prassi di: (1) *bullet dodging* (ritardare l'assegnazione di opzioni fino alla comunicazione di cattive notizie al mercato); (2) *spring-loading* (settare l'assegnazione di opzioni subito in anticipo alla comunicazione di buone notizie al mercato).

¹⁷⁶ Il *backdating*, a seconda della normativa fiscale di riferimento, può comportare altresì evasione fiscale. Il valore intrinseco delle opzioni, alla data effettiva di *granting*, rappresenta infatti reddito fiscalmente rilevante. Si veda il paragrafo 1.3.3.

¹⁷⁷ Si veda Art. 16 della L. n. 262/05 oppure l'art.114-*bis* del T.U.F.

¹⁷⁸ Si veda IFRS2, paragrafo 44.

dell'esercizio; esercitabili alla fine dell'esercizio¹⁷⁹; (2) tutte le indicazioni necessarie alla comprensione delle modalità che hanno condotto alla stima dei valori degli strumenti finanziari assegnati quale corrispettivo¹⁸⁰; (3) gli effetti esercitati a conto economico di periodo dall'imputazione del costo degli strumenti finanziari assegnati ai dipendenti come corrispettivo per i beni e i servizi erogati¹⁸¹. L'art. 16 della legge n. 262/05¹⁸² stabilisce che, almeno quindici giorni prima del termine fissato per l'assemblea che deve deliberare i piani di compenso basati su strumenti finanziari a favore dei componenti del consiglio d'amministrazione proprio, oppure di società controllanti o controllate, la società emittente deve redigere e mettere a disposizione del pubblico¹⁸³ una relazione con le informazioni riguardanti: (1) le ragioni che motivano l'adozione del piano; (2) i destinatari; (3) le modalità e le clausole d'attuazione; (4)

¹⁷⁹ Le informazioni elencate sono quelle contenute nello schema 2, dell'allegato 3C del Regolamento Emittenti Consob n. 11971/99 che la Consob ha imposto sia allegato alla nota integrativa il bilancio delle società quotate. Queste ultime pertanto, nella pratica, adempiono l'obbligo imposto dal paragrafo 44 dell'IFRS2, semplicemente includendo tale schema nella nota.

¹⁸⁰ Si veda IFRS2 paragrafo 46. Le prescrizioni su tale punto sono caratterizzate da un elevato grado di dettaglio con particolare riferimento alla valutazione di *stock options*. In questo caso è, infatti, necessario indicare il modello utilizzato nel calcolo del valore delle opzioni, gli input del modello, la metodologia di stima prescelta e le ipotesi adottate per includere nella valutazione il potenziale esercizio anticipato dell'opzione da parte degli assegnatari. Viene inoltre richiesta l'indicazione delle modalità prescelte per la determinazione della volatilità attesa nonché dei criteri per includere nel *fair value* delle opzioni ogni altra caratteristica rilevante.

¹⁸¹ Si veda IFRS2 paragrafo 50.

¹⁸² Si veda in alternativa l'art.114-*bis*, T.U.F.

¹⁸³ Tale relazione, con la sola esclusione dei piani i cui beneficiari sono i componenti del consiglio di amministrazione di società controllanti la società emittente: (a) deve essere redatta secondo lo schema 7 dell'allegato 3A del Regolamento Emittenti Consob n. 11971/98; (b) deve essere messa a disposizione del pubblico presso la sede sociale dell'impresa, deve essere inviata a due agenzie di stampa, alla società che gestisce il mercato presso cui la società emittente è quotata, che provvede a metterlo a disposizione del pubblico, e contestualmente alla Consob (Art.66^{2,3} Regolamento Emittenti Consob n. 11971/98); (c) deve essere pubblicata sul sito internet della società emittente per un periodo pari alla durata dei piani retributivi trattati nella relazione. Si veda art.84-*bis*, Regolamento Emittenti Consob n. 11971/99. Il medesimo articolo, ai commi 3,4,5 e 6, stabilisce altresì che le società che adottano piani retributivi basati su strumenti finanziari devono informare, con le medesime modalità sopra descritte, il pubblico, di ogni tipo di nuova informazione riguardante tali piani.

le modalità per la determinazione dei prezzi o dei criteri per la determinazione dei prezzi per la sottoscrizione o l'acquisto delle azioni; (5) i vincoli di disponibilità gravanti sulle azioni o sui diritti attribuiti.

Per quanto detto si nota che anche l'informativa societaria in materia di retribuzione degli amministratori, con particolare attenzione a quella *equity-based*, è stata oggetto, negli ultimi anni, di numerose riforme. Anche in questo senso, la necessità di un processo d'innovazione nell'informativa, è stata la risposta al manifestarsi di un uso, *ex-post* distorto e opportunistico, delle varie tipologie di retribuzione¹⁸⁴, e in particolare delle *stock options*, da parte dei *managers* aziendali, volto alla massimizzazione della propria busta paga piuttosto che alla creazione di valore per gli azionisti. Le *stock options* assegnate, assumono maggiore valore quanto maggiore è il livello del prezzo assunto dalle azioni sottostanti e quanto maggiore è la volatilità dello stesso. L'assegnazione di opzioni, pertanto, nell'ottica del beneficiario che desidera massimizzare il proprio *pay-off*, non incorpora l'incentivo a creare valore per gli azionisti, ma quello della massimizzazione del valore di tali opzioni. Ciò può essere ottenuto dagli amministratori tramite politiche *ad hoc* assunte quali l'accettazione d'investimenti assai rischiosi, la contrazione di alti livelli di debito oppure tramite la manipolazione degli utili contabili (*cooking the books*).

1.3.5. La remunerazione degli amministratori nel Codice di Autodisciplina

Il Codice di Autodisciplina è il primo documento, nella normativa italiana, che, seppure con carattere solamente consiliare,

¹⁸⁴ In generale, nel momento in cui si è potuto conoscere quanto e come venivano pagati gli amministratori, il mercato, unitamente agli azionisti delle società in questione, non hanno mancato, direttamente o indirettamente, di disapprovare "retribuzioni "estreme". Esempi, in questo senso, sono quelli di Jack Welch e Richard Grasso, amministratori delegati della General Electric e del New York Stock Exchange, rispettivamente. Se il primo, nel Settembre 2002, ha visto "solamente" distrutta la sua reputazione dopo che si è saputo che non aveva comunicato agli azionisti i propri benefici pensionistici, il secondo, nel Settembre del 2003 è stato costretto a rassegnare le dimissioni dopo che si è venuto a sapere che avrebbe ricevuto un *golden parachutes* di circa 190 milioni di dollari.

indica i tre obiettivi che dovrebbero essere perseguiti tramite i pacchetti remunerativi corrisposti agli amministratori: (1) la creazione di un valido sistema d'incentivi che porti gli amministratori a profondere il massimo sforzo nell'espletamento dei compiti loro assegnati (o, dal punto di vista dell'azienda, a minimizzare il costo atteso del compenso corrisposto); (2) la fidelizzazione di tutta l'alta dirigenza¹⁸⁵ nell'ottica di attirare e trattenere gli amministratori dotati delle migliori capacità; (3) l'allineamento degli interessi degli amministratori con l'obiettivo della creazione di valore per gli azionisti nel medio-lungo periodo¹⁸⁶ (obiettivo che il codice accetta come fine ultimo dell'attività gestoria).

In funzione delle tre finalità di cui sopra, discende il diverso modello di compenso da applicare agli amministratori esecutivi e non¹⁸⁷. Poiché sono gli amministratori esecutivi, unitamente ai dirigenti con responsabilità strategiche, che di fatto danno esecuzione al consiglio di amministrazione, una parte significativa della remunerazione di questi ultimi deve essere legata ai risultati economici della società o al raggiungimento di obiettivi specifici¹⁸⁸. Per contro, dal momento che gli amministratori non esecutivi dovrebbero rivestire un ruolo a carattere più consiliare che gestorio, e dovrebbero quindi essere posti nelle condizioni di una prospettiva di giudizio più "lontana" da quella della società, la remunerazione di questi ultimi, dovrebbe essere commisurata principalmente all'impegno richiesto a ciascuno di essi, tenuto conto della partecipazione a uno o più comitati, e solo marginalmente legata ai risultati economici della società¹⁸⁹.

¹⁸⁵ Si veda art. 7.P.1, *Codice di Autodisciplina* (2006), Comitato per la Corporate Governance.

¹⁸⁶ Si veda art. 7.P.2, *Codice di Autodisciplina* (2006), Comitato per la Corporate Governance.

¹⁸⁷ Si veda paragrafo 1.3.

¹⁸⁸ Tali obiettivi dovrebbero essere preventivamente indicati dal consiglio di amministrazione o, nel caso dei dirigenti, dagli amministratori delegati (Si veda art. 7.C.1., *Codice di Autodisciplina* (2006), Comitato per la Corporate Governance).

¹⁸⁹ Nella medesima ottica funzionale è esplicitamente ribadito nel codice (art. 7.C.2., *Codice di Autodisciplina* (2006), Comitato per la Corporate Governance) che, salvo motivata delibera dell'assemblea dei soci, gli amministratori non esecutivi non possono essere destinatari di piani di incentivazione a base azionaria. Vero è,

Il codice auspica, poi, la creazione, all'interno del consiglio d'amministrazione, di un comitato per la remunerazione¹⁹⁰ che, di fatto, dovrebbe finire per assorbire tutti gli adempimenti di carattere consiliare, in materia di compenso degli amministratori, di norma di spettanza del consiglio¹⁹¹. La definitiva approvazione dei piani di remunerazione degli amministratori rimane, in ogni caso, di competenza di quegli organi investiti di tale dovere dalla legge: l'assemblea dei soci, che delibera su proposte del consiglio d'amministrazione, dopo che quest'ultimo ha sentito il parere del comitato, per la generalità degli amministratori, e del consiglio stesso, per gli amministratori investiti di particolari cariche. La condizione di buon funzionamento del comitato per la remunerazione è duplice: esso deve essere composto d'amministratori non esecutivi e per la maggioranza indipendenti¹⁹². Onde evitare, infine, che si possano creare situazioni di potenziale conflitto d'interesse, e che, quindi, ex-post, l'intero operato del comitato possa risultare nullo¹⁹³, è disposto che, comunque, nessun amministratore può partecipare alle riunioni del comitato in cui vengono formulate le proposte relative alla propria remunerazione¹⁹⁴.

La tabella seguente (Tabella I.10) è tratta dalla relazione annuale di Assonime relativa allo stato di adeguamento, nelle società

ragionando in senso inverso, che laddove un amministratore viene remunerato su base azionaria, diventa difficoltoso configurarlo come non esecutivo. Diventa altresì difficile spiegare la razionalità di un siffatto *setting* di compenso, in un'ottica di avversione al rischio dell'amministratore stesso, se non ricorrendo ad altre variabili determinanti la struttura del pacchetto di compenso.

¹⁹⁰ Si veda art. 7.P.3, *Codice di Autodisciplina* (2006), Comitato per la Corporate Governance.

¹⁹¹ Il comitato per la remunerazione deve, pertanto: (1) presentare al consiglio le proposte relative ai compensi degli amministratori che ricoprono particolari cariche; (2) valutare periodicamente i criteri adottati per la remunerazione dell'alta dirigenza; (3) vigilare sulla loro applicazione; (4) comunicare al consiglio ogni eventuale raccomandazione in materia di compenso degli amministratori (Si veda art. 7.C.3, *Codice di Autodisciplina* (2006), Comitato per la Corporate Governance).

¹⁹² Si vedano gli artt. al P.5, *Codice di Autodisciplina* (2006), Comitato per la Corporate Governance.

¹⁹³ Si veda paragrafo 1.2.2.

¹⁹⁴ Si veda art. 7.C.4, *Codice di Autodisciplina* (2006), Comitato per la Corporate Governance.

quotate, alle prescrizioni del Codice¹⁹⁵ e fornisce lo spunto per alcune considerazioni in merito alla costituzione, alla composizione, e al funzionamento del Comitato per la remunerazione.

¹⁹⁵ Si veda: Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2007), NOTE E STUDI N.112, Assonime ed Emittenti Titoli Assonime.

Tabella I.10 - Il Comitato per le remunerazioni negli emittenti azioni quotate in Borsa Italiana

COMITATO PER LE REMUNERAZIONI		ISTITUZIONE E COMPOSIZIONE														COMPITI E FUNZIONAMENTO												
		Società che hanno istituito il Comitato per le remunerazioni			Società che forniscono informazioni sulla composizione del Comitato			Numero degli amministratori nel Comitato	Amministratori ESECUTIVI (% rispetto al totale)		Amministratori NON ESECUTIVI (% rispetto al totale)		Amministratori INDIPENDENTI (% rispetto a totale)		Società che forniscono informazioni sulla presenza dei singoli amministratori alle riunioni del Comitato				Società che forniscono informazioni sui compiti assegnati al Comitato			Società che forniscono informazioni sui compiti effettivamente svolti dal Comitato			Società che forniscono informazioni sulla frequenza delle riunioni del Comitato			Numero riunioni
LISTINO	Anno	#	N°	%	#	N°	%	μ	μ	%	μ	%	μ	%	#	N°	%	μ	#	N°	%	#	N°	%	#	N°	%	μ
S&P	2007	38	34	89.5%	34	34	100.0%	3.9	0,3	5.9%	3.6	94.1%	2.4	65.5%	34	30	88.2%	0.89	34	34	100.0%	34	25	73.5%	34	33	97.1%	3.76
	2006	39	38	97.4%	38	38	100.0%	4.0	0,5	11.9%	3.5	88.1%	2.5	70.5%	38	28	73.7%	0.93	38	38	100.0%	38	28	73.7%	38	36	94.7%	3.83
	2005	38	38	100.0%	38	38	100.0%	3.8	0,3	7.0%	3.5	93.0%	2.2	59.8%	38	27	71.1%	0.94	38	38	100.0%	38	25	65.8%	38	36	94.7%	3.75
MIDEX	2007	42	37	88.1%	37	37	100.0%	3.2	0,2	8.6%	2.9	91.4%	2.1	70.6%	37	26	70.3%	0.93	37	30	81.1%	30	20	66.7%	37	31	83.8%	2.77
	2006	38	32	84.2%	32	32	100.0%	3.4	0,4	11.4%	3.0	88.6%	2.3	77.0%	32	21	65.6%	0.94	32	31	96.9%	32	17	53.1%	32	27	84.4%	2.63
	2005	25	20	80.0%	20	20	100.0%	3.3	0,4	11.3%	2.9	88.7%	1.8	62.5%	20	12	60.0%	0.91	20	20	100.0%	20	10	50.0%	20	20	100.0%	1.80
ALL STAR	2007	74	73	98.6%	73	73	100.0%	3.0	0,2	5.8%	2.8	94.2%	2.2	76.9%	73	40	54.8%	0.95	73	62	84.9%	62	26	41.9%	73	57	78.1%	1.86
	2006	70	65	92.9%	65	65	100.0%	3.1	0,4	11.7%	2.7	88.3%	2.0	72.6%	65	36	55.4%	0.95	65	61	93.8%	65	32	49.2%	65	54	83.1%	1.89
	2005	65	59	90.8%	59	58	98.3%	3.0	0,4	12.4%	2.7	87.6%	1.9	74.2%	59	33	55.9%	0.97	59	55	93.2%	59	30	50.8%	59	47	79.7%	1.72
di cui STAR	2007	53	52	98.1%	52	52	100.0%	3.1	0,2	6.3%	2.9	93.8%	2.2	77.2%	52	29	55.8%	0.96	52	43	82.7%	43	19	44.2%	52	40	76.9%	1.75
	2006	49	44	89.8%	44	44	100.0%	3.2	0,4	11.4%	2,8	88.6%	2.0	72.8%	44	27	61.4%	0.94	44	42	95.5%	44	23	52.3%	44	37	84.1%	1.76
	2005	44	38	86.4%	38	37	97.4%	3.2	0,4	13.1%	2,8	86.9%	2.1	77.1%	38	23	60.5%	0.98	38	36	94.7%	38	21	55.3%	38	31	81.6%	1.87
di cui TECHSTAR	2007	21	21	100.0%	21	21	100.0%	2.9	0,1	4.8%	2,8	95.2%	2.1	76.2%	21	11	52.4%	0.93	21	19	90.5%	19	7	36.8%	21	17	81.0%	2.12
	2006	21	21	100.0%	21	21	100.0%	3.0	0,4	12.3%	2,6	87.7%	1,9	72.2%	21	9	42.9%	0.97	21	19	90.5%	21	9	42.9%	21	17	81.0%	2.18
EXPANDI	2007	24	8	33.3%	8	8	100.0%	2.8	0,4	16.7%	2,4	83.3%	2,0	79.2%	8	1	12.5%	1.00	8	8	100.0%	8	2	25.0%	8	5	62.5%	1.00
	2006	17	4	23.5%	4	4	100.0%	3.0	0,3	6.3%	2,8	93.8%	1,5	58.3%	4	0	0.0%	n.a.	4	3	75.0%	4	1	25.0%	4	1	25.0%	1.00
ALTRE	2007	97	63	64.9%	63	62	98.4%	3.0	0,3	8.7%	2,8	91.3%	2,0	72.3%	62	39	62.9%	0.92	63	48	76.2%	48	25	52.1%	63	55	87.3%	1.58
	2006	105	62	59.0%	62	60	96.8%	2.9	0,3	10.0%	2,6	90.4%	1,8	69.1%	62	32	51.6%	0.94	62	55	88.7%	62	23	37.1%	62	49	79.0%	1.51
	2005	115	65	56.5%	65	64	98.5%	3.0	0,3	9.1%	2,7	90.9%	1,9	71.2%	65	36	55.4%	0.93	65	56	86.2%	65	24	36.9%	65	53	81.5%	1.56
BANK/ASS	2007	37	29	78.4%	29	29	100.0%	3,8	0,2	4.2%	3,7	95.8%	2,3	64.0%	29	22	75.9%	0.91	29	26	89.7%	26	15	57.7%	29	26	89.7%	2.81
	2006	44	35	79.5%	35	35	100.0%	4,1	0,3	6.0%	3,9	94.0%	2,9	73.2%	35	23	65.7%	0.92	35	35	100.0%	35	22	62.9%	35	30	85.7%	2.77
	2005	42	33	78.6%	33	33	100.0%	4,0	0,2	3.3%	3,9	96.7%	2,8	70.7%	33	21	63.6%	0.91	33	33	100.0%	33	20	60.6%	33	29	87.9%	2.48
ALTRE	2007	238	186	78.2%	186	185	99.5%	3,1	0,2	8.1%	2,8	91.9%	2,1	74.1%	185	114	61.6%	0.93	186	156	83.9%	156	83	53.2%	186	155	83.3%	2.16
	2006	225	166	73.8%	166	164	98.8%	3,1	0,4	12.1%	2,7	88.0%	1,9	71.2%	166	94	56.6%	0.95	166	153	92.2%	166	79	47.6%	166	137	82.5%	2.21
	2005	202	150	74.3%	150	148	98.7%	3,0	0,4	11.1%	2,6	88.9%	1,8	69.6%	150	85	56.7%	0.95	150	137	91.3%	150	69	46.0%	150	123	82.0%	2.08
TOTALE	2007	275	215	78.2%	215	214	99.5%	3,2	0,2	7.6%	2,9	92.4%	2,1	72.8%	214	136	63.6%	0.92	215	182	84.7%	182	98	53.8%	215	181	84.2%	2.25
	2006	269	201	74.7%	201	199	99.0%	3,3	0,4	11.1%	2,9	89.1%	2,0	71.6%	201	117	58.2%	0.94	201	188	93.5%	201	101	50.2%	201	167	83.1%	2.31
	2005	244	183	75.0%	183	181	98.9%	3,2	0,3	9.7%	2,8	90.3%	2,0	69.8%	183	106	57.9%	0.94	183	170	92.9%	183	89	48.6%	183	152	83.1%	2.16
MIB30	2007	28	27	96.4%	27	27	100.0%	4,0	0,3	8.2%	3,7	91.8%	2,63	68.3%	27	25	92.6%	0.88	27	25	92.6%	25	19	76.0%	27	25	92.6%	4.16
	2006	28	27	96.4%	27	27	100.0%	4,3	0,5	11.6%	3,7	88.4%	2,8	72.7%	27	21	77.8%	0.92	27	27	100.0%	27	20	74.1%	27	26	96.3%	4.15
	2005	28	28	100.0%	28	28	100.0%	4,0	0,3	5.0%	3,7	95.0%	2,5	62.4%	28	22	78.6%	0.94	28	28	100.0%	28	19	67.9%	28	27	96.4%	4.26
ex NUMTEL	2007	33	31	93.9%	31	31	100.0%	3,0	0,2	5.1%	2,8	94.9%	2,1	73.7%	31	17	54.8%	0.94	31	28	90.3%	28	8	28.6%	31	22	71.0%	1.82
	2006	34	34	100.0%	34	34	100.0%	2,9	0,4	11.5%	2,6	88.5%	1,8	72.5%	34	15	44.1%	0.90	34	31	91.2%	34	16	47.1%	34	26	76.5%	1.85
	2005	32	32	100.0%	32	32	100.0%	2,8	0,3	9.9%	2,5	90.1%	1,7	69.5%	32	13	40.6%	0.95	32	30	93.8%	32	15	46.9%	32	21	65.6%	1.71

Fonte: Rielaborazione da Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2007), Assonime - Dati relativi al 2006.

Il comitato per le remunerazioni è previsto dalla grande maggioranza delle società: l'hanno istituito 215 società, pari al 78% del totale, tra esse lo 89% delle S&P e il 99% delle All Star¹⁹⁶. Per 36 delle 60 società che non prevedono di istituire il Comitato è disponibile un'esplicita giustificazione: talvolta, il compito di proporre o stabilire le retribuzioni degli amministratori è attribuito all'intero consiglio, agli amministratori non esecutivi o all'Assemblea (eventualmente in collaborazione con il collegio sindacale). La dimensione media del comitato è pari a 3,2 membri, per i quali è quasi sempre disponibile la classificazione qualitativa (in 214 casi su 215). La duplice condizione di buon funzionamento del comitato, presenza di soli non esecutivi a maggioranza indipendenti, è rispettata da 168 società (nel 2006 da 134, pari al 68%), pari al 79% di quelle che hanno istituito il comitato¹⁹⁷. In generale (per 182 società, pari al 85% del totale) è fornita informazione sui compiti assegnati al comitato: si tratta tendenzialmente di competenze in materia di retribuzione sia degli amministratori con particolari cariche, sia dell'alta direzione. Assai meno numerose sono invece le società (98, pari al 54% del totale) che forniscono informazioni sui compiti effettivamente svolti dal comitato durante l'anno. Infine, informazioni sulla frequenza delle riunioni sono reperibili in 181 casi (pari al 84% del totale): si tratta per lo più di un paio di riunioni l'anno che diventano tre per le società di maggiori dimensioni (3,8 presso le società S&P, 2,8 presso quelle del Midex).

¹⁹⁶ Nel valutare questa statistica si tenga presente che Borsa Italiana ha definito, con regolamento, che la costituzione di un comitato per le remunerazioni, composto in maggioranza da amministratori non esecutivi, è requisito per l'ammissione al segmento Star, alternativo alla previsione di una remunerazione variabile legata a risultati societari o a obiettivi aziendali.

¹⁹⁷ In taluni casi il Comitato non risulta essere un vero e proprio organo interno al consiglio poichè ne fanno parte anche il presidente del collegio sindacale o un dirigente aziendale. A riguardo della composizione specifica del Comitato, si noti inoltre che: (1) in 43 casi (56 nel 2006), le società hanno nel Comitato un solo amministratore esecutivo; (2) in 3 casi (4 nel 2006), le società hanno nel Comitato due esecutivi; (3) in 12 casi gli indipendenti rappresentano il 50% del Comitato; (4) in 21 casi gli indipendenti sono in minoranza; (5) in 12 casi gli indipendenti sono assenti; (6) in 59 casi (pari al 28% del totale, i casi erano 43 nel 2006), il Comitato è composto solo da indipendenti.

1.4. LE FUNZIONI DEGLI AMMINISTRATORI

La figura dell'amministratore è investita di una serie di compiti e poteri ulteriori rispetto a quelli fino ad ora specificati. In generale: gli amministratori "devono adempiere i doveri ad essi imposti dalla legge, e dallo statuto, con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze¹⁹⁸". Nei seguenti paragrafi sono puntualmente riportate le incombenze che un amministratore si può trovare a dovere affrontare in conseguenza di tali compiti e doveri.

1.4.1. Il potere di gestione

All'organo amministrativo, e pertanto, salvo deleghe¹⁹⁹, a tutti i suoi membri collegialmente, spetta, esclusivamente e inderogabilmente, il potere di gestione. L'esclusività e la generalità del compito gestorio per gli amministratori è evidente se si considera che "la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori²⁰⁰, i quali hanno poteri di gestione estesi a tutti gli atti che rientrano nell'oggetto sociale"²⁰¹ e che "l'assemblea ordinaria (...) delibera sugli altri oggetti attribuiti dalla legge alla competenza dell'assemblea, nonché sulle autorizzazioni eventualmente richieste dallo statuto per il compimento d'atti degli amministratori, ferma in ogni caso la responsabilità di questi per gli atti compiuti"²⁰². La competenza gestionale degli amministratori trova pertanto limite nei casi in cui la legge attribuisce all'assemblea la competenza a deliberare su determinati atti di gestione²⁰³ e in alcuni atti degli

¹⁹⁸ Art. 2392¹ c.c. Per inosservanza di tali doveri gli amministratori sono responsabili, verso la società, dei danni provocati (Si veda paragrafo 2.5). Per quanto contenuto nell'art. 2392 c.c., la diligenza dell'amministratore non può limitarsi a una diligenza normale, quanto piuttosto qualificata. La specifica diligenza richiesta, include l'obbligo di amministrare, oltre che con la specifica perizia richiesta dalla carica, anche con la prudenza necessaria per la conservazione dell'integrità del patrimonio sociale, secondo le regole della correttezza professionale. Si veda: Cass.civ., 2 Giugno 1989, n. 2687, in *Le Società*, 1989, p.1034.

¹⁹⁹ Si veda paragrafo 2.4.

²⁰⁰ Art. 2380-*bis*¹ c.c.

²⁰¹ Art. 2381-*bis*¹ c.c.

²⁰² Si veda art. 2364⁵, c.c.

²⁰³ Tra questi: la proposizione, la rinuncia e la transazione dell'azione sociale di responsabilità (art. 2393 c.c. Si veda paragrafo 2.5.); la domanda di amministrazione

amministratori che devono essere, espressamente, per legge²⁰⁴, o per clausole statutarie, autorizzati dall'assemblea²⁰⁵.

Il principio per valutare l'estraneità di un atto rispetto al rapporto sociale d'amministrazione, è la sussistenza di un concreto legame di strumentalità tra l'atto compiuto, e il programma economico stabilito nell'oggetto sociale. Se tale strumentalità esiste l'atto non è estraneo; viceversa, anche atti specificatamente indicati nell'oggetto sociale, sono estranei, se, in concreto, non sono idonei al perseguimento di quest'ultimo²⁰⁶. Se gli amministratori compiono atti estranei all'oggetto sociale, essi eccedono il loro potere di gestione e sono, pertanto, esposti a rischio di responsabilità per danni verso la società²⁰⁷, di revoca per giusta causa²⁰⁸ e di denuncia ai sindaci o al tribunale per violazione dei loro doveri²⁰⁹. L'estraneità all'oggetto sociale non è, però, opponibile a terzi: le obbligazioni assunte dalla società in conseguenza di un qualsiasi atto compiuto dagli amministratori, rimangono valide e impegnative salvo che questa riesca a provare che i terzi abbiano intenzionalmente agito a danno della società stessa²¹⁰.

controllata, di concordato preventivo e di concordato fallimentare (artt. 152, 161 e 187, L. Fall.); la destinazione degli utili, l'aumento e la riduzione del capitale sociale (art. 2545-*quater* c.c. e artt. 2438 e ss, c.c.).

²⁰⁴ Tra questi: gli acquisti da promotori, da fondatori, da soci e da amministratori (art. 2343-*bis*, c.c.); l'acquisto di azioni proprie (art. 2357 c.c.); l'acquisto di azioni della controllante (art. 2359-*bis*, c.c.); l'acquisto di partecipazioni che comportino una responsabilità illimitata dei soci per le obbligazioni sociali (art. 2361, c.c.); le operazioni di contrasto all'acquisizione del controllo di una società quotata (art. 104, T.U.F.); le operazioni che determinino il superamento del 2% nelle partecipazioni reciproche di società quotate (art. 121, T.U.F.).

²⁰⁵ Tale limite è comunque parziale. Infatti è consentito stabilire nello statuto che molte delle competenze dell'assemblea siano attribuite alla competenza degli amministratori (Si veda art. 2365 c.c.). Inoltre, a questo proposito, si noti che l'iniziativa - cioè la convocazione dell'assemblea e la sottoposizione a essa della decisione - l'esecuzione delle decisioni dell'assemblea e la responsabilità per gli atti consequenzialmente compiuti resta, in ogni caso, esclusivamente agli amministratori.

²⁰⁶ Molti sono gli atti sulla cui presunta estraneità si dibatte. Per una rassegna di questi si veda: F.Bonelli, *Gli amministratori di S.p.A.*, Giuffrè Editore, 2002, pp19-30.

²⁰⁷ Si veda art. 2392 c.c. e paragrafo 2.5.

²⁰⁸ Si veda paragrafo 1.1.5.3.

²⁰⁹ Si veda artt. 2408 e 2409 c.c.

²¹⁰ Salvo, cioè, l'*exceptio doli*.

1.4.2. Poteri e doveri degli amministratori

La normativa fornisce una precisa indicazione dei poteri-doveri degli amministratori. Il consiglio d'amministrazione: (1) possiede il potere di delega²¹¹; (2) deve deliberare sia sulle attribuzioni non delegabili²¹², sia sugli altri oggetti, che seppure rientranti nella delega, siano, dallo statuto o dagli altri organi delegati, fatti deliberare dal consiglio; (3) deve valutare "l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società" "sulla base delle informazioni ricevute" dagli organi delegati²¹³; (4) deve esaminare, quando elaborati, "i piani strategici, industriali e finanziari della società"²¹⁴; (5) deve valutare "sulla base della relazione degli organi delegati, il generale andamento della gestione"²¹⁵ (6) deve, in ogni caso, agire "in modo informato" e pertanto ha il potere-dovere di chiedere "agli organi delegati che in consiglio" siano fornite informazioni supplementari²¹⁶.

Riassumendo i poteri-doveri di cui agli ultimi quattro punti, si può dire che agli amministratori spetta interamente il controllo interno dell'impresa. Dove per controllo interno s'indica il complesso delle strutture e delle procedure che garantiscono l'ordinato e regolare andamento della gestione.

²¹¹ Si veda art. 2381² c.c. Per quanto concerne il potere di delega si veda il paragrafo 2.4. Si noti, a fini di chiarimento, che solo i componenti del consiglio, se forniti di delega, appartengono alla categoria dei "soggetti o organi delegati".

²¹² Si veda art. 2381⁴ c.c.

²¹³ Si veda art. 2381³ c.c.

²¹⁴ Si veda art. 2381³ c.c. Anche se non espressamente previsto dalla legge, nella prassi lo statuto prevede anche che il consiglio approvi tali piani.

²¹⁵ Si veda art. 2381³ c.c. Il dovere degli amministratori di seguire l'evoluzione della gestione si sostanzia nell'esame dei rapporti che con cadenza programmata devono venire loro sottoposti. Gli organi delegati devono riferire, "con la periodicità prevista nello statuto, e in ogni caso almeno ogni centottanta giorni, sul generale andamento della gestione, sulla sua prevedibile evoluzione nonché sulle operazioni di maggiore rilievo, per loro dimensioni o caratteristiche, effettuate dalla società e dalle sue controllate"(art. 2381⁵ c.c.).

²¹⁶ Si veda art. 2381⁶ c.c.

1.4.3. *Compiti specifici degli amministratori*

1.4.3.1. *La formazione, l'approvazione e la pubblicizzazione del bilancio*

La redazione del bilancio, costituito dallo stato patrimoniale, dal conto economico e dalla nota integrativa, o eventualmente del bilancio consolidato, quando ricorrono le condizioni per la sua obbligatoria predisposizione²¹⁷, spetta esclusivamente agli amministratori²¹⁸. Il bilancio deve essere redatto con chiarezza e deve rappresentare, in modo veritiero e corretto, la situazione patrimoniale e finanziaria della società e il risultato economico dell'esercizio²¹⁹. Il consiglio d'amministrazione è responsabile per il bilancio presentato all'assemblea, che lo deve approvare²²⁰. Entro trenta giorni dall'approvazione una copia del bilancio, corredata dalla relazione sulla gestione, dalla relazione del collegio sindacale e dal verbale d'approvazione dell'assemblea, deve essere depositata, a cura degli amministratori, presso l'ufficio delle imprese, unitamente all'elenco dei soci.

²¹⁷ Sono obbligati alla redazione del bilancio consolidato di gruppo le Spa, le Sapa, le Srl che controllano un'impresa unitamente agli enti pubblici commerciali, le società cooperative e le società di assicurazioni che controllano una Spa, una Sapa o una Srl. Sono considerate imprese controllate: (1) le società di cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili in assemblea ordinaria; (2) le società di cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria; (3) le imprese su cui un'altra ha il diritto, in virtù di un contratto o una clausola statutaria, di esercitare un'influenza dominante; (4) le imprese in cui un'altra, in base ad accordi con altri soci, e in base ai diritti spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a interposte persone, controlla da sola la maggioranza dei diritti di voto.

²¹⁸ Si veda art. 2423 c.c.

²¹⁹ Per le disposizioni sul bilancio si veda: IX sezione del libro V del Lavoro, del Codice Civile.

²²⁰ Qualora il consiglio di amministrazione subentri successivamente all'approvazione del bilancio annuale ad altro consiglio, è legittimato a riesaminare la situazione patrimoniale e finanziaria della società e a correggere le riscontrate irregolarità. In caso contrario condivide le responsabilità del precedente consiglio.

1.4.3.2. Adempimenti di natura pubblicitaria

Tutte le notizie che, per legge, devono essere rese pubbliche sono pubblicizzate dagli amministratori²²¹. Oltre a quelle già citate, devono essere pubblicizzate, a cura degli amministratori le notizie concernenti l'atto costitutivo e le relative modificazioni²²² e quelle riguardanti o risultanti dall'assemblea ordinaria²²³.

1.4.3.3. Adempimenti contabili

Agli amministratori spetta la tenuta di alcuni dei libri obbligatori. L'elenco dei libri obbligatori²²⁴, che si desume dall'art. 2421 c.c. e dall'art. 2214²²⁵ c.c., comprende: (1) il libro giornale; (2) il libro degli inventari²²⁶; (3) il libro dei soci; (4) il libro delle obbligazioni; (5) il libro dei verbali delle adunanze e delle delibere delle assemblee; (6) il libro delle adunanze e delle delibere del consiglio di amministrazione o del consiglio di gestione; (7) il libro

²²¹ Eccezioni a questa regola generale sono: (1) la notizia della cessazione della carica di amministratore, la cui comunicazione ai terzi è riservata (Si veda paragrafo 1.1.5.) al presidente del collegio sindacale; (2) la pubblicizzazione di operazioni straordinarie della società che, a volte, può spettare, in via alternativa, al notaio che riceve l'atto.

²²² La pubblicizzazione dell'atto costitutivo comprensivo degli allegati (allegati all'atto costitutivo sono i documenti comprovanti l'avvenuto versamento dei decimi di denaro e, per i conferimenti dei beni in natura o di crediti, l'apposita relazione dell'esperto, nonché le eventuali autorizzazioni richieste per la costituzione della società), nonché delle sue modificazioni, spetta, da prassi, al notaio che l'ha ricevuto. Tuttavia se quest'ultimo non ha provveduto, l'atto, o le sue modifiche, devono essere depositate dagli amministratori, entro trenta giorni (art. 2330 c.c.) dall'approvazione, presso il Registro delle Imprese. Si noti che deve risultare depositato nel Registro delle Imprese anche il testo marginale dell'atto modificato nella sua redazione integrale (art.2436 c.c.).

²²³ Si veda paragrafo 1.4.3.4.

²²⁴ Oltre ai libri obbligatori previsti dal Codice Civile, ed eventualmente libri previsti da leggi speciali, sono obbligatori, per le leggi fiscali, i registri relativi al personale dipendente, numerosi registri secondo le disposizioni del D.P.R. 29.9.1973, n. 600 e, per quanto riguarda l'imposta sul valore aggiunto, del D.P.R. 26.10.1972, n.633.

²²⁵ Si veda art 2214 c.c. Tale articolo predispone quali libri obbligatori il libro giornale e il libro degli inventari. Unitamente a questi, "l'imprenditore che esercita un'attività commerciale (...) deve altresì tenere le altre scritture contabili che siano richieste dalla natura e dalle dimensioni dell'impresa e conservare ordinatamente per ciascun affare gli originali delle lettere, dei telegrammi e delle lettere ricevute, nonché le copie delle lettere, dei telegrammi e delle fatture spedite.

²²⁶ Si veda art. 2217 c.c.

delle adunanze e delle deliberazioni del collegio sindacale²²⁷; (8) il libro delle adunanze e delle deliberazioni del comitato esecutivo, se nominato; (9) il libro delle adunanze e delle deliberazioni delle assemblee degli obbligazionisti, se la società ha emesso prestiti obbligazionari; (10) il libro degli strumenti finanziari, se emessi.

Quelli che devono essere tenuti dagli amministratori sono i libri indicati nei nn. 3,4,5,6,10²²⁸. All'impropria tenuta delle scritture contabili non sono solitamente legati gravi conseguenze per quanto riguarda le responsabilità civili degli amministratori. Al contrario la mancanza delle scritture contabili o la loro inattendibilità, tali da non rendere possibile la ricostruzione del patrimonio sociale, è una precisa fattispecie di delitto in caso di crisi dell'impresa (banca rotta documentale²²⁹).

1.4.3.4. La convocazione dell'assemblea

Agli amministratori spetta il compito della convocazione dell'assemblea che deve essere effettuata presso la sede della società, a meno che l'atto costitutivo non disponga diversamente. L'avviso di convocazione, per le società per azioni, deve essere pubblicato sulla *Gazzetta Ufficiale* della Repubblica Italiana, a meno di diversa disposizione statutaria, almeno quindici giorni prima di quello fissato per l'adunanza²³⁰. L'avviso di convocazione deve indicare il giorno, l'ora e il luogo dell'adunanza e l'ordine del

²²⁷ Ovvero del consiglio di sorveglianza o del comitato per il controllo della gestione.

²²⁸ I libri ai nn. 1 e 2 sono tenuti dai responsabili della contabilità della società, il n.7 deve essere tenuto a cura del collegio sindacale o del consiglio di sorveglianza o del comitato per il controllo della gestione, il n.8 a cura del comitato esecutivo e il n.9 dal rappresentante comune degli obbligazionisti.

²²⁹ In caso di banca rotta documentale, costituisce scriminante l'esistenza di altre rilevazioni, anche asistematiche, se in base ad esse può essere determinata la consistenza del patrimonio. In generale, le carenze contabili non possono di per sé comportare necessariamente responsabilità risarcitorie se l'attore non prova che la mancanza o l'irregolarità della contabilità abbia provocato un danno e che esista una relazione tra l'inadempimento e il danno. Tale prova non è sempre agevole. Basti pensare che soci e terzi non hanno di solito il diritto di visionare i libri contabili (art. 2422 c.c.). La prova diventa più agevole, e nasce una precisa responsabilità risarcitoria da parte degli organi sociali, in caso di omessa o irregolare tenuta della contabilità quando l'irregolarità venga eccepita dalle autorità fiscali e su di essa venga fondato un accertamento.

²³⁰ Si veda art. 2366 c.c.

giorno²³¹. L'assemblea deve essere obbligatoriamente convocata, oltre che nelle circostanze di volta in volta specificate, innanzi tutto per l'approvazione del bilancio²³². In tal caso, la convocazione deve avvenire entro centoventi giorni dalla chiusura dell'esercizio o, se particolari esigenze lo richiedono e se previsto dall'atto costitutivo, entro centottanta giorni. In sede d'assemblea gli amministratori sono tenuti a fornire chiarimenti sulle eventuali domande formulate dai soci²³³. Gli amministratori sono altresì tenuti a convocare, senza ritardo, l'assemblea, quando né è fatta domanda da tanti soci che ne rappresentino almeno il decimo del capitale sociale²³⁴ - o la minore percentuale prevista nello statuto - ma solo se nella domanda sono indicati gli argomenti da trattare²³⁵.

1.4.3.5. Funzioni di controllo sulla assemblea

L'ordinamento affida agli amministratori alcune funzioni di controllo sull'assemblea. Più specificatamente in occasione di aumento di capitale sociale effettuato con beni in natura o con crediti²³⁶, oppure di conferimenti in sede di costituzione della società, operati con beni della stessa specie²³⁷, gli amministratori devono, entro centottanta giorni, controllare autonomamente la relazione giurata dell'esperto nominato dal tribunale e, se sussistono fondati motivi, devono procedere alla revisione della stima²³⁸. In

²³¹ Si veda art. 2366 c.c. Le formalità di convocazione non sono necessarie se l'assemblea si riunisce in forma totalitaria.

²³² Si veda art. 2364 c.c.

²³³ Si veda art. 2423 c.c.

²³⁴ Obbligo simile compete agli amministratori per l'assemblea degli obbligazionisti, quando ne facciano richiesta tanti obbligazionisti che rappresentino il ventesimo delle obbligazioni esistenti.

²³⁵ Si veda art. 2367 c.c. La convocazione dell'assemblea su richiesta dei soci non è infatti ammessa per argomenti sui quali l'assemblea delibera, per legge, su proposta, progetto o relazione degli amministratori. Inoltre gli amministratori possono rifiutare la convocazione dell'assemblea su richiesta delle minoranze quando vi sia il fondato sospetto che l'assemblea venga convocata per finalità di danno verso la società o diverse da quelle prescritte dalla legge.

²³⁶ Si veda art. 2440 c.c.

²³⁷ Si veda art. 2343 c.c.

²³⁸ Se risulta che il valore dei beni o dei crediti è inferiore di oltre un quinto a quello per cui l'assemblea ha effettuato l'aumento di capitale, o è avvenuto il conferimento, la società deve proporzionalmente ridurre il capitale sociale, annullando le azioni che

caso di operazioni sulle azioni proprie o sulle azioni controllate compiute dalla società direttamente, o per interposta persona, gli amministratori, verificata l'inerzia dell'assemblea, devono intervenire a sanare eventuali irregolarità. Se non provvede l'assemblea ad alienare²³⁹ le azioni proprie²⁴⁰, o della controllante²⁴¹, illegittimamente acquistate, o pervenute per atto diverso dall'acquisto, gli amministratori devono richiedere l'intervento del tribunale affinché disponga la riduzione del capitale richiesta dalla legge. Infine facoltà²⁴² degli amministratori è quella di impugnare, nel termine di novanta giorni dalla data della deliberazione, e davanti al tribunale del luogo dove la società ha sede, le deliberazioni assembleari, al fine di dichiararne l'annullamento²⁴³. La facoltà d'impugnazione non compete individualmente a ciascun amministratore, ma all'organo collegiale nel suo complesso. Si noti altresì che nella pratica, prima di promuovere l'impugnativa rituale davanti all'autorità giudiziaria, gli amministratori provvedono a convocare l'assemblea per invitarla ad annullare la deliberazione e a sostituirla, "con altra presa in conformità della legge e dell'atto costitutivo"²⁴⁴.

1.4.3.6. Interventi degli amministratori nelle operazioni straordinarie

Il parere o l'intervento degli amministratori è richiesto anche in occasione di talune operazioni straordinarie. In particolare ciò avviene in caso di distribuzione di acconti sui dividendi (art. 2433 c.c.)²⁴⁵; emissione di nuove azioni, o di obbligazioni convertibili, con

rimangono scoperte, a meno che il socio conferente non provveda a versare in contanti la differenza in denaro.

²³⁹ Si vedano gli artt. 2359-ter, 2359-quater e 2359-quinquies c.c.

²⁴⁰ Si vedano gli artt. 2357, 2357-bis, 2357-ter, 2357-quater e 2358 c.c.

²⁴¹ Si vedano gli artt. 2359 e 2359-bis.

²⁴² Tale potere-dovere degli amministratori può essere esercitato quando la delibera assembleare non risulta adottata in conformità della legge o dell'atto costitutivo, o nei casi di conflitto di interesse (si veda art. 1.2.2).

²⁴³ Si veda art. 2377 c.c. per l'annullabilità delle deliberazioni e l'art. 2378 c.c. per la procedura di impugnazione.

²⁴⁴ Si veda art. 2377, c.c.

²⁴⁵ La possibilità di distribuire acconti sui dividendi è riservata alle società il cui bilancio è obbligatoriamente soggetto a certificazione (ndr. Società quotate in borsa,

esclusione o limitazione del diritto di opzione (art. 2441 c.c.)²⁴⁶; vendita delle azioni per inadempimento del socio (art. 2344 c.c.); emissione di un prestito obbligazionario (artt. 2410, 2420-*bis* e 2420-*ter* c.c.); trasferimento di azioni a cui è connesso l'obbligo di prestazioni accessorie (art. 2345 c.c.); interventi sul capitale (art. 2443 c.c.); operazioni di fusione o di scissione (artt. 2501-*ter* e ss c.c.); trasformazione della società (artt. 2500-*ter* e 2500-*septies* c.c.); riduzione del capitale per perdite (art. 2447 c.c.); scioglimento della società (art. 2484 c.c.); e recesso di un socio (art. 2437 c.c.).

1.4.4. Funzioni del consiglio di amministrazione nel Codice di Autodisciplina

Il Codice di Autodisciplina dichiara espressamente che il fine di ogni atto degli amministratori, cioè di ogni atto di gestione, deve essere quello della creazione di valore per gli azionisti²⁴⁷. Ecco che pertanto, i doveri e i poteri del consiglio di amministrazione, così come derivanti dalla normativa, sono modificati in modo da ottenere il migliore perseguimento di tale obiettivo. È in quest'ottica che viene data esplicita importanza a una gestione dell'impresa unitaria di gruppo, nel caso la società amministrata di un gruppo faccia parte, e in particolare nei sia a capo²⁴⁸. I poteri e doveri degli amministratori, così come da art. 2381c.c, riguardano, allora, oltre che la società da loro amministrata, anche tutte le società controllate²⁴⁹. Le maggiori innovazioni introdotte dal codice, in

istituti di credito, compagnie di assicurazione e alcune società editrici ed enti finanziari).

²⁴⁶ Nel caso i titoli emessi siano quotati su mercati regolamentati, gli amministratori devono offrire in borsa, per conto della società, i diritti di opzione non esercitati.

²⁴⁷ Si veda art. 1.P.2, *Codice di Autodisciplina* (2006), Comitato per la Corporate Governance.

²⁴⁸ Si veda art. 1.P.2, *Codice di Autodisciplina* (2006), Comitato per la Corporate Governance.

²⁴⁹ Si vedano artt. 1.C.1.a e 1.C.1.b, *Codice di Autodisciplina* (2006), Comitato per la Corporate Governance. Agli amministratori dell'impresa, spetta l'esame e l'approvazione preventiva delle operazioni delle imprese controllate, se tali operazioni possono avere un importante effetto sulla società amministrata (Si veda art. 1.C.1.f, *Codice di Autodisciplina* (2006), Comitato per la Corporate Governance). Le operazioni delle controllate che il consiglio deve esaminare e approvare in modo preventivo sono definite "operazioni "...con un certo "rilievo". È sempre il consiglio di

termini di adempimenti degli amministratori, riguardano poi il funzionamento del consiglio stesso e il trattamento delle informazioni societarie sia con riferimento al processo interno di informazione, in modo che gli amministratori agiscano in modo informato, sia con riferimento al rapporto con l'esterno e in particolare con gli azionisti e con il mercato.

Per un migliore funzionamento, il consiglio di amministrazione deve valutare, almeno annualmente, la dimensione, la composizione e il funzionamento del consiglio formulando eventualmente le modifiche più opportune per migliorarne l'efficienza²⁵⁰; deve inoltre esprimere una valutazione in merito al massimo di cariche che un amministratore può assumere, presso altre società, compatibile con un efficace svolgimento del suo incarico di amministratore²⁵¹

Con riguardo al trattamento delle informazioni societarie, il consiglio d'amministrazione: (1) deve stabilire la periodicità, che non può essere superiore al trimestre, con cui gli organi delegati riferiscono al consiglio dell'attività loro delegata svolta²⁵²; (2) deve informare, nella relazione sul governo societario, relativamente a tutto il suo operato²⁵³; (3) è opportuno che si doti di una procedura interna per la gestione delle informazioni riguardanti la società²⁵⁴.

Infine, nel codice di autodisciplina, particolare importanza viene data, al fine di una più efficiente gestione dell'impresa, al sistema di controllo interno. In questo ambito la maggiore innovazione è la costituzione, all'interno del consiglio d'amministrazione, di un comitato per il controllo interno. Tale comitato deve essere composto d'amministratori non esecutivi, di

amministrazione che deve stabilire i criteri per individuare le operazioni di significativo rilievo).

²⁵⁰ Si veda art. 1.C.1.g, *Codice di Autodisciplina* (2006), Comitato per la Corporate Governance.

²⁵¹ Si veda art. 1.C.3, *Codice di Autodisciplina* (2006), Comitato per la Corporate Governance.

²⁵² Si veda art. 1.C.1.d, *Codice di Autodisciplina* (2006), Comitato per la Corporate Governance.

²⁵³ Si veda art. 1.C.1.h, *Codice di Autodisciplina* (2006), Comitato per la Corporate Governance.

²⁵⁴ Si veda il commento all'art. 4.C.1, *Codice di Autodisciplina* (2006), Comitato per la Corporate Governance.

cui la maggioranza indipendenti; nel caso la società sia poi controllata da altra società quotata, allora gli amministratori devono essere tutti indipendenti. Di fatto il comitato ha solamente funzionalità consultive. L'attuazione di tutte le politiche di controllo interno che il consiglio approva su proposta del comitato è previsto che venga delegato ad un singolo amministratore esecutivo²⁵⁵.

1.5. IL POTERE DI RAPPRESENTANZA

Il potere di rappresentare la società è il potere di compiere in suo nome atti aventi effetti vincolanti per la stessa, o, in altre parole: il potere di manifestare all'esterno, e cioè nei confronti di terzi, la volontà della società con effetti vincolanti per quest'ultima.

A differenza del potere di gestione, che è attribuito per legge all'organo amministrativo, ed è limitato agli atti che rientrano nell'oggetto sociale²⁵⁶, il potere di rappresentanza ha carattere generale²⁵⁷ e inderogabile, ed è attribuito agli amministratori, ed eventualmente anche limitato, dallo statuto o dalla deliberazione di nomina o di delega di poteri²⁵⁸. L'atto costitutivo della società deve indicare quali tra gli amministratori hanno la rappresentanza della società²⁵⁹ e in che modo tale potere deve essere esercitato (se congiuntamente o disgiuntamente); se nulla è disposto in merito, allora ogni amministratore risulta titolare in modo disgiunto del potere di rappresentanza²⁶⁰.

1.5.1. Generalità e limitazioni del potere di rappresentanza

In quanto generale, il potere di rappresentanza, oltre che agli atti che rientrano nell'oggetto sociale, si estende anche a tutti gli atti estranei allo stesso. È per tale ragione che, sebbene nei confronti della società, gli atti estranei all'oggetto sociale compiuti dagli

²⁵⁵ Si vedano gli artt. alla sezione n. 8, *Codice di Autodisciplina* (2006), Comitato per la Corporate Governance.

²⁵⁶ Si veda art. 2380-*bis* c.c.

²⁵⁷ Si veda art. 2384 c.c.

²⁵⁸ Si veda art. 2381 c.c.

²⁵⁹ Si veda art. 2328 c.c.

²⁶⁰ Tale lacuna può essere eventualmente integrata da una deliberazione del consiglio di amministrazione o dell'assemblea.

amministratori costituiscono, come si è visto, una violazione²⁶¹, nei rapporti esterni essi rimangono validi e impegnativi per la società²⁶². Oltre che carattere generale, il potere di rappresentanza ha anche quello dell'inderogabilità e pertanto non può essere limitato. Eventuali limitazioni²⁶³ hanno la medesima efficacia del potere di rappresentanza stesso²⁶⁴.

1.5.2. Il potere di rappresentanza processuale

Il potere di rappresentanza comporta anche quello di rappresentanza processuale²⁶⁵ che dal primo eredita anche le limitazioni. Gli amministratori-rappresentanti hanno dunque il potere di agire e resistere in giudizio senza necessità d'alcuna autorizzazione del consiglio d'amministrazione o dell'assemblea dei soci, in riferimento a tutti gli atti per i quali sono stati investiti della rappresentanza.

²⁶¹ Con conseguente rischio di responsabilità (Si veda art. 2392 c.c.), di revoca per giusta causa (Si veda paragrafo 1.1.5.3) e di denuncia ai sindaci o al tribunale (Si veda artt. 2408 e 2409 c.c.).

²⁶² Salvo che questa riesca a provare che i terzi hanno intenzionalmente agito a danno della società stessa (*exceptio doli*)

²⁶³ Stessa efficacia hanno le limitazioni volontarie (quelle cioè ex art. 2384² c.c. compresa la previsione della necessità della rappresentanza congiunta) che quelle legali ai poteri degli amministratori (delibere di gestione che la legge attribuisce all'assemblea (art. 2380-*bis* c.c.); limiti legali ai poteri di gestione degli amministratori quando si verifica una causa di scioglimento della società (art. 2486¹ c.c.); contratti in conflitto di interessi stipulati dall'amministratore unico o dall'amministratore delegato (art. 1392 c.c.).

²⁶⁴ Pertanto nei rapporti interni, espongono l'amministratore che ha agito al di là dei poteri di rappresentanza a lui conferiti, a rischio di responsabilità, di revoca per giusta causa e di denuncia ai sindaci o al tribunale mentre nei rapporti esterni esse rimangono valide e impegnative per la società, e quindi non sono opponibili a terzi, anche se pubblicate, *exceptio doli*. Il principio generale della salvezza dei diritti acquistati in buona fede dai terzi si applica anche nei casi in cui: (a) l'amministratore con potere di rappresentanza ha ecceduto i limiti, volontari o legali, dei suoi poteri; (b) sia invalida la deliberazione assembleare che ha nominato gli amministratori muniti di rappresentanza; (c) sia invalida la deliberazione del consiglio che ha nominato l'amministratore delegato, o gli ha delegato i poteri, o ha deliberato il compimento di un'operazione (si vedano artt. 2388⁵ e 2391¹ c.c.).

²⁶⁵ Per applicazione dell'art. 75³ c.p.c.

Capitolo II

II CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

L'amministrazione della società spetta, come già ricordato, in via esclusiva agli amministratori; l'insieme di questi ultimi compone il consiglio d'amministrazione¹. Nel presente capitolo sono chiariti gli ulteriori elementi riguardanti la figura dell'amministratore, ma con riferimento alla collegialità dell'organo di cui sono i membri.

2.1. LA NUMEROSITÀ DEI CONSIGLIERI

Il numero degli amministratori è fissato dallo statuto dove, in genere, ci si limita ad indicarne un numero massimo e minimo, rimandando all'assemblea dei soci l'esatta determinazione della *size* del consiglio d'amministrazione. Prima della Legge Finanziaria 2007² nella legislazione italiana, e nei numerosi codici di categoria, non esisteva alcuna prescrizione riguardante il numero minimo, o quello massimo, degli amministratori³. La L. n. 296/06⁴, in un'ottica di restrizione della spesa pubblica⁵, ha, tuttavia, introdotto il limite massimo di tre amministratori per la società partecipate interamente

¹ Si veda art. 2380-*bis* c.c. Se lo statuto prevede che la società possa essere amministrata o da un consiglio di amministrazione o da un amministratore unico, l'assemblea ordinaria può deliberare di passare dall'una all'altra forma di amministrazione con conseguente decadimento, o nomina, degli amministratori.

² L. n. 296/2006.

³ Nella pratica, sebbene l'atto costitutivo può prevedere anche un numero minimo di amministratori pari a due, si tende a fissarne un numero minimo almeno pari a tre. Questo poiché essendo, nella fattispecie di due soli amministratori, non consentita la clausola statutaria di prevalenza del voto del presidente del consiglio, (che di fatto, in tale circostanza, renderebbe ingiustificata l'esistenza di un organo di amministrazione a carattere collegiale) il conseguente principio dell'unanimità delle delibere del consiglio di amministrazione potrebbe costituire un impedimento all'attività gestoria.

⁴ Si veda art. 1⁷²⁹ della L. n. 296/06.

⁵ Si veda: Documento di Programmazione Economico Finanziaria, per gli anni 2007-2011, Ministero dell'Economia e delle Finanze.

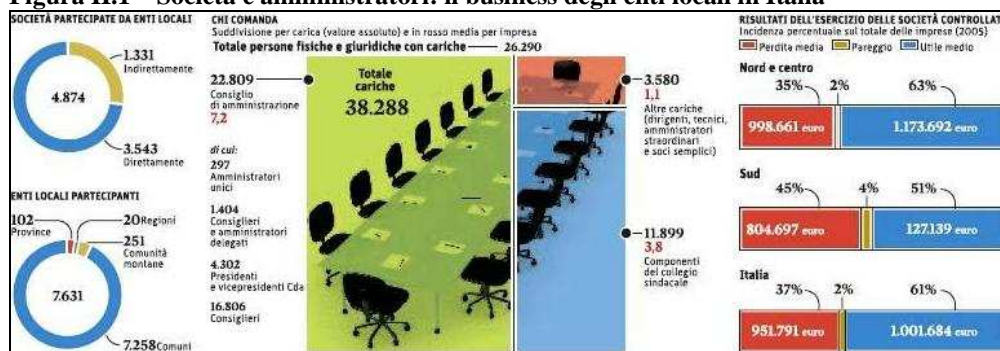
da enti locali con un capitale sociale inferiore a due milioni di euro⁶, ovvero di cinque, in quelle con capitale superiore o per le società miste⁷. La spesa pubblica per gli amministratori, non risulta eccessivamente elevata a causa di consigli d'amministrazione particolarmente numerosi nelle imprese a partecipazione statale (alle Poste Italiane S.p.A., così come in Fincantieri - Cantieri Navali Italiani S.p.A., gli amministratori sono 11, la Rai - Radiotelevisione Italiana S.p.A. ne ha 9, l'Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato S.p.A. 10, Alitalia - Linee Aeree Italiane S.p.A. e Ferrovie dello Stato S.p.A. 5, l'Eni S.p.A. 12 e l'Enel S.p.A. 9. Tali dati sono in linea con i 10 amministratori medi per le società aventi azioni quotate in Borsa Italiana. Cfr. Tabella II.3), quanto, piuttosto, per il

⁶ Nella disposizione contenuta nel comma 729 dell'art. 1 della L. n. 296/06, si fa espresso riferimento al "capitale (sociale) interamente versato". Il valore soglia dei due milioni di euro è stato determinato, il 26 Giugno 2007, con decreto del Presidente del Consiglio dei ministri, su proposta del Ministro per gli affari regionali e le autonomie locali, di concerto con il Ministro dell'interno e con il Ministro dell'economia e delle finanze (Si veda D. pcm. del 26 Giugno 2007). Nel comma citato, viene, infine, specificato che, alle società interessate dalla prescrizione, sono lasciati tre mesi, dall'entrata in vigore del richiamato D. pcm. [la scadenza doveva essere il 22 Novembre 2007, visto che, avendo il D. pcm. sulla soglia del capitale natura regolamentare, la sua entrata in vigore segue 15 giorni la pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale, avvenuta il 7 Agosto 2007. Tuttavia il termine è stato anticipato, in data 12 Settembre 2007, ad opera del ministro degli affari regionali (On. Linda Lanzillotta) al 7 Novembre], per l'eventuale adeguamento di statuti e patti parasociali.

⁷ Tale norma, pone, in sostanza, una causa di decadenza che riguarda tutti i membri del consiglio di amministrazione, e, pertanto, deve essere l'assemblea a provvedere a nominare il nuovo consiglio (Si noti che, nella fattispecie, non è possibile non ricorrere alla delibera assembleare di nomina. Ai fini dell'adeguamento, infatti, le dimissioni dei consiglieri "di troppo" sarebbero insufficienti, poiché, in assenza di delibera assembleare, i consiglieri rimanenti sarebbero tenuti a integrare, per cooptazione, l'organo, fino a ricostituire il numero deliberato dall'assemblea. Si veda: *Sui cda ridotti decide l'assemblea*, Sole24 Ore del 17 Settembre 2007 e paragrafo 1.1.2). Il legislatore ha stabilito in capo agli amministratori degli enti territoriali un obbligo di adeguamento a una precisa disposizione, senza, tuttavia, prevedere né a chi spetti la verifica, né quali siano le conseguenze dell'omissione. In mancanza di una specifica disciplina, si ritiene siano da applicarsi i principi generali e pertanto: l'accertamento dell'obbligo di riduzione degli amministratori delle partecipate statali spetta ai relativi organi di controllo degli enti territoriali; mentre il danno alla Pubblica Amministrazione, per cui l'ente che non rispetta la norma è responsabile, nella misura di quanto corrisposto per i compensi agli amministratori eccedenti, va perseguito dalla magistratura contabile (Per approfondimenti si veda: *Sui cda delle società la palla ai revisori*, Sole24Ore del 10 Dicembre 2007).

numero totale degli amministratori alle dipendenze dello Stato (considerando, cioè, tutte le società partecipate). Le società effettivamente sottoposte al controllo pubblico sono oggi certamente più di tremila⁸. Secondo il rapporto sul “capitalismo municipale” prodotto dal Centro Studi Unioncamere⁹, nel 2005 tali imprese erano pari a 4875 (+5,9% dal 2003, di cui il 65% controllate con più del 50%), per un totale di ventitremila amministratori e 7,2 amministratori medi per le 3156 società in attività¹⁰ (la Figura II.1 riassume i risultati principali dello studio appena citato).

Figura II.1 – Società e amministratori: il business degli enti locali in Italia



Fonte: Rapporto sul capitalismo municipale (2008), Centro Studi Unioncamere - Dati relativi al 2005 - Estratto dal Sole24Ore del 23 gennaio 2008.

Con riferimento alle società citate in precedenza, considerando tutte le imprese del gruppo ad esse facenti capo, il numero degli amministratori “statali” è pari a 111 per le Poste, 197 per la Rai, 165 per l'Enel e addirittura 316 per le Ferrovie dello Stato. Il consiglio d'amministrazione dell'Enel, per esempio, costa dai 3 ai 15 milioni di euro ogni anno¹¹.

⁸ Dalla risposta data dal ministro degli affari regionali (On. Linda Lanzillotta) all'interrogazione parlamentare dell'Onorevole Luca Volontè (Udc) in merito all'aumento degli amministratori partecipate dagli enti locali: “ [...] i dati sulla consistenza delle società non sono noti ad alcuno: né al Governo, che non ha potere di acquisirli direttamente, né a organizzazioni di categoria [...]”. Si veda: *Notiziario Parlamento e Governo, 10-14 Settembre 2007*.

⁹ Si veda: *Rapporto sul capitalismo municipale*, Centro Studi di Unioncamere.

¹⁰ Tale valore è piuttosto elevato se si considera che la maggiore parte delle aziende a partecipazione statale (in particolare gli Enti Locali) hanno dimensioni esigue.

¹¹ Dipende dalle liquidazioni che vengono elargite ai vari amministratori. Si veda nota n.107 nel paragrafo 1.3.2. Dati al 31 Dicembre 2006.

Facendo riferimento, invece, alle società emittenti azioni quotate presso la Borsa Italiana, una quantificazione del numero dei ruoli d'amministratore si può trovare nell'Analisi dello stato d'attuazione del Codice di Autodisciplina redatto da Assonime per l'anno 2007¹² (si veda la Tabella II.3). Le 275 società oggetto dell'indagine (pari al 98% di tutte le quotate al 31 marzo 2007) hanno complessivamente 2825¹³ consiglieri, per un numero medio d'amministratori, sostanzialmente stabile nel tempo, pari a 10 per società (erano 10,3 negli anni passati). Osservando la variabilità della media all'interno dei segmenti, i consigli più numerosi appartengono alle società più grandi (14,4 nelle S&P e 11,8 in quelle del Midex¹⁴), mentre, ragionando per settore, spiccano i 15,5 amministratori medi nelle società finanziarie contro i 9,2 delle altre società.

2.2. LA RIUNIONE CONSILIARE

Il consiglio d'amministrazione è la manifestazione della collegialità del potere di gestione che, come si è detto, è affidato, inderogabilmente ed esclusivamente, a tutti gli amministratori dai proprietari dell'impresa. Il consiglio, pertanto, deve essere convocato ogni qualvolta la gestione dell'impresa renda necessario deliberare su atti che sono posti, dalla legge o dallo statuto, tra le sue competenze¹⁵. La Tabella II.1 e la Tabella II.2 riportano alcuni dati

¹² Si veda: Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2007), NOTE E STUDI N.112, Assonime ed Emittenti Titoli.

¹³ Dei 2825 consiglieri in società quotate, 2689 sono uomini e 136 sono donne (pari al 4,8% del totale) dato, quest'ultimo, in lieve aumento rispetto al 2006 (125). Una rappresentanza femminile è presente nei consigli di 105 società (pari al 37% del totale), in lieve aumento rispetto alle 93 del 2006. Tra queste: 80 società (erano 68 nel 2006) hanno un consigliere donna, 22 società (21 nel 2006) ne hanno 2, nessuna società (1 nel 2006) ne ha 3, e 3 società, come nel 2006, ne hanno 4.

¹⁴ La dinamica temporale della *size* media dei *boards* delle società del Midex fornisce una consistente prova della forte correlazione (positiva) esistente tra la dimensione dell'impresa e la numerosità dei suoi amministratori. A causa della diversa costruzione dell'indice MIDEEX che viene fatta dal 2005 (prima si trattava di un indice a composizione chiusa di 25 titoli; dal 2005 si tratta di un indice aperto, all'oggi comprendente 42 titoli, il cui ingresso avviene su domanda dell'emittente che deve dimostrare di essere in possesso di determinati requisiti)

¹⁵ Si veda paragrafo 1.4.1. Lo statuto può, comunque, prevedere un certo numero annuo di riunioni obbligatorie. Lo statuto determina, altresì, le formalità da adempiere

che sintetizzano la cadenza delle riunioni dei consigli d'amministrazione, e la partecipazione ad esse, per gli emittenti aventi azioni quotate presso Borsa Italiana¹⁶. Dalla Tabella II.1: in 269 casi (pari al 98% del totale; nel 2006 erano state 250 pari al 93%) le società hanno fornito informazioni sulla cadenza delle riunioni del consiglio d'amministrazione: l'informazione è fornita da tutte le società S&P e del Midex. Il numero medio annuo di riunioni è pari a 9,7 ed è sostanzialmente stabile nel tempo. Si riscontra, invece, una notevole variabilità secondo il settore: la frequenza delle riunioni è generalmente più alta presso le società finanziarie (14,8 riunioni/anno) e, in generale (com'è lecito aspettarsi), presso quelle di maggiori dimensioni (è pari a 12,4 presso le società S&P). A livello di singola società il numero delle riunioni è assai variabile, tra un minimo di 3 e un massimo di 41 riunioni in un anno. Come già nel 2006 (in cui il valore massimo era pari a 34 riunioni), il record di riunioni è stabilito da una banca popolare con gravi problemi e oggetto d'operazioni straordinarie.

È molto migliorata l'informazione sulla partecipazione alle riunioni del consiglio: in 214 casi (pari al 78% del totale; erano 167 pari al 62% nel 2006) le società hanno diffuso tali informazioni. L'informazione è trasmessa con maggiore frequenza dalle società più grandi: nel 92% dei casi (il 79% nel 2006). La partecipazione media alle riunioni consiliari è pari al 88%, in linea con quella degli anni passati e senza grandi variazioni tra un segmento e l'altro (si stanno allineando allo standard le società Expandi, che, negli anni passati, fornivano informazioni con minore frequenza e mostravano una presenza decisamente inferiore).

per la regolarità delle riunioni del consiglio fissando: (1) le modalità di convocazione (Nella pratica: raccomandata, lettera, telegramma e telefax, email con conferma); (2) il tempo entro il quale la convocazione deve essere comunicata ai soggetti che devono intervenire [La tempestività della convocazione deve essere almeno tale da permettere e programmare l'intervento e, pertanto, deve normalmente precedere la riunione di otto giorni più quello fissato per la riunione. Lo statuto può prevedere un termine più breve e un'ulteriore deroga in caso di urgenza (Trib. Milano, 14 luglio 1988, in *Le società*, 1989, p.32)]. Si noti, infine, che lo statuto può prevedere che la riunione avvenga con l'ausilio di mezzi telematici (In tal caso la sede della riunione s'intende stabilita nel luogo in cui è presente il presidente del consiglio e il segretario).

¹⁶ Si veda: Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2007), NOTE E STUDI N.112, Assonime ed Emittenti Titoli.

Tabella II.1 – Operatività e relativa informativa, del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo, negli emittenti azioni quotate presso la Borsa Italiana

INFORMAZIONI SULL'OPERATIVITÀ DEL CdA		Società che forniscono informazioni sulla cadenza delle riunioni del CdA				Numero riunioni	Società che forniscono informazioni sulla frequenza di partecipazione alle riunioni del CdA di ciascun amministratore (dati medi per società)			
LISTINO	Anno	#	N°	%	μ	#	N°	%	μ	
S&P	2007	38	38	100,0%	12,4	38	35	92,1%	86,2%	
	2006	39	38	97,4%	11,3	39	31	79,5%	87,0%	
	2005	38	38	100,0%	11,7	38	29	76,3%	86,3%	
MIDEX	2007	42	42	100,0%	10,0	42	31	73,8%	88,1%	
	2006	38	35	92,1%	10,3	38	26	68,4%	86,2%	
	2005	25	25	100,0%	10,2	25	20	80,0%	84,8%	
ALL STAR	2007	74	70	94,6%	8,7	74	58	78,4%	90,0%	
	2006	70	66	94,3%	8,7	70	46	65,7%	88,8%	
	2005	65	63	96,9%	8,7	65	45	69,2%	89,2%	
di cui STAR	2007	53	50	94,3%	8,5	53	43	81,1%	89,9%	
	2006	49	46	93,9%	8,8	49	34	69,4%	89,2%	
	2005	44	43	97,7%	8,9	44	30	68,2%	89,5%	
di cui TECHSTAR	2007	21	20	95,2%	9,2	21	15	71,4%	90,4%	
	2006	21	20	95,2%	8,7	21	12	57,1%	87,5%	
EXPANDI	2007	24	24	100,0%	7,0	24	16	66,7%	87,5%	
	2006	17	14	82,4%	9,4	17	6	35,3%	74,2%	
ALTRE	2007	97	95	97,9%	9,8	97	74	76,3%	87,6%	
	2006	105	97	92,4%	9,7	105	58	55,2%	86,8%	
	2005	115	106	92,2%	9,3	115	72	62,6%	87,0%	
BANK/ASS	2007	37	37	100,0%	14,3	37	31	83,8%	86,0%	
	2006	44	43	97,7%	13,3	44	32	72,7%	84,6%	
	2005	42	41	97,6%	12,9	42	29	69,0%	85,5%	
ALTRE	2007	238	232	97,5%	8,9	238	183	76,9%	88,4%	
	2006	225	207	92,0%	9,0	225	135	60,0%	87,4%	
	2005	202	190	94,1%	9,0	202	134	66,3%	87,8%	
TOTALE	2007	275	269	97,8%	9,7	275	214	77,8%	88,1%	
	2006	269	250	92,9%	9,8	269	167	62,1%	86,9%	
	2005	244	231	94,7%	9,7	244	163	66,8%	87,4%	
MIB30	2007	28	28	100,0%	13,5	28	25	89,3%	87,0%	
	2006	28	28	100,0%	13,2	28	23	82,1%	85,7%	
	2005	28	28	100,0%	12,5	28	23	82,1%	86,4%	
ex NUMTEL	2007	33	31	93,9%	9,2	33	23	69,7%	90,3%	
	2006	34	32	94,1%	9,1	34	20	58,8%	89,2%	
	2005	32	29	90,6%	9,2	32	18	56,3%	89,9%	

Fonte: Rielaborazione da Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2007), Assonime - Dati relativi al 2006.

Informazioni sulla presenza individuale alle riunioni (si veda Tabella II.2) sono disponibili per 2184 consiglieri pari al 77% dei 2825 amministratori totali (dato in forte aumento rispetto ai 1818 consiglieri, pari al 65% del totale, nel 2006): oltre metà di essi

(1118) risultano sempre presenti, altri 216 hanno partecipato ad almeno il 90% delle riunioni e, complessivamente, 2081 consiglieri (pari al 95% di quelli per cui sono disponibili informazioni) hanno partecipato ad almeno la metà delle riunioni del consiglio. Valori “estremi” in senso negativo sono poco frequenti (casi di presenze pari a 0 sono dichiarati esplicitamente da 17 società, per un consigliere ciascuna; ma, si noti, che in cinque di questi casi la nomina era avvenuta in prossimità della fine dell’anno).

Tabella II.2 – Presenza alle riunioni del consiglio di amministrazione negli emittenti azioni quotate presso la Borsa Italiana

PRESENZE ALLE RIUNIONI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE (DATI SU SINGOLI AMMINISTRATORI)	2007			2006		
	Media	87,4		Media	86,2	
	Mediana	100		Mediana	100	
Distribuzione per presenze	N	%	Cumulata	N	%	Cumulata
100	1116	51%	51%	914	50%	50%
90<x<100	216	10%	61%	197	11%	61%
75<x<90	482	22%	83%	360	20%	81%
50<x<75	267	12%	95%	225	12%	93%
x<50	103	5%	100%	122	7%	100%
Totale	2184	100%		1818	100%	
n.d.	641			980		
Totale generale	2825			2798		

Fonte: Rielaborazione da Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2007), Assonime - Dati relativi al 2006.

Si noti che il Codice di Autodisciplina non contiene esplicite raccomandazioni in merito alla *disclosure* delle informazioni relative all'operatività (riunioni e frequenza) del consiglio di amministrazione. Raccomandazioni in questo senso sono però contenute sia nella Guida alla compilazione della Relazione di Corporate Governance, pubblicata da Assonime nel 2004¹⁷, sia nelle Linee Guida per la redazione della relazione annuale in materia di Corporate Governance predisposta da Borsa Italiana nel Marzo

¹⁷ Si veda: Guida alla compilazione della Relazione sulla Corporate Governance (Febbraio 2004), Assonime ed Emittenti Titoli.

2003, dove, considerato che “il consiglio di amministrazione rappresenta il cuore della *governance* di una società [...]” è esplicitamente sottolineato che una buona trasparenza sull’attività di tale organo “possa contribuire efficacemente alla formazione di un elevato livello informativo che consenta agli investitori di meglio valutare e confrontare i modelli di governo societario”¹⁸. Considerando i dati sopra riportati, si può vedere che la trasparenza sull’operatività del consiglio d’amministrazione è cresciuta in misura notevole, senza che però questo abbia modificato in modo apprezzabile la partecipazione alle riunioni dello stesso.

La convocazione¹⁹ del consiglio, che deve essere comunicata a tutti gli amministratori²⁰ e ai membri del collegio sindacale, spetta, per legge, al Presidente²¹ dello stesso; tuttavia, nella pratica, spesso lo statuto estende tale facoltà anche all’amministratore delegato o a due amministratori²². La riunione degli amministratori è presieduta dal presidente o, in sua assenza, da un amministratore nominato di

¹⁸ Linee guida per la redazione della relazione annuale in materia di Corporate Governance (Marzo 2003), Borsa Italiana.

¹⁹ La convocazione deve contenere: (1) l’ora e il giorno della riunione; (2) il luogo (Il luogo della riunione, purché la possibilità e l’alternativa sede sia prevista dallo statuto, può essere anche diverso dalla sede sociale) (3) l’ordine del giorno [Se nella convocazione non sono indicati gli argomenti da trattare, gli intervenuti possono opporsi alla discussione degli argomenti sui quali non si ritengono sufficientemente informati (Si veda art. 2366 c.c.)].

²⁰ La comunicazione della convocazione a tutti gli amministratori è requisito indispensabile per la validità delle deliberazioni assunte dal consiglio. In assenza di convocazione, il consiglio si ritiene, comunque, validamente costituito, quando sono presenti tutti gli aventi diritto.

²¹ Si veda art. 2380-*bis*¹ c.c. e il paragrafo 2.3.3.

²² Al di là delle disposizioni statutarie, posto che tutti gli amministratori hanno il dovere di vigilare sul generale andamento delle gestione, il consiglio può essere convocato anche da un singolo amministratore: (1) nei casi in cui si rende necessaria la convocazione se le persone preposte non provvedono; (2) se “la convocazione del consiglio può [...] costituire il mezzo più idoneo per impedire il compimento o per eliminare o attenuare le conseguenze dannose di atti pregiudizievoli per la società”. In questa fattispecie “potrebbe configurarsi anche un obbligo dell’amministratore al riguardo, se egli vuole evitare la responsabilità a cui altrimenti andrebbe incontro” (Frè, *Società per azioni*, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna, 1972, p.452). Si veda paragrafo 2.3.

volta in volta dal consiglio. Una volta presieduta la riunione, il presidente nomina un segretario²³ che ne deve redigere il verbale²⁴.

Per la validità delle deliberazioni prese dal consiglio d'amministrazione, salvo quanto disposto nello statuto, che può, comunque, richiedere un quorum costitutivo e deliberativo più elevato²⁵, è richiesto il duplice requisito della presenza della maggioranza degli amministratori in carica²⁶ e il voto favorevole espresso dalla maggioranza assoluta dei presenti²⁷. In caso di deliberazioni non conformi alla legge, o allo statuto, l'azione d'impugnazione²⁸, da proporre entro novanta giorni (dalla data della delibera in questione), è rimessa esclusivamente all'iniziativa del collegio sindacale o degli amministratori assenti o dissenzienti;

²³ In generale, il segretario può anche non essere un amministratore. Nello specifico, invece, per le deliberazioni del consiglio di amministrazione relative alla delega ad aumentare il capitale sociale (Si veda art. 2443 c.c.) o alla emissione di obbligazioni (Si veda art. 2420-ter), il segretario della assemblea consiliare deve essere un notaio.

²⁴ Il verbale deve essere, prima approvato dagli amministratori presenti e poi vidimato dal presidente del consiglio. La verbalizzazione delle deliberazioni del consiglio di amministrazione ha una funzione solamente certificativa della volontà formata con la votazione. Pertanto, le deliberazioni non verbalizzate sono pienamente valide sia nei rapporti interni, sia nei confronti di terzi che ne abbiano avuto conoscenza. Il verbale della deliberazione, che deve essere trascritto sul libro delle adunanze e delle deliberazioni del consiglio di amministrazione (Si veda paragrafo 1.4.3.3), deve riportare: (1) la data e il luogo della riunione; (2) l'elenco dei presenti, degli assenti giustificati e della eventuale mancata giustificazione di un assente; (3) un riassunto degli argomenti trattati; (4) le deliberazioni prese con i risultati delle votazioni e l'indicazione dei votanti a favore, dei contrari e degli astenuti; (5) le dichiarazioni a verbale richieste dai singoli amministratori, che possono riguardare sia l'amministratore che ha interesse proprio, o di altri, nella delibera da assumere (Si veda paragrafo 1.2.2), sia l'amministratore dissenziente intenzionato a ottenere l'esonero di responsabilità (Si vedano art. 2392³ c.c. e paragrafo 1.2.2)

²⁵ Il quorum deliberativo non può mai essere elevato all'unanimità dei voti. Tuttavia lo statuto può prevedere, sempre rispettando il *floor* della maggioranza assoluta e il *cap* della unanimità dei voti, diverse maggioranze a seconda della diversa importanza delle materie da trattare.

²⁶ Condizione, questa, che definisce la regolare costituzione del consiglio.

²⁷ Si veda art. 2388 c.c. Lo stesso articolo precisa, altresì, che, anche se è valido il voto dell'amministratore dato in via telematica (si veda nota 13), il voto deve essere comunque dato personalmente dall'amministratore. Pertanto non è ammessa né la partecipazione, né il voto per rappresentanza.

²⁸ L'impugnazione della delibera consiliare è soggetta alle stesse disposizioni dettate per l'impugnazione della delibera assembleare (Si vedano gli artt. 2377 e 2378 c.c.).

ovvero, in caso di deliberazione che sia lesiva dei diritti di un socio, anche all'iniziativa del socio stesso²⁹.

2.3. LA COMPOSIZIONE DEL CDA

2.3.1. *Gli amministratori esecutivi*

Nella pratica, con il termine di *executives (officers)*³⁰, ci si riferisce a tutti quei soggetti, dipendenti dell'impresa³¹, ai quali è stata delegata (cfr. paragrafo 2.4.) una qualche funzione altrimenti propria del consiglio d'amministrazione. Ad essi fa capo l'esecuzione materiale (di taluni aspetti) dei piani aziendali; piani, che sono il frutto di un processo collegiale di decisione che investe coloro (gli amministratori o *directors*) ai quali è stato affidato il compito gestorio³² dai proprietari dell'impresa (gli *shareholders*)³³. Nel momento in cui un *executive officer* assume anche la carica di amministratore (o viceversa), si viene a formare la figura dell'amministratore esecutivo³⁴ (*executive director*).

Posto che il consiglio di amministrazione è un organo avente carattere unitario e, posto che i compiti fondamentali dello stesso sono la definizione dei piani dell'impresa (e, conseguentemente, la

²⁹ Si veda art. 2388 c.c. Si noti che ai soci sono consentiti anche metodi indiretti volti alla protezione dei propri diritti quali la possibilità di: (1) promuovere la revoca dalla carica (si veda paragrafo 1.1.5.3); (2) presentare denuncia contro gli amministratori al Collegio sindacale (si veda art. 2408 c.c.), e, nei casi più gravi, al tribunale (si veda art. 2409 c.c.); (3) promuovere, se dalla delibera deriva un danno, un'azione di responsabilità (si veda art. 2393 c.c. e paragrafo 2.5.).

³⁰ L'insieme degli *executive (officers e/o directory)* costituisce il *management* della impresa, al quale, spetta il "letterale" compito di "maneggiare" la società.

³¹ Gli amministratori non si configurano, sotto nessun aspetto, come dipendenti dell'impresa. Si vedano i paragrafi 1.3.3 e 1.3.4.

³² Si veda paragrafo 1.4.1.

³³ Si ricorda che per talune operazioni (si veda il paragrafo 1.4.1) il processo di decisione investe direttamente anche i proprietari dell'impresa.

³⁴ La compatibilità tra le funzioni di lavoratore dipendente e di amministratore della società (da accertarsi caso per caso) è, tuttavia, soggetta alla presenza due requisiti oggettivi: l'esistenza del vincolo di subordinazione e di un valido atto di assunzione, non viziato cioè da conflitti di interessi (assenza di auto assunzione). In quest'ottica, non è ammissibile, per esempio, il cumulo dei ruoli di lavoratore dipendente e amministratore unico. Per una rassegna dei casi di incompatibilità si veda: F. Bonelli, *Gli amministratori di S.p.A.*, 2004, Giuffrè, pp.56 – 60.

definizione di coloro che a essi devono dare attuazione³⁵) e la valutazione sull'andamento della stessa [e, conseguentemente, la valutazione dell'operato del *management* (*monitoring*)], all'interno del consiglio, si distingue, quindi, una componente esecutiva, a cui fa capo (in parte) anche la gestione operativa dell'impresa, e una componente non esecutiva. Il contributo di quest'ultima si sostanzia, allora, nell'arricchire “[...] la discussione consiliare con competenze formate all'esterno dell'impresa [...]”, contributo che risulta particolarmente rilevante “sulle tematiche in cui l'interesse degli amministratori esecutivi e quello degli azionisti potrebbero non coincidere (quali, ad esempio, la remunerazione degli stessi amministratori esecutivi e il sistema di controllo interno)”, e nella “valutazione delle proposte e dell'operato degli amministratori esecutivi”³⁶. A questo proposito, si noti che, mentre gli interessi degli amministratori sono (o, almeno in linea di principio, dovrebbero essere) i medesimi degli azionisti (che di fatto demandano a essi, in quanto soggetti, presumibilmente, più capaci di loro stessi, la gestione dell'impresa), gli interessi degli *executives officers* non sono, a priori, per nessuna ragione, allineati con quelli degli azionisti.

Se da un lato l'amministratore esecutivo rappresenta (quindi) un possibile costo in termini di minore allineamento degli interessi del consiglio di amministrazione con quelli degli azionisti, dall'altro risponde alla convenienza, che più spesso è necessità (si pensi al caso d'impresе fortemente diversificate), di conferire all'organo direttivo un punto di vista endogeno all'impresa (a ciò va anche aggiunto il risparmio dei costi connessi a una minore distanza tra il momento decisionale e quello operativo). La soluzione a tale *trade-off* offerta nei codici di *best practice*, lascia parecchia autonomia alle imprese sulla proporzione di esecutivi da introdurre nei propri consigli di amministrazione, seppure raccomandando che “il numero (la competenza, l'autorevolezza e la disponibilità di tempo) degli amministratori non-esecutivi” sia “tale da garantire che il loro

³⁵ In altre parole il *management* è nominata dal consiglio di amministrazione.

³⁶ Commento alla sezione n. 2 del *Codice di Autodisciplina* (2006), Comitato per la Corporate Governance.

giudizio possa avere un peso significativo nell'assunzione delle decisioni consiliari"³⁷.

La prima, e unica, definizione istituzionale di amministratore esecutivo si trova (sin dalla sua prima versione dell'Ottobre 1999) nel Codice di Autodisciplina³⁸. Sono amministratori esecutivi:

- I. con riferimento alla società emittente e alle sue controllate aventi rilevanza strategica:
 - a. i relativi amministratori delegati;
 - b. i relativi presidenti: nel caso a essi vengano attribuite deleghe individuali di gestione o essi abbiano uno specifico ruolo nell'elaborazione delle strategie aziendali;
 - c. tutti gli amministratori che ricoprono incarichi direttivi;
- II. gli amministratori che ricoprono incarichi direttivi in una società che controlla un emittente azioni quotate in Borsa Italiana, nel caso tale incarico riguardi l'emittente;
- III. ogni appartenente al comitato esecutivo dell'emittente se:
 - a. non è stato designato un amministratore delegato o
 - b. la partecipazione a tale comitato comporta, di fatto, il coinvolgimento sistematico³⁹ dei suoi componenti nella gestione corrente dell'impresa.

La Tabella II.3 mostra la composizione dei consigli di amministrazione negli emittenti azioni quotate in Borsa Italiana, come risulta dalla già citata analisi prodotta annualmente da Assonime⁴⁰. Considerato che il modello (inteso in senso qualitativo) di consiglio di amministrazione adottato, rappresenta una scelta di *governance* (che, in quanto tale, implementa, come si è visto, un certo livello di costi e di benefici), e considerato che il consiglio è, come già più volte ribadito, un organo unitario, commentare i dati prodotti nella Tabella II.3, alla luce delle sole risultanze inerenti agli

³⁷ Si veda art. 2.P.3, *Codice di Autodisciplina* (2006), Comitato per la Corporate Governance.

³⁸ Si veda art. 2.C.1, *Codice di Autodisciplina* (2006), Comitato per la Corporate Governance.

³⁹ La sistematicità è da valutare in base alla frequenza delle riunioni e all'oggetto delle relative delibere.

⁴⁰ Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2007), NOTE E STUDI N.112, Assonime ed Emittenti Titoli.

amministratori esecutivi e non, comporterebbe la perdita di parte dell'informazione implicita in tali dati. Per tale motivo, la composizione qualitativa dei consigli di amministrazione delle società quotate sarà analizzata solo dopo avere descritto le altre tipologie di amministratore.

2.3.1.1. IL CHIEF EXECUTIVE OFFICER

L'amministratore esecutivo è, come si è visto, la risultante dell'accumularsi di due differenti compiti (uno a carattere gestorio, l'altro a carattere operativo) in capo ad una sola persona. In questo senso, la figura tipica di *executive director* è quella del *Chief Executive Officer*⁴¹ (CEO). Il CEO, infatti, oltre ad essere il direttore generale dell'apparato esecutivo (il soggetto a cui, cioè, tutti gli altri *executives* devono rendere conto. Cfr. paragrafo 2.4.), è, nella maggior parte dei casi, anche un componente del consiglio di amministrazione. Con riferimento alla realtà italiana, la corrispondente figura è quella dell'amministratore delegato⁴², questo però solo nel caso in cui, secondo la definizione che è adottata dal Codice di Autodisciplina (2006), "in virtù delle deleghe ricevute e dell'esercizio concreto delle stesse" sia anche "il principale responsabile della gestione dell'impresa"⁴³.

Una quantificazione delle società che includono il CEO tra i consiglieri (esecutivi) la si trova nel già citato rapporto di Assonime sull'attuazione del Codice di Autodisciplina. Tuttavia, per la mancanza di una definizione univoca di CEO, e poiché la diffusione delle informazioni necessarie per l'identificazione dello stesso, in base alla definizione sopra citata, non è esplicitamente richiesta dal Codice di Autodisciplina, è più corretto guardare tale statistica come inerente alla numerosità potenziale dei CEO. Premettendo che si è identificato un CEO o laddove esiste un unico amministratore delegato, o, per quelle situazioni in cui ve n'è una pluralità, laddove ne esiste uno che è dotato di deleghe più ampie o è investito di un ruolo di coordinamento degli altri esecutivi o di supervisione alla

⁴¹ Si veda paragrafo 1.1.4.1.

⁴² Si veda paragrafo 2.3.1.1.

⁴³ Commento alla sezione n. 2 del *Codice di Autodisciplina (2006)*, Comitato per la Corporate Governance.

gestione, tra le 268 società che hanno amministratori esecutivi (delle 275 società oggetto dell'indagine solo 7, tutte banche, risultano prive di amministratori esecutivi) è stato individuato un CEO in 205 casi (pari al 75% del totale, in aumento rispetto al 70% del 2006. Si veda Tabella II.5) con una frequenza maggiore nelle società di maggiori dimensioni (84% delle società S&P). I casi per i quali non è possibile identificare un CEO (63 nel 2007 in diminuzione rispetto ai 75 del 2006) sono in genere caratterizzati o dalla presenza di due o più amministratori delegati dotati di deleghe (almeno formalmente) identiche, oppure dalla presenza di più amministratori delegati, dotati di deleghe relative ad aree gestionali distinte, ma sostanzialmente della stessa ampiezza (manca cioè un soggetto predominante deputato alla gestione).

2.3.2. *Gli amministratori indipendenti*

La presenza in consiglio di soggetti non coinvolti in prima persona nella gestione operativa della società (gli amministratori non-esecutivi), è, come si è visto, la soluzione per la potenziale divergenza degli interessi degli amministratori delegati (gli esecutivi) con quelli degli azionisti. In Italia, dalla fine degli anni Novanta (nel 1999, con la prima edizione del Codice di Autodisciplina. L'Inghilterra, aveva introdotto la figura dell'amministratore indipendente già dal 1992 con il Cadbury Report, che a sua volta recepiva parecchi lavori americani del decennio precedente, le cui fondamenta sono riscontrabili nei contributi di John Carver⁴⁴), si è esplicitamente iniziato a rilevare che, se "nelle società ad azionariato diffuso, l'aspetto più delicato" consisteva nel conflitto d'interessi fra azionisti e amministratori delegati (conflitto che, come si è visto, si tentava di minimizzare con la previsione di un certo numero di non-esecutivi nei consigli di amministrazione), "nelle società a proprietà concentrata, o dove sia comunque identificabile un gruppo di controllo, pur continuando a sussistere la problematica dell'allineamento degli interessi degli amministratori delegati con quello degli azionisti, emerge la

⁴⁴ Si veda: J. Carver, *Improving Board Control and Effectiveness: The Problems of Non-Profit Governance, Part I, II, III*, in: *The Non-Profit Administrator's Master Guide*, 1982.

necessità che alcuni amministratori siano indipendenti anche dagli azionisti di controllo, per permettere al consiglio di verificare che siano valutati con sufficiente indipendenza di giudizio” (anche quei) “casi di potenziale conflitto d’interesse tra la società e gli azionisti di controllo”⁴⁵. Nasce, così, la figura dell’amministratore indipendente. Secondo quanto definito nel Codice di Autodisciplina⁴⁶, non è da considerarsi tale l’amministratore che:

- I. direttamente o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciari o per interposta persona:
 - a. controlla l’emittente, o
 - b. è in grado di esercitare su di esso un’influenza notevole, o
 - c. partecipa a un patto parasociale attraverso il quale uno, o più soggetti possono esercitare il controllo o un’influenza notevole sull’emittente;
- II. è, o è stato nei precedenti tre esercizi, un esponente di rilievo⁴⁷:
 - a. dell’emittente, o
 - b. di una sua controllata avente rilevanza strategica, o
 - c. di una società sottoposta a comune controllo con l’emittente, o
 - d. di una società o di un ente che, anche insieme con altri attraverso un patto parasociale, controllo l’emittente o è in grado di esercitare sullo stesso un’influenza notevole;

⁴⁵ Commento alla sezione n. 3 del *Codice di Autodisciplina (1999)*, Comitato per la Corporate Governance.

⁴⁶ Si veda art. 3.C.1, Codice di Autodisciplina (2006), Comitato per la Corporate Governance. Si noti che le ipotesi di non indipendenza elencate del Codice di Autodisciplina non sono, comunque, tassative. Di fatto è il consiglio di amministrazione che, di volta in volta, valuta, e nel caso sancisce, l’indipendenza dei propri componenti (cfr. quanto specificato a proposito nel seguito del presente paragrafo).

⁴⁷ Sono da considerarsi esponenti di rilievo di una società o di un ente: il presidente dell’ente, il rappresentante legale, il presidente del consiglio di amministrazione, gli amministratori esecutivi e i dirigenti con responsabilità strategiche della società o dell’ente considerato [art. 3.C.2, Codice di Autodisciplina (2006)].

- III. direttamente o indirettamente, ha, o ha avuto nell'esercizio precedente, una significativa relazione commerciale, finanziaria o professionale con:
- a. l'emittente, o
 - b. una sua controllata, o
 - c. esponenti di rilievo dell'emittente o di una sua controllata, o
 - d. un soggetto che, anche insieme con altri attraverso un patto parasociale, controlla l'emittente, ovvero, trattandosi di società o ente, con i relativi esponenti di rilievo, o
 - e. è, o è stato, nei precedenti tre esercizi, lavoratore dipendente di uno dei predetti soggetti;
- IV. riceve, o ha ricevuto nei precedenti tre esercizi, dall'emittente o da una società controllata o controllante una significativa remunerazione aggiuntiva rispetto all'emolumento "fisso" di amministratore non esecutivo dell'emittente, ivi inclusa la partecipazione a piani d'incentivazione legati alla *performance* aziendale, anche a base azionaria;
- V. è stato amministratore dell'emittente per più di nove anni negli ultimi dodici anni;
- VI. riveste la carica di amministratore esecutivo in un'altra società nella quale un amministratore esecutivo dell'emittente abbia un incarico di amministratore;
- VII. è socio o amministratore di una società o di un'entità appartenente alla rete della società incaricata dalla revisione contabile dell'emittente;
- VIII. è stretto familiare di una persona che si trovi in una delle situazioni di cui ai precedenti punti.

L'amministratore indipendente, pertanto, "non è soltanto non esecutivo [...], ma [...] non deve avere" (nè deve avere di recente intrattenuto) "relazioni economiche con la società, con le sue controllate, con il management, gli azionisti di controllo, di rilevanza, tali da condizionarne l'autonomia di giudizio; non è azionista rilevante⁴⁸, nè partecipa a patti di sindacato⁴⁹ che

⁴⁸ Si veda art. 120, T.U.F.

⁴⁹ Si veda art. 122, T.U.F.

controllino la società stessa; non è parente stretto dei soggetti citati, *managers* o azionisti”⁵⁰. Di fatto, l’obiettivo di un modello di *governance* incentrato sulla figura degli amministratori indipendenti⁵¹, è quello di inserire in consiglio di amministrazione soggetti che tendano a simulare il comportamento di soci marginali “attivi, superando i problemi generati, in una situazione di azionariato diffuso, dalla tendenza dei soci medesimi all’apatia razionale (ossia a rimanere passivi per evitare i costi connessi all’azione collettiva di monitoraggio)”⁵², e, in una situazione di azionariato concentrato, dalla tendenza dei soci di maggioranza a estrarre benefici privati dall’impresa, a scapito del valore di quest’ultima (e quindi, in definitiva, a scapito degli altri azionisti).

La Tabella II.3 riassume la composizione del consiglio di amministrazione negli emittenti con azioni quotate alla Borsa Italiana, con riferimento all’individuazione degli amministratori appartenenti alle tre categorie: esecutivi, non esecutivi e indipendenti (da intendersi come sottoclasse dei non esecutivi). L’identificazione nominativa degli amministratori appartenenti a ciascuna classe (reperibile in 273 dei 275 casi indagati) è quasi sempre possibile, così come la classificazione a livello di singolo consigliere (reperibile per il 97% dei 2825 consiglieri totali divisi nelle 275 società oggetto di analisi) che porta a identificare 772 amministratori esecutivi, 1974 non esecutivi tra cui 1110 indipendenti (cfr. Tabella II.4). La composizione qualitativa dei consigli di amministrazione delle società analizzate, individuabile in 274 dei casi totali, mostra una proporzione media di esecutivi pari a 2,8, di non esecutivi pari a 7,2 e di indipendenti pari a 4 (sui 10 amministratori medi), per una corrispondente percentuale media dei

⁵⁰ F. Morganti, *Lo spettro europeo degli amministratori indipendenti*, Sole24Ore del 9 Marzo 2006.

⁵¹ La definizione di requisiti di indipendenza per una parte degli amministratori, è un elemento che non investe solo la *corporate governance* degli emittenti azioni quotate alla Borsa Italiana. A questo proposito si veda: paragrafo 1.1.2, nota n.6 e n. 44 del capitolo 1. Si noti, altresì, che con l’introduzione dei due alternativi sistemi di amministrazione e controllo (con il D.Lgs. 6/2003; si veda paragrafo 2.4), sono stati fissati requisiti particolari di composizione degli organi sociali, funzionali alla indipendenza dei componenti degli stessi.

⁵² M. Belcredi, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, Rivista delle Società, 2005.

posti assegnati in consiglio pari al 32%, al 68% e al 39%. Più nel dettaglio, gli indipendenti risultano almeno un terzo dei componenti del consiglio in 164 società (pari al 60% del totale), e almeno la metà degli amministratori in 71 di queste (pari al 26% del totale). Pare, pertanto, che il giudizio degli amministratori non esecutivi e indipendenti possa avere, tendenzialmente, un peso significativo nelle decisioni consiliari [così come esplicitamente richiesto dal Codice di Autodisciplina⁵³. A questo proposito si noti che solo in 34 società (pari al 12,3% del totale, quasi tutte di minori dimensioni⁵⁴), gli amministratori non esecutivi sono in minoranza (in 12 di queste i non esecutivi hanno un peso inferiore a 1/3 del consiglio, mentre in 2 sono del tutto assenti)]. Risulta almeno curioso che i consiglieri-donna sono qualificati come esecutivi in 39 casi (pari quindi al 29% del totale, contro una media generale del 39%) e come non esecutivi in 97 casi sui 136 totali (pari al 71% del totale, contro una media generale del 61%). La (esigua) presenza femminile nei consigli di amministrazione delle società aventi azioni quotate (i consiglieri-donna corrispondono al 4,8% dei totali. Cfr. nota n. 14) è dunque più sbilanciata verso il ruolo di consigliere non esecutivo, ma non indipendente. La composizione del consiglio di amministrazione, mostra notevoli differenze a livello di sottocampione, principalmente ricollegabili alla diversa numerosità e complessità della società. Una discreta variabilità della proporzione media degli amministratori esecutivi emerge dal confronto tra indici (con punte più elevate per All Star ed Expandi). Considerazioni simili valgono anche per il numero medio dei non esecutivi [(7,2) variabile tra un minimo di 4,3 unità per le società Expandi e un massimo di 12 unità per le S&P] e degli indipendenti [(4) 7,4 nelle società S&P (51% dei consiglieri); 5,2 nel Midex (44%); 3,4 (38%) tra le All Star; 3,1 (33%) presso il gruppo delle Altre Società].

In definitiva, nelle società S&P e del Midex (quelle di maggiori dimensioni), si rileva una maggiore ampiezza dei consigli di amministrazione (cfr. paragrafo 2.1.) cui fa riscontro un peso numerico tendenzialmente inferiore degli amministratori esecutivi e

⁵³ Si veda art. 2.P.3, Codice di Autodisciplina (2006), Comitato per la Corporate Governance, e quanto specificati in proposito nel seguito del presente paragrafo.

⁵⁴ Vi fanno parte anche 3 emittenti del Midex.

una maggiore presenza di non esecutivi e d'indipendenti. Nel complesso, pertanto, si osserva un maggiore accentramento di poteri delegati (si veda paragrafo 2.4.), a cui fa da contraltare un consiglio di amministrazione maggiormente strutturato. Si noti, infine, che una particolare composizione dei consigli di amministrazione è riscontrabile per le società del settore finanziario. I consigli di tali società, consistentemente più ampi (cfr. paragrafo 2.1.), sono composti, in media, per il 17% da esecutivi (2,4 rispetto ai 15,5 membri medi di settore, contro i 2,9, pari al 34% dei consiglieri, degli altri settori), e per il 50% da indipendenti (7,8 contro i 3,5, pari al 37% dei consiglieri, per gli altri settori). Tale specificità, se è vero che può essere spiegata da una struttura di deleghe peculiare di settore (la minore percentuale di settore di presidenti-delegati rafforza tale ipotesi. Cfr. paragrafo 2.3.3.) in cui si tende ad attribuire i rilevanti poteri di gestione più che a singoli amministratori (delegati), a un comitato esecutivo (si veda paragrafo 2.4.3) o eventualmente (nell'ambito delle direttive del consiglio) ai soggetti all'apice della struttura amministrativa, può trovare altresì spiegazione nell'adozione, da parte delle banche e delle assicurazioni, di criteri per giudicare l'indipendenza dei consiglieri, non sempre omogenei rispetto a quelli adottati dalle società di altri settori (il punto è approfondito in seguito. In forza di tale ipotesi si noti che, contrariamente a quanto esplicitamente statuito nel Codice di Autodisciplina all'art. 2.C.1., solo i componenti dei comitati esecutivi di banche e assicurazioni, sono talvolta giudicati non esecutivi e indipendenti).

Tabella II.3 - Composizione del Consiglio di amministrazione negli emittenti azioni quotate in Borsa Italiana

COMPOSIZIONE DEL CDA		Società che individuano il numero degli amministratori delle varie categorie			Numero degli amministratori	Amministratori ESECUTIVI (% rispetto al totale del CdA)		Amministratori NON ESECUTIVI (% rispetto al totale del CdA)		Amministratori INDIPENDENTI (% rispetto a totale CdA)		Società il cui Collegio sindacale attesta la correttezza della valutazione formale dell'indipendenza dei consiglieri		
						μ	%	μ	%	μ	%	#	N°	%
LISTINO	Anno	#	N°	%	μ	μ	%	μ	%	μ	%	#	N°	%
S&P	2007	38	38	100,0%	14,4	2,4	19,1%	12,0	80,9%	7,4	51,5%	37	18	48,6%
	2006	39	39	100,0%	14,5	1,8	14,0%	12,6	86,0%	7,8	53,4%	n.a.	n.a.	n.a.
	2005	38	38	100,0%	14,3	1,8	14,4%	12,5	85,6%	7,2	48,9%	n.a.	n.a.	n.a.
MIDEX	2007	42	42	100,0%	11,8	2,7	26,2%	8,9	73,8%	5,2	43,8%	42	14	33,3%
	2006	38	38	100,0%	12,9	2,6	22,1%	10,3	77,9%	6,2	46,6%	n.a.	n.a.	n.a.
	2005	25	25	100,0%	14,0	2,3	17,6%	11,7	82,4%	6,8	48,7%	n.a.	n.a.	n.a.
ALL STAR	2007	74	74	100,0%	9,0	3,2	36,3%	5,8	63,7%	3,4	38,1%	71	22	31,0%
	2006	70	70	100,0%	9,2	2,9	33,9%	6,2	66,1%	3,5	37,7%	n.a.	n.a.	n.a.
	2005	65	65	100,0%	9,3	3,1	35,6%	6,2	64,4%	3,5	37,7%	n.a.	n.a.	n.a.
di cui STAR	2007	53	53	100,0%	9,2	3,2	35,9%	6,0	64,1%	3,6	38,9%	52	18	34,6%
	2006	49	49	100,0%	9,5	2,9	33,4%	6,4	66,6%	3,9	39,7%	n.a.	n.a.	n.a.
	2005	44	44	100,0%	9,8	3,3	35,9%	6,5	64,1%	3,9	39,5%	n.a.	n.a.	n.a.
di cui TECHSTAR	2007	21	21	100,0%	8,6	3,0	37,2%	5,5	62,8%	3,0	36,1%	19	4	21,1%
	2006	21	21	100,0%	8,7	3,0	35,3%	5,8	64,7%	2,8	33,1%	n.a.	n.a.	n.a.
EXPANDI	2007	24	24	100,0%	7,7	3,0	45,6%	4,3	54,4%	2,4	32,8%	24	1	4,2%
	2006	17	15	88,2%	7,5	2,2	34,3%	5,3	65,7%	3,1	38,4%	n.a.	n.a.	n.a.
ALTRE	2007	97	96	99,0%	8,9	2,7	33,4%	6,3	66,6%	3,1	33,3%	94	25	26,6%
	2006	105	102	97,1%	8,7	2,5	33,1%	6,3	66,9%	3,4	34,5%	n.a.	n.a.	n.a.
	2005	115	115	100,0%	9,3	2,4	28,8%	6,9	71,2%	4,2	40,6%	n.a.	n.a.	n.a.
BANK/ASS	2007	37	37	100,0%	15,5	2,4	17,4%	13,	82,6%	7,8	50,5%	36	11	30,6%
	2006	44	44	100,0%	15,3	1,7	14,1%	13,4	85,9%	9,3	59,5%	n.a.	n.a.	n.a.
	2005	42	42	100,0%	15,3	1,7	12,9%	13,6	87,1%	9,3	57,9%	n.a.	n.a.	n.a.
ALTRE	2007	238	237	99,6%	9,2	2,9	34,5%	6,3	65,5%	3,5	36,8%	232	69	29,7%
	2006	225	219	97,3%	9,3	2,7	31,1%	6,6	68,9%	3,5	36,7%	n.a.	n.a.	n.a.
	2005	202	202	100,0%	9,3	2,7	30,9%	6,6	69,1%	3,6	38,3%	n.a.	n.a.	n.a.
TOTALE	2007	275	274	99,6%	10,	2,8	32,2%	7,2	67,8%	4,0	38,7%	268	80	29,9%
	2006	269	263	97,8%	10,3	2,5	28,3%	7,7	71,7%	4,4	40,4%	n.a.	n.a.	n.a.
	2005	244	244	100,0%	10,3	2,5	27,8%	7,8	72,2%	4,6	41,7%	n.a.	n.a.	n.a.
MIB30	2007	28	28	100,0%	15,3	2,5	18,4%	12,8	81,6%	8,4	55,3%	27	14	51,9%
	2006	28	28	100,0%	15,1	1,9	13,4%	13,3	86,7%	8,4	55,5%	n.a.	n.a.	n.a.
	2005	28	28	100,0%	14,6	1,8	13,0%	12,9	87,0%	7,6	51,6%	n.a.	n.a.	n.a.
ex NUMTEL	2007	33	33	100,0%	7,9	2,7	34,7%	5,2	65,3%	2,8	37,3%	30	8	26,7%
	2006	34	34	100,0%	7,9	2,6	33,8%	5,3	66,2%	2,6	34,0%	n.a.	n.a.	n.a.
	2005	32	32	100,0%	8,0	2,7	34,4%	5,4	65,6%	2,6	34,0%	n.a.	n.a.	n.a.

Fonte: Rielaborazione da Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2007), Assonime - Dati relativi al 2006

L'identificazione di una classe di amministratori indipendenti, portatrice, all'interno dei *boards*, d'interessi diversi sia da quelli dell'azionista di maggioranza, che da quelli del *management*, ha avuto per anni carattere meramente formale [chiunque, di fatto,

poteva essere qualificato come indipendente previa autocertificazione. Santella, Paone e Drago (2006), trovano che nel 2003 solo 5 dei 284 amministratori indipendenti esaminati possiedono, effettivamente, tutti i parametri d'indipendenza richiesti dal Codice di Autodisciplina (2002)⁵⁵] e nessuna implicazione sostanziale in termini di miglioramenti della *corporate governance* [fino all'ultima edizione del Codice di Autodisciplina (2006) e alla Nuova Legge sul Risparmio (L. n. 262/2005), la sola prescrizione "pratica" riguardante gli amministratori indipendenti era la raccomandazione che "nei consigli di amministrazione delle società quotate" fosse "eletto un numero di amministratori indipendenti [...] adeguato"⁵⁶].

È solo in conseguenza degli scandali finanziari dei primi anni del duemila (il *crack* Enron è del 2002; quello di Parmalat del 2003. Con riferimento a quest'ultimo: Callisto Tanzi, azionista di maggioranza del gruppo Parmalat, a cui sono stati contestati, in relazione al *crack* del gruppo alimentare, i reati di associazione a delinquere e concorso in bancarotta fraudolenta, interrogato dai giudici ha sostenuto "che le banche lo" avevano "raggirato, riempiendolo di denaro nonostante lo stato dei suoi bilanci. Se invece di avere come indipendente il suo commercialista, Fausto Tonna, avesse avuto qualche vero indipendente, nominato magari da azionisti di minoranza, [...] forse qualche decisione in consiglio sarebbe stata diversa"⁵⁷) che, anche in Italia, [il tema degli amministratori indipendenti è, ad esempio, uno degli argomenti centrali anche della revisione del Combined Code on Corporate Governance britannico (2006)], è stato percepito come necessario, dotare i *boards* di una maggiore, ma soprattutto sostanziale, indipendenza di giudizio.

A tale necessità si è tentato di rispondere con le innovazioni normative introdotte in tema dalla Legge sulla Tutela del Risparmio (L. n. 262/2005), prima, e dalla nuova versione del Codice di

⁵⁵ Si veda: P. Santella, G. Paone, C. Drago, *How independent are independent directors? The case of Italy*, Working Paper, 2006

⁵⁶ Commento alla sezione n. 3 del *Codice di Autodisciplina* (1999), Comitato per la Corporate Governance.

⁵⁷ F.Morganti, *Lo spettro europeo degli amministratori indipendenti*, Sole24Ore del 9 Marzo 2006.

Autodisciplina (2006), poi. Innanzi tutto, “almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione, ovvero due, se il consiglio è composto di più di sette membri, deve possedere i requisiti d’indipendenza stabiliti per i sindaci, e, se lo statuto lo prevede, anche gli ulteriori requisiti stabiliti da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria”⁵⁸. Inoltre la perdita, successiva alla nomina, dei requisiti d’indipendenza richiesti, deve essere immediatamente comunicata al consiglio e rappresenta causa di decadenza dalla carica di amministratore⁵⁹. Indipendentemente dalla dimensione del consiglio, poi, il Codice di Autodisciplina raccomanda che il numero degli amministratori indipendenti all’interno del consiglio sia tale da garantire la corretta costituzione dei comitati interni previsti dal Codice⁶⁰, nonché un’autonomia di giudizio sulla gestione da parte del consiglio stesso che sia volta al perseguimento della creazione del valore per gli azionisti dell’emittente⁶¹. Sempre in direzione di una più sostanziale qualifica degli amministratori come indipendenti, il Codice di Autodisciplina pone particolare attenzione anche sul processo valutativo dell’indipendenza. Posto che la (iniziale) qualifica a operare come indipendente è lasciata ai singoli amministratori tramite autocertificazione, il Codice esplicita in modo puntuale i criteri (otto, come si vede dalla definizione riportata a inizio del presente paragrafo) in base a cui configurare un amministratore come indipendente. Se da un lato tali criteri non hanno carattere né

⁵⁸ Si veda art. 148³, T.U.F.

⁵⁹ Si veda art. 147-ter⁴, T.U.F. così come modificato dall’art. 3¹³ del D.Lgs. 303/2006. (Relativamente alle cause di decadenza si veda, invece, il paragrafo 1.1.2). Restano escluse dall’ambito di applicazione di tale norma le società che adottano il sistema monistico per le quali continua a valere quanto disposto dell’art. 2409-*septiesdecies*², c.c. (Si veda paragrafo 2.4.2).

⁶⁰ Si vedano i paragrafi 1.1.1, 1.3.5, 1.4.4.

⁶¹ Si veda l’art. 3.C.3 del *Codice di Autodisciplina (2006)*, Comitato per la Corporate Governance. Tale prescrizione è esplicitamente volta a quelle situazioni in cui l’emittente è soggetto ad attività di direzione e coordinamento da parte di terzi o è controllato da un soggetto operante, direttamente o attraverso altre società controllate, nello stesso settore di attività o in settori contigui.

tassativo né esaustivo⁶², l'adozione di criteri aggiuntivi o diversi da quelli indicati, implica la fornitura di adeguata e motivata comunicazione al mercato (esemplificativa, in questo senso, è la dichiarazione di un emittente che afferma, nella relazione sul governo societario: “ il consigliere [...], pur essendo amministratore della società da più di 9 anni, si ritiene possa essere qualificato come indipendente data la sua autonomia di giudizio e l'indubbia e rigorosa professionalità dimostrata dallo stesso nel corso degli anni”). Il Codice raccomanda poi che il consiglio di amministrazione “dopo la nomina di un amministratore che si è qualificato come indipendente, e successivamente almeno una volta l'anno” valuti la sussistenza sostanziale di tale indipendenza⁶³. Valutazione che, in più, è sottoposta alla supervisione del collegio sindacale cui spetta la verifica della correttezza del processo valutativo⁶⁴.

I dati relativi ai consigli di amministrazione delle società quotate alla Borsa Italiana (cfr. Tabella II.3 e Tabella II.4) non sembrano, tuttavia, indicare una pronta attuazione di tali prescrizioni. Per quanto introdotto dalla L. n. 262/05 ci si aspetterebbe un aumento degli amministratori indipendenti sul totale. Dalla Tabella II.3 si riscontra, invece, un, seppur lieve, *trend* negativo nei valori medi dei posti in consiglio a essi assegnati (4 nel 2007, 4,4 nel 2006 e 4,8 nel 2005) a fronte di una *size* dello stesso piuttosto costante nel tempo (10 nel 2007, 10,3 nel 2006 e nel 2005). A questo proposito è giusto notare che dai dati contenuti

⁶² Si veda il Commento alla sezione n. 3 del *Codice di Autodisciplina (2006)*, Comitato per la Corporate Governance.

⁶³ Si veda l'art. 3.C.4 del *Codice di Autodisciplina (2006)*, Comitato per la Corporate Governance. Lo stesso articolo auspica, altresì, che l'esito delle valutazioni d'indipendenza effettuate dal consiglio, nonché i parametri di indipendenza adottati nella valutazione, siano resi noti, in occasione della nomina, mediante un comunicato diffuso al mercato e, successivamente, nell'ambito della relazione sul governo societario.

⁶⁴ Si veda l'art. 3.C.5 del *Codice di Autodisciplina (2006)*, Comitato per la Corporate Governance. Anche l'esito dei controlli effettuati dal collegio sindacale deve essere reso noto al mercato (nell'ambito della relazione sul governo societario o della relazione dei sindaci all'assemblea).

nello studio di Assonime⁶⁵ non possono ancora emergere in modo completo gli effetti della legge sulla Tutela del Risparmio e dei relativi Regolamenti attuativi, dato che i termini per l'adeguamento degli statuti delle società quotate sono stati via via prorogati fino a fine Giugno 2007. Ecco che pertanto, un giudizio su questo punto dovrebbe, quantomeno, essere rimandato a future verifiche. Dalla Tabella II.3, risulta, poi, che solo in 80 casi, pari al 30% del totale, il collegio sindacale, ha attestato la corretta applicazione dei criteri e delle procedure di accertamento adottati dal consiglio per valutare l'indipendenza dei propri membri⁶⁶.

⁶⁵ Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2007), NOTE E STUDI N.112, Assonime ed Emittenti Titoli.

⁶⁶ La frequenza con cui tale attestazione è reperibile varia in funzione della dimensione della società: essa è massima presso le società S&P (49% dei casi) e minima presso le Expandi (dove è fornita da una sola società).

Tabella II.4 - L'indipendenza degli amministratori negli emittenti azioni quotate in Borsa Italiana

AMMINISTRATORI INDIPENDENTI IN SITUAZIONI PARTICOLARI	Dati 2007	Bank/Ass	Altre	Dati 2006	Bank/Ass	Altre
Numero totale amministratori	2825	569	2256	2798	692	2106
di cui:						
con classificazione disponibile	2746	566	2180	2756	673	2083
Esecutivi	772	88	684	678	76	602
Non Esecutivi	1974	478	1496	2078	597	1481
di cui Indipendenti	1110	289	821	1192	411	781
Situazioni particolari riscontrate nelle verifica						
Cariche in società:						
controllate	30	27	3	52	49	3
controllanti	8	4	4	9	7	2
soggette a comune controllo	2		2	4	4	
Remunerazione:						
stock options	10		10	9		9
remunerazione elevata	109	64	45	124	89	35
Membri di comitato esecutivo e assenza di AD e riunioni frequenti	22	22		39	39	
	34	33	1	60	60	
Cross-directorship	19	12	7	13	5	8
Cognomi "ricorrenti"	2	2	0	5	2	3
In carica 9 anni fa:						
fonte Calepino	138	74	64	177	103	74
fonte Annuario ABI	73	73		129	126	3
Indipendenti che non ricadono in alcuna situazione particolare						
Numero totale	835	138	697	850	193	657
(valori %)	75,2%	47,8%	84,9%	71,3%	47,0%	84,1%

Fonte: Rielaborazione da Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2007), Assonime - Dati relativi al 2006.

La verifica dell'attuazione di tali criteri è, invece, fornita dalla Tabella II.4, che quantifica gli amministratori qualificati, dalle società, come indipendenti, che però si trovano in quelle "condizioni particolari" che il Codice indica come presupposto per la mancanza

dell'indipendenza di giudizio richiesta⁶⁷. I numeri evidenziati mostrano che gli indipendenti che nel 2007 non rientrano in alcuna situazione particolare sono 835 su 1110 (pari al 75% del totale), mentre nel 2006 erano 850 su 1192 (pari al 71% del totale): a fronte di un calo del numero totale di indipendenti (di 82 unità), si registra, cioè, un minore calo (di 15 unità) del numero degli stessi che non si trovano in situazioni particolari. La diminuzione del numero totale degli indipendenti sembra quindi collegabile alla riclassificazione di un certo numero di persone che si trovavano in “situazioni particolari”, e, quindi, pare accresciuta la sensibilità delle società verso le situazioni di non indipendenza considerate nel nuovo Codice. In ogni caso, le citate percentuali di “indipendenza da Codice” sembrano indicare una buona “qualità” degli amministratori indipendenti in Italia. Tuttavia, data questa tendenza generale, dai dati pare almeno altrettanto certa la difformità dei criteri di valutazione dell'indipendenza tra le società appartenenti al settore finanziario e quelle degli altri settori. Osservando, in ottica comparata, la dinamica degli indipendenti dal 2006 si evidenzia che: (1) nel settore finanziario il numero di questi ultimi cala di circa 120 unità a fronte di un aumento di 40 per gli altri settori; (2) gli indipendenti che non si trovano in situazioni particolari aumentano esattamente di 40 unità nei settori non finanziari, mentre diminuiscono di 55 unità presso banche e assicurazioni; (3) oltre alla metà degli indipendenti “finanziari” si trova tuttora in situazioni

⁶⁷ I dati contenuti nella Tabella II.4 non possono portare a una valutazione della “vera” indipendenza degli amministratori. Oltre alla già ricordata non tassatività dei criteri di indipendenza elencati nel codice (le società possono quindi non adottarli, ovvero adottare criteri aggiuntivi o anche solo parzialmente diversi da essi, dandone però adeguata e motivata comunicazione al mercato), la valutazione dell'indipendenza secondo i nuovi criteri e le nuove modalità può essere avvenuta solo nel 2007. E quindi, data la prassi presso molte società di valutare l'indipendenza una volta all'anno nel Consiglio di amministrazione immediatamente successivo alla assemblea di approvazione del bilancio, la valutazione riportata nella Relazione relativa alla applicazione del codice nel 2006, da cui è estratta la Tabella II.4, può fare ancora riferimento ai criteri del codice 2002. Nel leggere la Tabella II.4, si noti, infine, che: (1) le statistiche riportate nella Tabella II.4 non sono tra loro sommabili, poiché una singola persona può trovarsi in più situazioni particolari; (2) tra gli amministratori indipendenti, coerentemente con le convenzioni adottate riguardo alle società monistiche e dualistiche dal T.U.F., sono inclusi anche i soggetti che sono membri dell'“organo di controllo” (Si veda paragrafo 2.4.3).

particolari, mentre negli altri settori simili situazioni sono assai più rare (15%). Nel settore finanziario pare, pertanto, che il processo di riclassificazione sia in corso ma non ancora completato. Ciò risulta in modo ancora più evidente se si provano ad applicare rigidamente i nuovi criteri di indipendenza: nel settore finanziario, gli indipendenti non sono (come in Tabella II.4) la maggioranza del consiglio, ma solo il 24% del totale; negli altri settori, invece, la riduzione, seppure presente, è assai più contenuta (dal 37% al 32%).

Il Codice di Autodisciplina, infine, in modo da facilitare l'operatività degli amministratori indipendenti, raccomanda che questi ultimi si riuniscano almeno una volta l'anno in assenza degli altri amministratori⁶⁸ e che, in quelle particolari circostanze in cui il giudizio della componente indipendente del consiglio può, più facilmente, essere compromessa, il consiglio designi, tra di essi, un *Lead Independent Director*⁶⁹.

2.3.2.1. IL LEAD INDEPENDENT DIRECTOR

La *practice* internazionale in tema di *corporate governance* evita la concentrazione di più cariche societarie in una sola persona senza adeguati contrappesi. La separazione che più spesso viene invocata è quella tra i ruoli di presidente del consiglio di amministrazione e CEO: in base ad una ricerca di Hill & Knowlton⁷⁰ lo *splitting* di questi due ruoli rappresenta un elemento imprescindibile di buona *governance* per la maggior parte dei *managers* europei (66%) e asiatici (45%). Il Codice di Autodisciplina recepisce pienamente quest'impostazione raccomandando esplicitamente di evitare la concentrazione di cariche sociali in una sola persona⁷¹, e di istituire tra gli amministratori indipendenti, in quelle circostanze in cui le caratteristiche di imparzialità del presidente del consiglio di amministrazione possono venire meno, un *Lead Independent Director* (LID). Più specificatamente, il LID, nel sistema di

⁶⁸ Si veda l'art. 3.C.6 del *Codice di Autodisciplina (2006)*, Comitato per la Corporate Governance.

⁶⁹ Si veda paragrafo 2.3.2.1.

⁷⁰ Si veda *Corporate Reputation Watch (2003)*, Hill & Knowlton.

⁷¹ Si veda l'art. 2.P.4 del *Codice di Autodisciplina (2006)*, Comitato per la Corporate Governance.

governance delineato dal Comitato per la Corporate Governance, deve rappresentare la necessaria figura di “contrappeso” a quella del CEO-presidente del consiglio o del presidente-azionista di maggioranza dell’emittente.

Indipendentemente dalla suddivisione delle cariche sociali, il *Lead Independent Director* rappresenta poi, laddove istituito, anche il collegamento tra gli amministratori esecutivi e non “per un migliore contributo all’attività e al funzionamento del consiglio”⁷² di questi ultimi. Nella pratica, pertanto, il LID, in comune con il presidente del consiglio (cfr. paragrafo 2.3.3.), risulta il responsabile dell’informatività degli amministratori ed è investito della “facoltà di convocare, in modo autonomo o su richiesta di altri consiglieri, apposite riunioni di soli amministratori indipendenti (per la discussione dei temi giudicati di interesse rispetto al funzionamento del consiglio di amministrazione o alla gestione sociale)”⁷³.

Come si può notare dalla Tabella II.5 sulle 205 società per le quali è stato possibile identificare la figura del CEO, in 108 casi (pari al 53% dei potenziali CEO identificati, e al 39% del totale delle società) tale figura coincide con quella con quella del Presidente e si può, pertanto, parlare di *Chairman-CEO*. Si nota altresì che la frequenza dei casi di *Chairman-CEO* è in lieve aumento a livello generale (il citato 39% contro il 32% del 2005) ma è in diminuzione tra le società di maggiori dimensioni (18% del totale nel 2007 contro il 26% del 2006 presso le società S&P). L’istituzione della figura del LID, come si è visto nuova per l’Italia, è divenuta per contro più frequente: essa è riscontrabile presso 50 società (nel 2006 erano 7), pari al 18% del totale; si tratta in tutti i casi di società non finanziarie (di cui rappresentano il 21% del totale) e 28 di esse (pari al 28%) sono caratterizzate dalla presenza di un *Chairman-CEO*. Gli altri 22 casi sono società il cui presidente non è il CEO ma è comunque l’azionista di controllo o società che, pur non ritrovandosi nelle situazioni (2) in cui il Codice raccomanda la nomina del LID, hanno valutato positivamente l’istituzione di tale

⁷² Si veda il Commento alla sezione n. 3 del *Codice di Autodisciplina (2006)*, Comitato per la Corporate Governance.

⁷³ Si veda il Commento alla sezione n. 2 del *Codice di Autodisciplina (2006)*, Comitato per la Corporate Governance.

figura: si tratta in 2 casi di società con un solo amministratore delegato, e in 20 casi con un numero di amministratori esecutivi variabile da 2 a 6. La nomina del LID è massimamente frequente tra le società All Star (30%). Si noti infine che sebbene nel 2006 solo 30 società (tra cui una banca, un'assicurazione e 28 società non finanziarie) hanno effettuato riunioni di soli amministratori indipendenti, numerose altre società hanno dichiarato di avere previsto la possibilità, rimessa alla volontà degli amministratori indipendenti stessi, di effettuare tali riunioni.

2.3.3. Il presidente del consiglio

Il presidente del consiglio di amministrazione (*Chairman*) viene nominato dall'assemblea dei soci, o nel caso questa non provveda, viene scelto dal consiglio tra uno dei suoi componenti⁷⁴.

Salvo quanto disposto nello statuto, il Presidente non ha funzioni gestionali, ma, per legge, ha il compito di fare funzionare in modo efficiente le riunioni del consiglio⁷⁵, e, per prassi, è investito della funzione di raccordo tra amministratori esecutivi e non. Come già sottolineato, laddove la carica di Presidente viene assunta da colui che è anche il principale responsabile della gestione aziendale o dal controllante dell'emittente, il Codice di Autodisciplina raccomanda che il presidente sia affiancato da un *Lead Independent Director*. In ogni caso, comunque, il Codice di Autodisciplina, allineando la *governance* italiana agli *standards* internazionali, prevede che quando il consiglio di amministrazione ha conferito deleghe gestionali al presidente, il consiglio stesso provveda a fornire nella relazione annuale sul governo societario, una precisa indicazione motivata di tali deleghe.

Come si può vedere dalla Tabella II.5, la qualità dell'informazione relativamente al ruolo del presidente nella *governance* della società è tendenzialmente migliorata: informazioni dettagliate sulle deleghe conferire al presidente sono divulgate

⁷⁴ Si veda art. 2380-*bis* c.c.

⁷⁵ In base all'art. 2381¹ c.c.: "Salvo diversa previsione dello statuto, il presidente convoca il consiglio di amministrazione, ne fissa l'ordine del giorno, ne coordina i lavori e provvede affinché adeguate informazioni sulle materie iscritte all'ordine del giorno vengano fornite a tutti i consiglieri".

mediamente nel 88% dei casi con una certa variabilità tra società di maggiori dimensioni (l'informazione è reperibile in tutte le società S&P e nel 95% delle Midex aventi un Presidente esecutivo) e società minori, presso cui il valore è più basso (pari al 83% per le Altre società). In 167 casi (pari al 61% del totale), le società indicano che il Presidente ha ricevuto deleghe gestionali. Il conferimento di deleghe al Presidente è assai meno frequente nelle società di maggiori dimensioni (42% delle società S&P) e nel settore finanziario [19% dei casi (in notevole calo rispetto al 27% del 2006) contro il 67% (68% nel 2006) dei casi negli altri settori].

Tabella II.5 – Il presidente del consiglio di amministrazione e il CEO e il LID negli emittenti azioni quotate in Borsa Italiana

PRESIDENTE, CEO E LID		Società che identificano il CEO tra gli amministratori esecutivi			Società il cui Presidente ha ricevuto deleghe gestionali			Società che forniscono informazioni sulle deleghe al Presidente			Società il cui Presidente è un Chairman-CEO			Società che dichiarano di avere nominato un Lead Independent Director (LID)		
		#	N°	%	#	N°	%	#	N°	%	#	N°	%	#	N°	%
LISTINO	2007	37	31	83,8%	38	16	42,1%	16	16	100,0%	38	7	18,4%	38	5	13,2%
	2006	35	33	94,3%	39	16	41,0%	16	15	93,8%	39	10	25,6%	39	3	7,7%
	2005	34	32	94,1%	38	15	39,5%	15	15	100,0%	38	7	18,4%	n.a.	n.a.	n.a.
S&P	2007	40	34	85,0%	42	21	50,0%	21	20	95,2%	42	14	33,3%	42	10	23,8%
	2006	36	24	66,7%	38	23	60,5%	23	23	100,0%	38	10	26,3%	38	2	5,3%
	2005	23	19	82,6%	25	15	60,0%	15	14	93,3%	25	8	32,0%	n.a.	n.a.	n.a.
MIDEX	2007	73	53	72,6%	74	53	71,6%	53	46	86,8%	74	32	43,2%	74	22	29,7%
	2006	68	45	66,2%	70	48	68,6%	48	44	91,7%	70	28	40,0%	70	2	2,9%
	2005	63	40	63,5%	65	39	60,0%	39	36	92,3%	65	26	40,0%	n.a.	n.a.	n.a.
ALL STAR	2007	52	37	71,2%	53	37	69,8%	37	31	83,8%	53	22	41,5%	53	17	32,1%
	2006	47	29	61,7%	49	32	65,3%	32	29	90,6%	49	18	36,7%	49	1	2,0%
	2005	42	28	66,7%	44	26	59,1%	26	23	88,5%	44	19	43,2%	n.a.	n.a.	n.a.
di cui STAR	2007	21	16	76,2%	21	16	76,2%	16	15	93,8%	21	10	47,6%	21	5	23,8%
2006	21	16	76,2%	21	16	76,2%	16	15	93,8%	21	10	47,6%	21	1	4,8%	
2005	42	28	66,7%	44	26	59,1%	26	23	88,5%	44	19	43,2%	n.a.	n.a.	n.a.	
di cui TECHSTAR	2007	24	19	79,2%	24	17	70,8%	17	15	88,2%	24	14	58,3%	24	2	8,3%
2006	16	10	62,5%	17	11	64,7%	11	8	72,7%	17	6	35,3%	17	0	0,0%	
2005	63	40	63,5%	65	39	60,0%	39	36	92,3%	65	26	40,0%	n.a.	n.a.	n.a.	
EXPANDI	2007	94	68	72,3%	97	60	61,9%	60	50	83,3%	97	41	42,3%	97	11	11,3%
	2006	101	68	67,3%	105	68	64,8%	68	56	82,4%	105	32	30,5%	105	0	0,0%
	2005	111	76	68,5%	115	64	55,7%	64	59	92,2%	115	40	34,8%	n.a.	n.a.	n.a.
ALTRE	2007	30	22	73,3%	37	7	18,9%	7	6	85,7%	37	4	10,8%	37	0	0,0%
	2006	34	27	79,4%	44	12	27,3%	12	11	91,7%	44	4	9,1%	44	1	2,3%
	2005	31	22	71,0%	42	9	21,4%	9	8	88,9%	42	3	7,1%	n.a.	n.a.	n.a.
BANK/ASS	2007	238	183	76,9%	238	160	67,2%	160	141	88,1%	238	104	43,7%	238	50	21,0%
	2006	222	153	68,9%	225	154	68,4%	154	135	87,7%	225	82	36,4%	225	6	2,7%
	2005	202	145	71,8%	202	127	62,9%	127	119	93,7%	202	82	40,6%	n.a.	n.a.	n.a.
ALTRE	2007	268	205	76,5%	275	167	60,7%	168	147	87,5%	275	108	39,3%	275	50	18,2%
	2006	256	180	70,3%	269	166	61,7%	166	146	88,0%	269	86	32,0%	269	7	2,6%
	2005	233	167	71,7%	244	136	55,7%	136	127	93,4%	244	85	34,8%	n.a.	n.a.	n.a.
TOTALE	2007	26	25	96,2%	28	10	35,7%	10	10	100,0%	28	5	17,9%	28	4	14,3%
	2006	25	24	96,0%	28	10	35,7%	10	9	90,0%	28	6	21,4%	28	2	7,1%
	2005	25	24	96,0%	28	11	39,3%	11	11	100,0%	28	7	25,0%	n.a.	n.a.	n.a.
MIB30	2007	33	24	72,7%	33	25	75,8%	25	23	92,0%	33	16	48,5%	33	9	27,3%
	2006	34	25	73,5%	34	26	76,5%	26	24	92,3%	34	16	47,1%	34	0	0,0%
	2005	32	20	62,5%	32	20	62,5%	20	20	100,0%	32	11	34,4%	n.a.	n.a.	n.a.
ex NUMTEL	2007	33	24	72,7%	33	25	75,8%	25	23	92,0%	33	16	48,5%	33	9	27,3%
	2006	34	25	73,5%	34	26	76,5%	26	24	92,3%	34	16	47,1%	34	0	0,0%
	2005	32	20	62,5%	32	20	62,5%	20	20	100,0%	32	11	34,4%	n.a.	n.a.	n.a.

Fonte: Rielaborazione da Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2007), Assonime - Dati relativi al 2006.

2.3.4. *I busy directors*

Il 28 Dicembre del 2000, il Wall Street Journal riportava la candidatura a sottosegretario al lavoro, nel Governo del neo-

presidente americano G.W. Bush, di Ms. E.L. Chao⁷⁶. Pochi giorni prima dell'accettazione dell'incarico, un altro articolo dello stesso giornale⁷⁷, descrivendo la crescente tendenza, tra le imprese USA, a ridurre il numero dei posti nei propri Consigli di Amministrazione, classificava Ms.Chao come uno dei 10 più impegnati amministratori americani. Ms. Chao, coincidentalmente all'edizione di quest'ultimo articolo, e in previsione dei propri futuri impegni nel gabinetto Bush, rassegnò le dimissioni da sei dei propri incarichi di (indipendente) amministratore (C.R. Bard, Clorox, Columbia/HCA Healthcare, Dole Foods, Northwest Airlines, e Protective Life). In modo inaspettato, tali dimissioni furono viste in modo entusiastico dal mercato (cfr. Figura II.2).

Figura II.2 – Reazione del mercato alla nomina al governo di Ms. Elaine Chao

Two-day cumulative abnormal returns (CARs) for the firms in which Elaine L. Chao served as an outside director. CARs are computed for all firms around December 28, 2000 (day "0"), the day when the <i>Wall Street Journal</i> first announced that Elaine L. Chao would join President-elect George W. Bush's cabinet. The sample includes the following firms: C.R. Bard, Clorox, Columbia/HCA Healthcare, Dole Food, Northwest Airlines, and Protective Life. Following her confirmation as secretary of labor, Ms. Chao resigned her directorships in these firms. We report <i>t</i> -statistics and Wilcoxon rank <i>Z</i> -statistics using a two-tailed test for significance.							
Returns	Days	<i>N</i>	Mean Return	<i>t</i> -Statistic	Positive: Negative	Median Return	Wilcoxon <i>Z</i>
Raw return	(-1+0)	6	5.24%	1.99	6:0	4.49%	2.22
Cumulative abnormal return (CAR)	(-1+0)	6	3.80%	2.22	6:0	3.05%	1.81

Fonte: E.M. Fich e A. Shivdasani, *Are Busy Boards Effective Monitors?*, The Journal of Finance, 2, 2006.

Gli investitori dimostravano, così, (e per la prima volta in modo così evidente), di valutare più alto il costo di una peggiore *corporate governance*, dovuta alla minore capacità di *monitoring* esercitabile da amministratori impegnati presso numerose altre società, che il capitale reputazionale e l'esperienza (entrambi fattori crescenti con il numero degli incarichi ricoperti), apportata in Consiglio da questi ultimi.

⁷⁶ Si veda: J.Cummings e G.Jaffe, *A floated name for cabinet lands with a thud*, Wall Street Journal, Eastern Edition, 28 Dicembre 2000.

⁷⁷ Si veda: J.Lublin, *Multiple seats of power – Companies are cracking down the number of directorships board members can hold*, Wall Street Journal, 23 Gennaio 2001.

Il nuovo Codice di Autodisciplina, unitamente a quanto, in linea con le evidenze del mercato, e, considerando presupposto essenziale per una buona *governance*, la disponibilità di un tempo adeguato al diligente svolgimento dei compiti di amministratore, delinea, per la prima volta per l'Italia, la figura del *busy director*. Ciò viene fatto richiedendo esplicitamente che, da parte dei potenziali amministratori e da parte della società, nel valutare, rispettivamente, la disponibilità all'assunzione della carica e la nomina ad amministratore, si tengano presenti il "numero di cariche di amministratore o sindaco [...] ricoperte in altre società finanziarie, bancarie, assicurative o di rilevanti dimensioni". Il consiglio di amministrazione, inoltre, sulla base delle informazioni ricevute in merito dagli amministratori stessi, deve rilevare annualmente i diversi ruoli ricoperti dai propri componenti presso le società sopra citate e darne comunicazione al mercato tramite la relazione sulla *corporate governance*.

In base ai dati contenuti nel già citato studio di Assonime sullo stato di attuazione del Codice di Autodisciplina, il 90% delle società investigate fornisce informazioni sul numero di cariche ricoperte dagli amministratori in altre società. La Tabella II.6 ne fornisce la distribuzione complessiva, mentre la Tabella II.7 si riferisce ai soli incarichi ricoperti presso altre società quotate⁷⁸. Il numero medio di altre cariche è pari a 3,3 (era 2,7 nel 2006); il 31% dei consiglieri per cui sono disponibili informazioni non dichiara altre cariche (erano il 38% nel 2006) e un ulteriore 14% risulta avere una sola carica. Esiste, tuttavia, una rilevante porzione di soggetti che ricoprono un elevato numero di cariche: 692 persone, pari al 28% dei consiglieri per cui sono disponibili informazioni (il 20%

⁷⁸ La generalità della formula utilizzata dal Codice ha dato luogo a prassi informative diverse: alcuni emittenti hanno comunicato, infatti, solo le cariche ricoperte dai propri amministratori presso altre società quotate, mentre altri hanno comunicato ogni tipologia di carica da essi ricoperta (anche ruoli che non entrano nella definizione richiesta dal Codice). La conseguenza è che a volte una stessa persona risulta ricoprire un numero diverso di cariche a seconda della società che effettua la comunicazione. Anche se, in genere, tali differenze non sono ampie (solo per 89 consiglieri si registrano differenze tra valore massimo e minimo superiori a 2 cariche), i dati contenuti nella Tabella II.6 e nella Tabella II.7, richiedono una certa cautela nella interpretativa.

nel 2006) ricoprono almeno 5 cariche in altre società rispondenti ai criteri dettati dal Codice; 198 persone, pari al 7.9% (il 6,1% nel 2006), risultano ricoprire almeno 10 cariche (il numero massimo di cariche dichiarato da un consigliere è pari a 32; il record nel 2006 era 54). Il fatto che il numero di amministratori per i quali l'informazione sui diversi ruoli ricoperti è reperibile è aumentato da 1945 a 2504, rende plausibile pensare che l'incremento del numero di cariche, non sia legato a un fenomeno di concentrazione delle stesse, quanto piuttosto a una migliore *disclosure* da parte delle società.

Tabella II.6 – Altri incarichi ricoperti dagli amministratori negli emittenti azioni quotate in Borsa Italiana

NUMERO DI ALTRI INCARICHI (DATI 2007 SU SINGOLI AMMINISTRATORI)	Media		3,32	NUMERO DI ALTRI INCARICHI (DATI 2006)	Media		2,71
	Mediana		2		Mediana		1
Distribuzione	N	%	Cumulata	Distribuzione	N	%	Cumulata
0	771	31%	31%	0	741	38%	38%
1	339	14%	44%	1	314	16%	54%
2	298	12%	56%	2	218	11%	65%
3	237	9%	66%	3	154	8%	73%
4	167	7%	72%	4	121	6%	80%
5	146	6%	78%	5	88	5%	84%
6	144	6%	84%	6	66	3%	88%
7	82	3%	87%	7	53	3%	90%
8	72	3%	90%	8	39	2%	92%
9	50	2%	92,1%	9	33	2%	93,9%
10	37	1%	94%	10	17	1%	95%
> 10	161	6%	100%	> 10	101	5%	100%
Totale	2504	100%		Totale	1945	100%	
n.d.	321			n.d.	980		
Totale generale	2825			Totale generale	2798		

Fonte: Rielaborazione da Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2007), Assonime.

Le società indagate hanno complessivamente 2825 consiglieri: tuttavia il numero di persone che ricoprono la carica di consigliere in una società quotata presso Borsa Italiana è più basso, pari a 2279, poiché esistono persone che cumulano ruoli in più società quotate. In particolare 330 persone ricoprono cariche in più consigli di amministrazione (fino a un massimo di 7) e 54 ricoprono cariche sia in consiglio che in uno o più collegi sindacali.

Tabella II.7 - Altri incarichi ricoperti presso le sole società quotate dagli amministratori negli emittenti azioni quotate in Borsa Italiana

AMMINISTRATORI CON PIU' CARICHE IN SOCIETA' QUOTATE (Dati 2007)	Amministratori	Amministratore e Sindaco	Totale	% sul totale	% cumulata
N. Persone che detengono	2225	54	2279		
N. Cariche	2750	183	2933		
N. Persone con n. cariche:	2225	54	2279		
1	1895	0	1895	83,15%	83,15%
Totale persone con cariche multiple di cui con cariche n.:	330	54	384	16,85%	
2	215	18	233	10,22%	93,37%
3	62	19	81	3,55%	96,93%
4	34	6	40	1,76%	98,68%
5	12	4	16	0,70%	99,39%
6	6	5	11	0,48%	99,87%
7	1	1	2	0,09%	99,96%
8	0	0	0	0,00%	99,96%
9	0	1	1	0,04%	100,00%
10	0	0	0	0,00%	100,00%
11	0	0	0	0,00%	100,00%

Fonte: Rielaborazione da Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2007), Assonime.

2.3.5. L'amministratore di fatto

A chiusura del presente paragrafo riguardante le diverse tipologie di amministratore presenti in consiglio, ricordo che, oltre a quelli nominati dall'assemblea, sono amministratori (dal punto di vista giuridico) anche tutti quei soggetti che ingeriscono stabilmente⁷⁹ nella gestione sociale, se sussiste l'accertato consenso unanime dei soci, ovvero tutti quelli che, essendo stati nominati e non avendo esplicitamente accettato la carica, assumono di fatto l'ufficio di amministratore⁸⁰. La responsabilità degli amministratori di fatto, sia sotto il profilo penale che civile, è equiparata a quella degli amministratori regolarmente nominati.

⁷⁹ Per attribuire a un soggetto, che non abbia ricevuto alcun mandato ad amministrare, la qualifica di amministratore di fatto, occorre un'ingerenza stabile nell'attività gestoria, e, cioè, un'ingerenza “[...] che si protragga per un rilevante arco temporale e che si manifesti attraverso il ripetuto compimento di atti tipici dell'amministratore[...]” (App. Milano, 9 Dicembre 1994, in *Le società*, 1994, p.926).

⁸⁰ Si veda paragrafo 1.1.1.2.

2.4. IL SISTEMA DELLE DELEGHE

L'istituto della deleghe è uno strumento, a disposizione del consiglio di amministrazione, per la massimizzazione dell'efficienza della gestione. Per consentire, infatti, che la gestione sociale si svolga con la necessaria agilità e rapidità, "il consiglio di amministrazione può delegare proprie attribuzioni a un comitato esecutivo (composto di alcuni suoi membri), o a uno o più dei suoi componenti (i consiglieri delegati)"⁸¹. Detto altrimenti, lo strumento della delega, imponendo una deroga alla collegialità del funzionamento del consiglio di amministrazione, garantisce, in relazione alle attribuzioni delegate, la rapidità di decisione propria degli organi monocratici o, comunque, di composizione più ristretta rispetto all'intero consiglio.

La facoltà di delega è, in ogni caso, riservata esclusivamente al consiglio di amministrazione. La sola eccezione (più normativa che sostanziale) a tale regola generale è rappresentata dall'amministratore delegato che può essere nominato anche dall'assemblea dei soci alla quale hanno partecipato (come soci) e votato favorevolmente, tutti i componenti del consiglio di amministrazione. La modalità con cui il consiglio risulta titolare della facoltà di delega, dipende, però, da quanto specificato a riguardo nello statuto della società. A tal proposito le situazioni configurabili sono tre:

- I. Lo statuto prevede esplicitamente la facoltà di delega. In tal caso la delega oltre ad avere carattere esclusivo, ha anche carattere continuativo.
- II. Lo statuto non dispone nulla a riguardo della facoltà di delega. In tal caso, è l'assemblea dei soci che può, di volta in volta, autorizzare il consiglio a delegare, interamente o in parte, proprie attribuzioni.
- III. Lo statuto contiene un'espressa clausola di esclusione della facoltà di delega. In tal caso l'assemblea non può consentire la delega di attribuzione proprie del consiglio, senza avere prima modificato lo statuto stesso.

⁸¹ Si veda art. 2381 c.c.

La delega è esplicitata attraverso una normale delibera consiliare che deve specificare anche le (eventuali) modalità di esercizio della stessa⁸². Dopo la delibera di delega, con la quale sono istituiti gli organi delegati e i relativi titolari, la costituzione del rapporto di delega, esattamente come avviene per il rapporto amministratore-società, si perfeziona con l'accettazione della stessa da parte dei soggetti interessati⁸³. La durata della delega, a meno di limitazioni contenute nella nomina, coincide con quella della carica di amministratore⁸⁴. La revoca della stessa, invece, si differenzia da quanto prescritto per la revoca dell'amministratore. Essa, infatti, non è sottoposta a condizioni: il Consiglio può sempre, anche senza giusta causa, revocare la delega o modificarne limiti e modalità di esercizio⁸⁵.

Dai dati contenuti nella ricerca effettuata da Assonime sullo stato di attuazione del nuovo Codice di Autodisciplina, si possono ricavare alcune informazioni riguardanti la tipologia del sistema di deleghe adottato dagli emittenti aventi azioni quotate in Borsa Italiana (Si vedano la Tabella II.8 e la Tabella II.9). Si noti che, a questo riguardo, il Codice non contiene prescrizioni aggiuntive a quanto stabilito per legge (salvo quanto specificato sul cumulo di più cariche societarie); le informazioni sul sistema di deleghe sono invece contenute nella relazione sul governo societario, in

⁸² Si tratta delle modalità imposte per la formazione della volontà degli organi delegati e il compimento degli atti nei quali si esplicano i poteri conferiti (ad esempio se gli amministratori delegati operano in maniera disgiunta o congiunta).

⁸³ Se al soggetto delegato vengano conferiti "nuovi" poteri di rappresentanza, la delibera di delega, munita della specificazione di tali nuovi poteri, deve essere depositata (in genere da ciascuno dei diretti interessati dalla delibera) presso il Registro delle Imprese, unitamente alla firma autografa del delegato (a tal proposito si vedano i paragrafi 1.1.1.1 e 1.5).

⁸⁴ La modifica della composizione del Consiglio di amministrazione non determina, pertanto, la cessazione della delega. Anche nel caso in cui venga meno la maggioranza consiliare infatti, i delegati conservano i propri poteri a meno che il mutamento della composizione non determini anche la perdita della carica di amministratore da parte dei delegati.

⁸⁵ Lo stesso risultato può essere ottenuto dalla assemblea, attraverso l'eliminazione del consenso dei soci alla delega, oppure revocando dalla carica di amministratore il membro del Consiglio investito delle attribuzioni delegate (in questo caso però sussiste il diritto al risarcimento del danno dell'amministratore revocato senza giusta causa. Si veda paragrafo 1.1.5.3).

ottemperanza alla generale richiesta del Codice, di un'adeguata informativa al mercato sul sistema di *governance* adottato e sul suo funzionamento⁸⁶. Delle 275 società indagate da Assonime, 268 (pari al 97% del totale) hanno comunicato di avere conferito deleghe a singoli amministratori e 63 (il 23% del totale) di avere costituito un Comitato esecutivo. Le società forniscono con frequenza elevata e stabile informazioni sulle deleghe attribuite a singoli amministratori: 242 società (il 90% di quelle che hanno conferito deleghe a singoli amministratori) offrono informazioni sul contenuto di tali deleghe; informazioni analoghe sul contenuto delle deleghe al comitato esecutivo sono fornite con frequenza lievemente inferiore (in 54 casi pari al 86% di quelle dotate di un comitato esecutivo). Delle società dotate di amministratori delegati, 138 (pari al 57% del totale) hanno comunicato di avere articolato le deleghe per materie e 127 (pari al 52% del totale) hanno comunicato di avere stabilito un tetto, in termini di valore, alle decisioni assumibili da parte degli amministratori delegati. Le corrispettive percentuali, con riferimento alle società che hanno costituito il Comitato esecutivo, sono il 61% (33 società) e il 48% (26). La definizione delle materie delegate è tendenzialmente ampia comprendendo, di fatto, quasi l'intera gestione, o almeno l'intera gestione ordinaria⁸⁷ [Nel 34% dei casi (82 società) per cui sono disponibili informazioni, le società hanno effettuato un'attribuzione di poteri omnicomprensiva ai propri amministratori delegati; la corrispondente percentuale riferita al Comitato esecutivo è pari al 28% (15)]. Le soglie quantitative ai poteri degli amministratori delegati sono generalmente articolate per materia e variano secondo la dimensione della società: 134 milioni di euro, in media, per le società S&P, 56 per quelle del Midex, soglie minori negli altri segmenti. Più elevati sono i limiti delle deleghe al Comitato esecutivo: 181 milioni di euro, in media, presso le S&P, 57 presso quelle del Midex.

⁸⁶ Si veda l'art. 1.C.1 del *Codice di Autodisciplina (2006)*, Comitato per la Corporate Governance.

⁸⁷ In genere fanno eccezione: le operazioni di compravendita di partecipazioni e immobili; la costituzione di garanzie reali; la stipula di nuovi finanziamenti, eventualmente oltre un determinato importo.

2.4.1. *Contenuto e limitazioni della delega*

Nei limiti specificati nella delibera di delega, gli organi delegati sono investiti del potere di compiere tutti gli atti relativi alle funzioni delegate. Pertanto, se nello statuto, nell'eventuale delibera assembleare di autorizzazione e nella delibera di delega del consiglio di amministrazione non è specificato nulla in merito, la delega ha carattere generale. Essa è, in altre parole, estesa a tutti i poteri di gestione (tra quelli di spettanza del consiglio) delegabili⁸⁸.

In generale sono tali tutti quei poteri che spettano al consiglio di amministrazione collegialmente. Si configurano, pertanto, come non delegabili sia i poteri di controllo (che competono individualmente a tutti i singoli amministratori) sia i poteri di rappresentanza (che, a meno di limitazioni statutarie, spettano a ciascun amministratore disgiuntamente). Ulteriori spettanze del consiglio non sono poi delegabili per legge. In particolare:

- I. le attribuzioni relative al bilancio;
- II. le competenze concernenti l'aumento di capitale e l'emissione di obbligazioni delegate dall'assemblea al consiglio di amministrazione;
- III. gli adempimenti connessi alla riduzione di capitale sociale in caso di perdita;
- IV. la redazione dei progetti di fusione e scissione;
- V. l'emissione di obbligazioni convertibili.

2.4.2. *Effetti delle delega*

Da un punto di vista sostanziale, per effetto delle delega ricevuta, i delegati assumono la qualifica di detentori del potere di gestione delegato, mentre il consiglio di amministrazione tende ad assumere la posizione di organo di controllo sull'operato dei delegati.

La responsabilità dei deleganti e dei delegati non è, tuttavia, soppressa dalla delega. Ai primi permane, infatti, la competenza ad amministrare (eventualmente integrando l'operato dei delegati o addirittura sostituendosi a essi) e il potere di revocare o impedire atti

⁸⁸ Si veda art. 2381⁴ c.c.

pregiudizievoli anche se inerenti alle funzioni delegate⁸⁹. Analogamente, gli organi delegati, oltre a dovere espletare le funzioni loro attribuite, e per inadempimento delle quali sono gli unici responsabili, (e dovere riferire al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale, con periodicità fissata nello statuto, e in ogni caso almeno ogni centottanta giorni, sul generale andamento della gestione, sulla sua prevedibile evoluzione nonché sulle operazioni di maggiore rilievo effettuate dalle sue controllate⁹⁰), restano responsabili anche per tutte le altre incombenze del consiglio. In definitiva sia i deleganti, che i delegati, restano, investiti di tutti i doveri loro attribuiti dal ruolo di amministratore; i primi, in più, si devono però occupare anche di fare funzionare efficacemente il sistema di deleghe adottato

2.4.3. Il comitato esecutivo

Il comitato esecutivo è l'organo a cui nella prassi è delegata la gestione delle società. Esso è obbligatoriamente a funzionamento collegiale e interno al consiglio di amministrazione. Per tale motivo la legge impone un numero minimo dei suoi membri almeno pari a due e un numero massimo inferiore alla totalità degli amministratori⁹¹. Il comitato delibera a maggioranza nel corso di apposite riunioni, alle quali devono partecipare anche i membri del collegio sindacale, e le cui formalità di convocazione e di svolgimento sono analoghe a quelle previste per il consiglio di amministrazione (si veda paragrafo 2.2).

La costituzione di un comitato esecutivo (cfr. la Tabella II.8 e la Tabella II.9) è riscontrabile (come già ricordato) in 63 società (pari al 23% del totale) con una frequenza maggiore presso le società di maggiori dimensioni (39% delle società S&P e 45% di quelle del Midex) e soprattutto presso quelle del settore finanziario

⁸⁹ Potere che si desume dalla responsabilità solidale di tutti gli amministratori nel caso non si attivino per impedire il compimento di atti pregiudizievoli o per eliminarne o attenuarne eventuali conseguenze dannose, una volta che ne siano venuti a conoscenza (Si veda paragrafo 2.5.1.1.).

⁹⁰ Si veda art. 2381⁵ c.c.

⁹¹ Un Comitato esecutivo composto da un numero di membri pari a quello del Consiglio comporterebbe una sovrapposizione con il Consiglio stesso eludendo una norma statutaria e rendendo vuoto l'istituto della delega.

(il 76% di Banche e Assicurazioni; negli altri settori solo il 15% delle società lo hanno costituito). Le società oggetto dell'indagine hanno complessivamente 351 consiglieri⁹² nei rispettivi Comitati Esecutivi (pari al 42% del totale dei propri amministratori, dato poco variabile sia nel tempo che per settore) per una dimensione media del Comitato pari a 5,6 membri (7 nel settore finanziario contro i 4,5 degli altri settori). Per tutte le società che lo hanno costituito, è stato possibile individuarne anche la composizione qualitativa media: 2,6 amministratori esecutivi, 3 non esecutivi di cui 1,4 qualificati come indipendenti. Come già riscontrato (e ricordato nel paragrafo 2.3.2.) a livello di consiglio di amministrazione, i comitati esecutivi delle società appartenenti al settore finanziario hanno una composizione diversa da quelli prevalenti altrove (valgono, a tale riguardo, le stesse considerazioni esposte nel paragrafo 2.3.2 sull'omogeneità dei criteri per giudicare l'indipendenza): i 7 componenti (medi) dei Comitati esecutivi di Banche e Assicurazioni sono mediamente per il 69% non esecutivi (sono il 32% presso le altre società) e per il 38% indipendenti (contro lo 11% presso le altre società). In 62 casi, pari al 98% degli emittenti che hanno dichiarato di avere istituito un comitato esecutivo, è stata fornita informazioni sulla cadenza delle riunioni di tale comitato (nel 2006 il dato era pari al 90%). La frequenza delle riunioni del comitato è molto variabile sia da una società all'altra (tra un minimo di 0 per 9 società a un massimo di 44 riunioni), sia da un anno all'altro, indicando il comitato come un organo da attivare solo in caso di necessità. Il numero medio annuo di riunioni è comunque in calo rispetto agli anni passati (8,8 nel 2007, 10,8 nel 2006, 12 nel 2005) e tendenzialmente più alto presso le società del settore finanziario (14,8).

⁹² Si tratta di 340 uomini e 11 donne, pari al 3,1% del totale (erano 10 nel 2006). Una rappresentanza femminile è presente nei Comitati Esecutivi di 9 società (pari al 15% di quelle che hanno un Comitato esecutivo; erano 7 nel 2006).

Tabella II.8 – Il sistema di deleghe negli emittenti azioni quotate in Borsa Italiana.

IL COMITATO ESECUTIVO E GLI AMMINISTRATORI DELEGATI		Società che hanno il Comitato esecutivo e forniscono informazioni sulla composizione			Società che forniscono informazioni sulla cadenza delle riunioni del Comitato esecutivo			Numero riunioni	Società che forniscono informazioni dettagliate sulle deleghe al Comitato esecutivo (ove presente)			Numero di amministratori nel Comitato esecutivo (% rispetto al totale del proprio CdA) e loro frequenza di partecipazione (dati medi per società)			Società che forniscono informazioni dettagliate sulle deleghe agli amministratori Delegati (ove presenti)		
LISTINO	Anno	#	N°	%	#	N°	%	μ	#	N°	%	μ	%	μ	#	N°	%
S&P	2007	38	15	39,5%	15	15	100,0%	9,3	15	15	100,0%	7,0	37,6%	89,0%	37	36	97,3%
	2006	39	20	51,3%	20	19	95,0%	13,1	20	20	100,0%	6,6	39,3%	89,4%	35	34	97,1%
	2005	38	18	47,4%	18	17	94,4%	14,1	18	16	88,9%	6,5	37,8%	87,3%	34	33	97,1%
MIDEX	2007	42	19	45,2%	19	19	100,0%	9,5	19	16	84,2%	5,4	42,0%	93,4%	40	39	97,5%
	2006	38	19	50,0%	20	18	90,0%	11,1	20	16	80,0%	5,8	42,4%	90,7%	36	33	91,7%
	2005	25	12	48,0%	12	12	100,0%	10,8	12	7	58,3%	6,3	39,0%	87,7%	23	21	91,3%
ALL STAR	2007	74	7	9,5%	7	6	85,7%	7,2	7	6	85,7%	4,7	46,9%	91,8%	73	65	89,0%
	2006	70	6	8,6%	6	5	83,3%	8,8	6	6	100,0%	4,3	37,2%	94,8%	68	62	91,2%
	2005	65	7	10,8%	7	6	85,7%	17,3	7	7	100,0%	5,6	47,0%	88,6%	63	57	90,5%
di cui STAR	2007	53	5	9,4%	5	5	100,0%	8,2	5	4	80,0%	5,4	47,0%	91,8%	52	44	84,6%
	2006	49	5	10,2%	5	5	100,0%	8,8	5	5	100,0%	4,6	38,0%	94,8%	47	42	89,4%
	2005	44	7	15,9%	7	6	85,7%	17,3	7	7	100,0%	5,6	47,0%	88,6%	42	37	88,1%
di cui TECHSTAR	2007	21	2	9,5%	2	1	50,0%	2,0	2	2	100,0%	3,0	46,7%	0,0%	21	21	100,0%
	2006	21	1	4,8%	1	0	0,0%	n.a.	1	1	100,0%	3,0	33,3%	0,0%	21	20	95,2%
EXPANDI	2007	24	4	16,7%	4	4	100,0%	4,5	4	3	75,0%	4,5	41,0%	84,2%	24	22	91,7%
	2006	17	5	29,4%	5	4	80,0%	9,3	5	3	60,0%	4,2	46,6%	94,8%	16	13	81,3%
ALTRE	2007	97	18	18,6%	18	18	100,0%	9,2	18	14	77,8%	5,2	44,5%	86,1%	94	80	85,1%
	2006	105	16	15,2%	19	17	89,5%	8,6	19	15	78,9%	5,1	41,8%	92,2%	101	89	88,1%
	2005	115	22	19,1%	22	21	95,5%	9,2	22	17	77,3%	5,5	45,5%	90,2%	111	100	90,1%
BANK/ASS	2007	37	28	75,7%	28	27	96,4%	14,8	28	21	75,0%	7,0	43,4%	89,5%	30	26	86,7%
	2006	44	36	81,8%	36	35	97,2%	16,1	36	30	83,3%	6,6	42,6%	90,2%	34	30	88,2%
	2005	42	34	81,0%	34	32	94,1%	17,2	34	25	73,5%	6,6	42,3%	89,0%	31	29	93,5%
ALTRE	2007	238	35	14,7%	35	35	100,0%	4,2	35	33	94,3%	4,5	41,1%	90,1%	238	216	90,8%
	2006	225	30	13,3%	34	28	82,4%	4,3	34	30	88,2%	4,4	39,4%	93,0%	222	201	90,5%
	2005	202	21	10,4%	21	20	95,2%	3,7	21	19	90,5%	4,9	42,5%	88,8%	202	183	90,6%
TOTALE	2007	275	63	22,9%	63	62	98,4%	8,8	63	54	85,7%	5,6	42,1%	89,8%	268	242	90,3%
	2006	269	66	24,5%	70	63	90,0%	10,8	70	60	85,7%	5,6	41,2%	91,3%	256	231	90,2%
	2005	244	55	22,5%	55	52	94,5%	12,0	55	44	80,0%	5,9	42,4%	88,9%	233	212	91,0%

Fonte: Rielaborazione da Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2007), Assonime - Dati relativi al 2006.

In 40 casi, pari al 64% degli emittenti che hanno dichiarato di avere costituito un Comitato esecutivo, le società hanno diffuso informazioni sulla partecipazione dei singoli consiglieri alle riunioni del Comitato. A livello di singolo amministratore, le presenze individuali sono disponibili per 228 (pari al 65%) dei consiglieri membri dei Comitati Esecutivi. Data la distribuzione delle presenze (cfr. Tabella II.9) la partecipazione alle riunioni è sostanzialmente buona con valori estremi poco frequenti (solo il 5% dei 228 consiglieri “controllabili” è stato più assente che presente).

Tabella II.9 – Presenza dei singoli amministratori alle riunioni del Comitato esecutivo negli emittenti azioni quotate in Borsa Italiana

PRESENZE ALLE RIUNIONI DEL COMITATO ESECUTIVO (DATI SU SINGOLI AMMINISTRATORI)	2007			2006		
	Media	89,0		Media	90,6	
	Mediana	100		Mediana	100	
Distribuzione per presenze	N	%	Cumulata	N	%	Cumulata
100	135	59%	59%	144	58%	67%
90<x<100	28	12%	71%	39	16%	79%
75<x<90	33	14%	86%	42	17%	95%
50<x<75	20	9%	95%	12	5%	99%
x<50	12	5%	100%	12	5%	100%
Totale	228	100%		249	100%	
n.d.	123			121		
Totale generale	351			370		

Fonte: Rielaborazione da Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2007), Assonime - Dati relativi al 2006.

2.4.4. Competenze gestionali delegabili a dipendenti o a terzi

La disciplina della delega è applicabile solo all'interno del consiglio di amministrazione. Una qualsiasi delega a terzi (soggetti estranei all'organo amministrativo) di attribuzioni proprie al consiglio è, pertanto, invalida⁹³.

Gli organi sociali investiti della rappresentanza legale⁹⁴, possono, però, legittimamente, conferire mandati o procure ad altri soggetti, anche estranei alla società, purché tali deleghe o procure non abbiano carattere generale. Pertanto, a meno di intervenute limitazioni del potere di rappresentanza, e purché gli amministratori

⁹³ La delega a terzi è invalida anche se tale possibilità è prevista nello statuto (Per la precisione, nel caso, è invalida la clausola statutaria).

⁹⁴ Si veda paragrafo 1.5.

risultino quanto meno titolari dei poteri di direzione e di supremazia gerarchica⁹⁵ (che la legge riserva loro in via esclusiva), i membri del consiglio hanno il potere di attribuire a dipendenti, o a terzi, determinate funzioni più o meno estese, conferendo loro, peraltro, anche i propri poteri di rappresentanza⁹⁶.

Tutti quei soggetti, dipendenti dell'impresa, ai quali sono state delegate attribuzioni proprie del consiglio, costituiscono la categoria dei direttori generali (*executives officers*). Questi ricoprono le posizioni apicali della gerarchia dei dipendenti dell'impresa non avendo sopra di sé altra autorità decisionale se non gli amministratori⁹⁷. Al di sotto dei direttori generali, vi possono poi essere altre figure direttive (direttori di settori, di rami aziendali, di determinate sedi), anch'esse dipendenti della società. Tali soggetti possono essere nominati (cioè ricevere la delega) o dal consiglio o, alternativamente, nei limiti delle rispettive deleghe, solo da una delle figure sopraposte alla carica oggetto della nomina.

2.5. LA RESPONSABILITÀ DEGLI AMMINISTRATORI

2.5.1. La responsabilità verso la società

La responsabilità degli amministratori verso la società nasce per inadempienza⁹⁸. Essi, infatti, v'incorrono solo se non adempiono "con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro

⁹⁵ E quindi il potere di revocare i nominati, di impartire direttive e avocare a sé operazioni rientranti nella delega.

⁹⁶ Si veda paragrafo 1.5.

⁹⁷ Si noti che: "le stesse disposizioni che regolano la responsabilità degli amministratori si applicano anche ai direttori generali nominati dalla assemblea, o per disposizione dello statuto, in relazione ai compiti loro affidati, salvo le azioni esercitabili in base al rapporto di lavoro con la società" (art. 2396 c.c.).

⁹⁸ In quanto tale, alla responsabilità degli amministratori si applicano tutti i principi generali che regolano gli inadempimenti contrattuali. La responsabilità degli amministratori verso la società non va confusa con le violazioni che gli amministratori possono compiere al di fuori del rapporto di amministrazione. In questo caso, si applica la disciplina della responsabilità generale (art. 2043 c.c.) con la conseguenza che l'azione di responsabilità può essere esercitata dalla società senza che sia necessaria la previa deliberazione dell'assemblea (art. 2393 c.c.), e può essere fatta valere dal socio o dal terzo anche nei casi in cui il danno sia arrecato al patrimonio sociale (cosa non consentita dall'azione di responsabilità. Si veda art. 2395 c.c.).

specifiche competenze⁹⁹ agli obblighi a essi imposti dalla legge o dallo statuto. L'ordinamento italiano, in tema di responsabilità degli amministratori, riconosce la cosiddetta *Business Judgement Rule*. Il giudice, cioè, non può sindacare l'opportunità o la convenienza delle scelte di gestione effettuate dagli amministratori: esse, infatti, rientrano nei loro poteri discrezionali, che non sono sindacabili ex post. Il giudice può, invece, verificare se le scelte sono state compiute senza conflitti di interessi e con quelle cautele, verifiche e informazioni preventive normalmente richieste dall'ordinaria diligenza professionale.

2.5.1.1. SOLIDARIETÀ DELLA RESPONSABILITÀ DEGLI AMMINISTRATORI

La responsabilità degli amministratori è solidale¹⁰⁰, salva comunque la possibilità di provare, trattandosi di responsabilità per colpa o fatto proprio, di essere immuni da colpa.

Occorre distinguere le ipotesi in cui l'attività sociale è opera del consiglio di amministrazione, da quella in cui l'attività è compiuta da un organo delegato. Nel primo caso, cioè nel caso di amministrazione effettuata collegialmente dal consiglio¹⁰¹, tutti gli amministratori rispondono solidalmente dell'illecito insito nell'atto collegiale del consiglio. La solidarietà non sussiste solo se:

- I. le inadempienze riguardano in concreto solo taluni amministratori¹⁰². In questo caso la responsabilità incide, solidalmente, solo sugli amministratori inadempienti.
- II. il progetto di bilancio approvato dal consiglio sia falso per carenze o omissioni dei documenti di supporto predisposti dalle strutture amministrative e contabili della società. In questo caso la responsabilità non incide sugli amministratori

⁹⁹ Art. 2392¹ c.c.

¹⁰⁰ Si parla di obbligazione solidale "quando più debitori sono obbligati per la medesima prestazione" (art. 1292 c.c.). Inoltre "la solidarietà non è esclusa dal fatto che i singoli debitori siano tenuti ciascuno con modalità diverse" (art. 1293 c.c.).

¹⁰¹ In questa circostanza rientrano i casi in cui: non è stato nominato alcun organo delegato; l'amministrazione riguarda una materia non delegabile o in concreto non delegata; l'amministrazione riguarda una materia delegata ma sottoposta al consiglio.

¹⁰² Ad esempio obbligo di non concorrenza (Si veda paragrafo 1.2.1) oppure interesse personale di un amministratore in una determinata operazione (Si veda paragrafo 1.2.2).

senza delega, ma sussiste una responsabilità solidale degli amministratori delegati, del Collegio sindacale, del Revisore Contabile e di quelle strutture della società che hanno eventualmente commesso violazione.

Quando, invece, l'amministrazione pluripersonale si svolge in regime di delega, la responsabilità solidale degli amministratori senza delega sussiste solo:

- I. per le materie non delegate o non delegabili;
- II. per le materie che, anche se delegate, siano state portate all'esame del consiglio;
- III. per gli inadempimenti commessi dagli amministratori senza deleghe;
- IV. per i casi in cui, "essendo a conoscenza di fatti pregiudizievoli", essi "non hanno fatto quanto potevano per impedirne il compimento ed eliminarne o attenuarne le conseguenze dannose"¹⁰³.

2.5.1.2. L'AZIONE SOCIALE DI RESPONSABILITÀ

L'azione sociale di responsabilità¹⁰⁴ consente alla società (o meglio ai suoi proprietari) di agire contro gli amministratori per ottenere il risarcimento dei danni che essa ha subito a causa di una loro indempienza.

In generale, l'azione di responsabilità deve essere deliberata dalla maggioranza dell'assemblea dei soci¹⁰⁵. Tuttavia, in taluni casi, impedendo alla maggioranza di votare, è possibile che la minoranza riesca a fare deliberare dall'assemblea l'azione sociale di responsabilità. Poichè "gli amministratori non possono votare nelle deliberazioni riguardanti la loro responsabilità"¹⁰⁶, ciò si verifica quando la maggioranza delle azioni appartiene agli stessi

¹⁰³ Art. 2392² c.c.

¹⁰⁴ Si veda art. 2393 c.c.

¹⁰⁵ Nella pratica è raro che la maggioranza deliberi l'azione di responsabilità contro gli amministratori da essa stessa nominati. Quando ciò è avvenuto si è per il più trattato di ipotesi nelle quali era mutata la maggioranza assembleare, a seguito della cessione del pacchetto di controllo della società. Al di fuori di queste specifiche ipotesi, le azioni di responsabilità risultano per il più intraprese da procedure fallimentari (ex art. 146, Legge Fallimentare).

¹⁰⁶ Art. 2373² c.c.

amministratori contro i quali l'assemblea deve deliberare l'azione di responsabilità. La situazione sopra descritta si è raramente verificata: i soci-amministratori, infatti, possono, in vista di un'assemblea potenzialmente "pericolosa", liberarsi del divieto di voto semplicemente girando le proprie azioni a società finanziarie, a prestanome o dandole a riporto o a pegno a terzi.

La deliberazione dell'azione di responsabilità, se presa dalla maggioranza dell'assemblea con il voto favorevole di almeno un quinto del capitale sociale (un ventesimo per le società quotate), importa l'automatica revoca¹⁰⁷ dall'ufficio, degli amministratori contro cui è proposta¹⁰⁸. In questo caso, l'assemblea dei soci deve contestualmente provvedere alla sostituzione degli amministratori revocati¹⁰⁹.

L'azione di responsabilità può essere esercitata entro cinque anni dalla cessazione dell'amministratore dalla carica¹¹⁰. Tuttavia, in quest'arco di tempo, la società ha la facoltà di rinunciare all'esercizio dell'azione di responsabilità, e, eventualmente, di transigere in merito all'ammontare del risarcimento. La rinuncia e la transazione devono essere approvate con espressa delibera dell'assemblea. La delibera assembleare, in questo caso, non può ritenersi regolarmente assunta, se vi sia stato il voto contrario di una minoranza di soci che rappresenta almeno un quinto del capitale sociale (un ventesimo per le società quotate), ovvero la diversa percentuale di capitale sociale prevista nello statuto per l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità a iniziativa dei soci di minoranza¹¹¹. Si noti, infine, che, se la transazione interviene solo

¹⁰⁷ L'automaticità della revoca per azione di responsabilità esercitata dalla maggioranza, non significa che essa costituisca giusta causa di revoca degli amministratori.

¹⁰⁸ Si veda art. 2393⁴ c.c.

¹⁰⁹ I soci-amministratori revocati (ex art. 2393⁴ c.c.) possono votare nella delibera di nomina dei nuovi amministratori che dovranno esercitare l'azione di responsabilità e tali soci possono essere anche nuovamente votati alla carica di amministratori dalla quale sono stati appena automaticamente revocati ai sensi (art. 2393⁴ c.c.).

¹¹⁰ Se il fatto addebitato agli amministratori è qualificabile come reato, e per tale reato è previsto un termine prescrittivo maggiore dei cinque anni, all'azione di responsabilità si applica il diverso e più lungo termine prescrittivo previsto per l'illecito penale (si veda art. 2947³ c.c.).

¹¹¹ Si veda art. 2393⁵ c.c.

con riferimento a taluni degli amministratori (come di norma accade nelle transazioni delle procedura fallimentari), per evitare che gli altri amministratori solidalmente condebitori possano approfittarne, andando così esenti da responsabilità¹¹², è necessario che la transazione sia espressamente limitata alla quota dell'amministratore transigente, sia cioè una transazione non estesa all'intero debito creato dall'inadempienza.

2.5.1.3. L'AZIONE SOCIALE ESERCITATA DAI SOCI

La minoranza, che in questo contesto è almeno un quinto del capitale sociale (un ventesimo per le società quotate o la minore diversa misura prevista nello statuto che comunque non può essere superiore ad un terzo del capitale sociale¹¹³) può esercitare in nome proprio, ma nell'interesse societario, la stessa azione sociale di responsabilità che di norma compete all'assemblea dei soci¹¹⁴. In tale modo la minoranza chiede agli amministratori il risarcimento dell'intero danno causato, e non solo del danno direttamente causato alla minoranza che esercita la azione. Poiché la possibilità di promuovere azione di responsabilità da parte dei soci deriva da legittimazione, la società risulta l'unica titolare del diritto al risarcimento dovuto dagli amministratori (cioè il risarcimento dovuto dagli amministratori spetta esclusivamente alla società) e del corrispettivo ottenuto in caso di transazione dell'azione¹¹⁵. Inoltre, il fatto che una minoranza abbia esercitato azione di responsabilità, non implica che la medesima azione non possa essere esercitata da uno qualsiasi degli altri soggetti legittimati (la società o altre minoranze), e viceversa¹¹⁶.

¹¹² Ex art. 1304¹ c.c.

¹¹³ Poiché la norma, per individuare i legittimati considera percentuali sul capitale sociale, possono esercitare l'azione, gli azionisti ordinari così come i titolari di altre categorie di azioni che conferiscono la qualifica di socio.

¹¹⁴ Si tratta di una legittimazione concorrente a esercitare l'azione sociale di responsabilità di cui all'art. 2393 c.c. La stessa legittimazione è attribuita in via esclusiva al curatore fallimentare (art. 146², Legge Fallimentare) e all'amministratore giudiziario (art. 2409⁵ c.c.).

¹¹⁵ La transazione o la rinuncia della azione deve essere effettuata dalla minoranza che ha agito.

¹¹⁶ Se vengono esercitate più azioni sociali da parte di diversi legittimati, le diverse azioni possono essere riunite per connessione.

2.5.2. *La responsabilità verso i creditori*

Responsabilità degli amministratori verso i creditori¹¹⁷ sussiste, e solo in tali casi da questi ultimi può essere esercitata azione di responsabilità (entro il termine prescrittivo di cinque anni dal giorno del manifestarsi della causa¹¹⁸), in caso di violazioni degli obblighi inerenti alla “conservazione dell’integrità del patrimonio sociale”¹¹⁹, e quando il patrimonio sociale “risulta insufficiente¹²⁰ al soddisfacimento dei loro crediti”¹²¹. In genere, si comprende per quanto detto, come la situazione più comune in cui quest’azione è stata esercitata è quella di un prossimo fallimento¹²².

2.5.3. *La responsabilità verso il singolo*

Condizione necessaria affinché si possano esercitare le azioni di cui nei paragrafi precedenti, è che il danno causato sia stato una conseguenza immediata e diretta dell’inadempimento degli amministratori, e che abbia inciso sul patrimonio sociale (o su una qualche parte di esso)¹²³. Nell’ambito degli atti di gestione compiuti, gli amministratori, sono, però, passibili di azione di responsabilità, anche per un qualsiasi atto dannoso, da essi causato, che incide direttamente il solo patrimonio del socio o del terzo. In tal caso è esclusa la responsabilità verso la società, e la conseguente azione ha

¹¹⁷ La natura della responsabilità degli amministratori verso i creditori, per quanto dibattuta in giurisprudenza, pare della medesima specie della responsabilità degli amministratori verso la società. Per tale motivo, anche in questo caso, spetta agli amministratori l’onere di provare i fatti che valgono a escludere o ad attenuare la loro responsabilità.

¹¹⁸ Si vedano gli artt. 2935 e 2949 c.c.

¹¹⁹ Si veda art. 2394¹ c.c.

¹²⁰ L’insufficienza patrimoniale sussiste quando vi è un’eccedenza delle passività sulle attività. Tale situazione è pertanto diversa da quella della insolvenza, situazione che può sussistere indipendentemente dalla relazione esistente tra attivo e passivo.

¹²¹ Si veda art. 2394² c.c.

¹²² I rari casi in cui tale azione è stata esercitata al di fuori di un contesto di fallimento, hanno riguardato situazioni in cui i creditori sociali hanno agito dopo la chiusura della procedura di fallimento stessa. Si noti altresì che, in sede fallimentare, i creditori, come ogni altro soggetto, perdono la legittimazione all’esercizio della azione di responsabilità: questa diviene, infatti, una facoltà esercitabile solo dal curatore fallimentare (ex artt. 2394-*bis* c.c. e 146², Legge Fallimentare).

¹²³ Si veda art. 1223 c.c. Tale articolo funge da selezionatore dei danni risarcibili una volta che sia stata ammessa la disponibilità dell’azione di responsabilità.

carattere individuale (è cioè il danneggiato che la deve promuovere. Anche in questo caso il termine prescrittivo è di cinque anni dal compimento dell'atto che ha pregiudicato il socio o il terzo¹²⁴). Si noti, tuttavia che i singoli soci e i singoli creditori rimangono danneggiati anche nei casi di responsabilità degli amministratori verso la società o verso i creditori sociali (i primi per il minore valore delle proprie azioni conseguente al minore valore del patrimonio sociale; i secondi per la possibilità che la società possa non essere più in grado di fare fronte ai propri debiti). In tali circostanze, (qualora cioè la violazione dell'amministratore danneggi contemporaneamente sia il patrimonio sociale, sia direttamente quello del socio o del terzo), si ha il cumulo delle diverse azioni di responsabilità, quella sociale e quell'individuale¹²⁵.

2.6. I NUOVI SISTEMI DI CORPORATE GOVERNANCE

La "riforma Vietti" del diritto societario del 2003 (D. Lgs. n. 6/2003, entrato in vigore il 1 Gennaio 2004) ha introdotto, per le società per azioni, la possibilità di due nuovi sistemi di governo societario, alternativi al sistema tradizionale (Figura II.3): il sistema dualistico (Figura II.4) d'ispirazione tedesca, e il sistema monistico (Figura II.5), d'ispirazione anglosassone¹²⁶.

¹²⁴ Si veda art. 2395 c.c. Proprio poiché la responsabilità ex art. 2395 c.c. riguarda i danni cagionati dagli amministratori nell'esercizio delle loro funzioni, la loro condotta è direttamente riferibile alla società. Pertanto alla responsabilità dell'amministratore ex art. 2395 c.c., si aggiunge, cumulandosi, la responsabilità contrattuale della società per l'adempimento dell'obbligazione stipulata in suo nome. Per gli atti illeciti dannosi posti in essere per conto proprio da persona fisica che abbia assunto la carica di amministratore di una società si fa riferimento all'art. 2043 c.c.

¹²⁵ Non si tratta di risarcire due volte lo stesso danno, ma di risarcire un doppio danno creato tramite un unico atto.

¹²⁶ Lo statuto della società deve esplicitamente adottare il sistema di governo societario alternativo: nel silenzio dello statuto, infatti, si ritiene adottato il sistema tradizionale (Art. 2380 c.c.). Una volta adottato un certo sistema di *governance*, è solo l'assemblea dei soci che, tramite una delibera di modifica statutaria, può decidere di cambiarlo (La variazione del sistema, salvo che la deliberazione disponga altrimenti, ha effetto alla data dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio relativo all'esercizio successivo). Si noti infine che, indipendentemente dal sistema di governo societario adottato, le società aventi azioni quotate, e quelle che sono tenute alla presentazione del bilancio consolidato, sono obbligatoriamente tenute a nominare un revisore o una società di revisione (le modalità di nomina e i compiti di tale organo di controllo sono i medesimi di quelli svolti nel caso delle società che adottano il sistema tradizionale).

Figura II.3 – Il Sistema Tradizionale (o Dualistico Orizzontale)



Figura II.4 – Il Sistema Dualistico (Verticale o Two-Tier Board)



Figura II.5 – Il Sistema Monistico (*One-Tier Board*)



Il presente paragrafo non vuole essere una disamina degli elementi o delle conseguenze intervenute con la riforma, ma piuttosto vuole definire in che modo le prescrizioni in tema di amministratori relative al sistema tradizionale, sono da applicarsi ai due nuovi sistemi di *corporate governance*. In generale, salvo che non sia diversamente stabilito, le disposizione elencate per gli amministratori del sistema tradizionale si devono applicare interamente al consiglio d'amministrazione del sistema monistico e la consiglio di gestione del sistema dualistico. Nel seguito del paragrafo sono presentate tutte le eccezioni normative che sfuggono a tale regola generale.

2.6.1. Il sistema dualistico

Il sistema dualistico¹²⁷ prevede la presenza di un consiglio di sorveglianza eletto (tra soggetti soci e non) dall'assemblea dei soci, che a sua volta elegge (tra soggetti soci e non), e controlla, un consiglio di gestione a cui spetta in via esclusiva l'amministrazione dell'impresa. Se il consiglio di gestione è assolutamente assimilabile al consiglio d'amministrazione del sistema tradizionale¹²⁸, le

¹²⁷ Le disposizioni relative al sistema dualistico sono quelle contenute dall'art. 2409-*novies* all'art. 2409-*quinquiesdecies* c.c.

¹²⁸ Fanno eccezione gli artt.2380-*bis*, 2386 e 2389 c.c.

funzioni del consiglio di sorveglianza sono, invece, piuttosto differenti da quelle del collegio sindacale tradizionale. Al consiglio di sorveglianza, infatti, oltre alle funzioni di vigilanza e responsabilità proprie del collegio sindacale tradizionale, sono attribuite anche alcune di quelle che nel sistema tradizionale, sono proprie dell'assemblea ordinaria quali¹²⁹: (1) la nomina, la revoca e la retribuzione dei componenti del consiglio di gestione;(2) l'approvazione del bilancio; (3) la promozione dell'azione sociale di responsabilità contro i consiglieri di gestione¹³⁰.

2.6.1.1. IL CONSIGLIO DI GESTIONE

A differenza del sistema tradizionale, il sistema dualistico non prevede la possibilità che l'amministrazione della società sia affidata ad un'unica persona. Detto altrimenti, il numero minimo dei consiglieri di sorveglianza non può essere inferiore a due¹³¹. Inoltre non è prevista la nomina per cooptazione. Pertanto, se nel corso

¹²⁹ Oltre a quanto specificato in seguito, se previsto dallo statuto, il Consiglio di Sorveglianza può anche deliberare¹²⁹ in ordine ai piani strategici, industriali e finanziari della società predisposti dal Consiglio di Gestione. Si noti che si tratta della medesima competenza riconosciuta all'assemblea ordinaria nel Sistema Tradizionale. Il Consiglio di Sorveglianza può, infatti, solo approvare/autorizzare piani che gli siano stati sottoposti dal Consiglio di Gestione, senza però poterli modificare o integrare.

¹³⁰ Si vedano gli artt. 2409-*decies* e 2409-*terdecies* c.c. La deliberazione, che è assunta dal Consiglio di Sorveglianza con le maggioranze stabilite dall'art. 2388 c.c.,richiamato dall'art. 2409-*quaterdecies*¹ c.c.,se è presa a maggioranza dei due terzi, importa la revoca automatica dell'ufficio dei consiglieri di gestione contro cui è proposta. Lo stesso Consiglio di Sorveglianza deve provvedere contestualmente alla relativa sostituzione. La disciplina della rinuncia e della transazione dell'azione sociale spettante al Consiglio di Sorveglianza è articolata nei seguenti punti: (1) la delibera di rinuncia o di transazione deve essere approvata dalla maggioranza assoluta dei componenti del Consiglio di Sorveglianza; (2) a tale delibera possono opporsi una minoranza di soci pari ad almeno un quinto del capitale sociale (un ventesimo per le società quotate), ovvero pari alla misura prevista nello statuto per l'esercizio della azione sociale di responsabilità a iniziativa dei soci; (3) la rinuncia all'azione sociale da parte del consiglio di sorveglianza non impedisce l'esercizio dell'azione sociale da parte dei soci, né da parte dei creditori sociali, del curatore fallimentare o del commissario. Parallelamente la rinuncia da parte dei soci all'azione sociale non impedisce la possibilità per l'assemblea e per il Consiglio di Sorveglianza di esercitare l'azione sociale di responsabilità; (4) la transazione dell'azione sociale da parte del Consiglio di Sorveglianza impedisce l'esercizio dell'azione sociale da parte della assemblea e da parte dei singoli soci.

¹³¹ Si veda art. 2409-*novies* c.c.

dell'esercizio vengono mancare uno o più componenti del consiglio di gestione, è sempre il consiglio di sorveglianza che provvede alla loro sostituzione.

Infine, per i componenti del consiglio di gestione sussiste una causa d'ineleggibilità e decadenza aggiuntiva rispetto a quanto stabilito per gli amministratori tradizionali: essi, infatti, non possono essere contemporaneamente componenti del consiglio di gestione, l'organo amministrativo, e del consiglio di sorveglianza, l'organo deputato al controllo¹³².

2.6.1.2. IL CONSIGLIO DI SORVEGLIANZA

Il consiglio di sorveglianza, a meno che lo statuto non ne fissi un numero minimo maggiore, deve essere formato da almeno tre componenti¹³³, anche non soci e di cui almeno uno scelto tra gli iscritti nel Registro dei Revisori Contabili¹³⁴. La normativa in tema d'acquisizione e perdita della carica di consigliere di sorveglianza equipara quest'ultimo all'amministratore del sistema tradizionale; la sola eccezione (come per i consiglieri di gestione) è rappresentata dall'istituto della nomina per cooptazione.

2.6.2. Il sistema monistico

Il sistema monistico prevede la creazione di un solo organo di governo societario, il consiglio d'amministrazione, eletto dall'assemblea dei soci, all'interno del quale deve poi essere costituito il comitato per il controllo sulla gestione, che rappresenta l'organo di controllo (che qui, quindi, a differenza degli altri sistemi di *governance*, non ha carattere autonomo).

2.6.2.1. IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Anche il sistema monistico esclude la possibilità di affidare la gestione ad un amministratore unico. Pertanto, il consiglio d'amministrazione "monistico" deve essere composto di almeno due membri. Non solo: almeno un terzo dei componenti deve essere in

¹³² Si vedano gli artt. 2409-*novies*⁴ e 2409-*duodecies*¹⁰, c.c.

¹³³ Si veda art 2409-*duodecies*¹ c.c.

¹³⁴ Si veda art 2409-*duodecies*⁴ c.c.

possesso dei requisiti d'indipendenza stabiliti per i sindaci¹³⁵. Tali requisiti escludono dalla qualifica di amministratori indipendenti:

- I. il coniuge, i parenti o gli affini entro il quarto grado, di amministratori della società;
- II. il coniuge, i parenti o gli affini entro il quarto grado, di amministratori di società da controllate, che la controllano o sottoposte a comune controllo;
- III. i soggetti legati alla società, o alle società da questa controllate, che la controllano o sottoposte a comune controllo, da un rapporto di lavoro o da qualsiasi altro rapporto di natura patrimoniale che ne compromettano l'indipendenza.

2.6.2.2. *IL COMITATO PER IL CONTROLLO DELLA GESTIONE*

Il comitato per il controllo della gestione assume tutte le caratteristiche del collegio sindacale tradizionale: le differenze fra i due organi sono più di tipo formale che sostanziale.

Gli amministratori che compongono il comitato per il controllo sulla gestione, che fra di essi devono avere almeno un componente scelto fra gli iscritti nel Registro dei Revisori Contabili, devono essere, infatti, in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci¹³⁶ e, se lo statuto lo prevede, degli ulteriori requisiti di indipendenza stabiliti da codici di comportamento. I membri del comitato di gestione, pertanto, non possono fare parte di un eventuale comitato esecutivo, non possono ricevere deleghe, né svolgere, anche solo occasionalmente, funzioni di gestione.

In caso di cessazione della carica di un componente, il consiglio di amministrazione deve, senza indugio, provvedere a sostituirlo con un altro amministratore in possesso dei requisiti citati; in mancanza, si dovrà provvedere, per cooptazione, alla nomina di un soggetto esterno al consiglio ma che posseda tutti i requisiti richiesti.

¹³⁵ Si veda art. 2399 c.c.

¹³⁶ Si veda art. 2399 c.c.

2.6.3. I sistemi di governance nel Codice di Autodisciplina

L'articolo 12 del nuovo Codice di Autodisciplina contiene le raccomandazioni per la sua applicazione, alle società che hanno adottato uno dei modelli alternativi di governo societario. L'elemento essenziale è l'informativa al mercato e ai soci (contenuta nella relazione sul governo societario). Essa deve chiarire in modo esauriente: il modello di *governance* scelto dalla società, le ragioni che hanno portato alla sua adozione, nonché le modalità con cui le prescrizioni del Codice sono state applicate a tale sistema¹³⁷.

Il seguito dell'articolo 12 ricalca le impostazioni adottate dal Codice Civile (come si è visto di tipo funzionali), per l'assimilazione degli organi sociali del sistema dualistico e monistico, a quelli del sistema tradizionale. In particolare viene ribadito che, quanto stabilito per il consiglio di amministrazione e il collegio sindacale tradizionale, è da applicarsi, per il sistema dualistico, rispettivamente al consiglio di gestione e al consiglio di sorveglianza (con l'eccezione delle raccomandazioni di nomina che sono comuni ai due organi)¹³⁸; mentre, per il sistema monistico, rispettivamente al consiglio di amministrazione e al comitato per il controllo sulla gestione (e ai suoi componenti)¹³⁹.

Il Codice, pertanto, in materia di equiparazione dei diversi sistemi di governo societario, ricalca quanto impostato dal legislatore. Tale scelta pare per lo più motivata dalla fino a ora limitata utilizzazione dei modelli alternativi di *governance* da parte degli emittenti. Ciò non permette, infatti, con riferimento al contesto italiano, l'individuazione di una specifica prassi applicativa, ai nuovi sistemi, delle raccomandazioni di *best practice*. A tale proposito si noti che al 31 Dicembre del 2006, risultano 4 le società che hanno adottato il sistema dualistico (sebbene molte società del settore bancario hanno dichiarato il passaggio a tale modello), e

¹³⁷ Si vedano gli artt. 12.P.2 e 12.P.3 del *Codice di Autodisciplina (2006)*, Comitato per la Corporate Governance.

¹³⁸ Si veda l'art. 12.C.1 e 12.P.3 del *Codice di Autodisciplina (2006)*, Comitato per la Corporate Governance.

¹³⁹ Si veda l'art. 12.C.2 e 12.P.3 del *Codice di Autodisciplina (2006)*, Comitato per la Corporate Governance.

altrettante quelle che hanno adottato quello monistico (di cui, peraltro, una ha dichiarato il ritorno al modello tradizionale).

PARTE SECONDA

La remunerazione degli amministratori: approcci teorici ed evidenze empiriche

Capitolo III

STATO DELL'ARTE

In questo capitolo viene presentata un'analisi rigorosa delle *remuneration policies* alla luce dei contributi teorici e delle evidenze empiriche offerte dalla letteratura.

Innanzitutto appare utile identificare nella massimizzazione del valore d'impresa di medio-lungo termine l'obiettivo di *corporate governance*. Quest'ultimo definisce, infatti, gli interessi dei proprietari della stessa e quindi, in ultima analisi, anche il fine cui deve tendere il sistema d'incentivi implicito nel pacchetto remunerativo percepito da coloro che l'impresa la governano. In secondo luogo devono essere determinati i fattori che influenzano direttamente il valore d'impresa e che sono definiti dalle politiche di compenso. In questo senso l'omonima teoria identifica nella capacità dell'impresa di assumere e trattenere i migliori *managers*, e nella sua abilità nell'allineare gli interessi di questi ultimi a quelli dei proprietari tramite l'attuazione di un efficace sistema d'incentivi, gli elementi rilevanti da tenere in considerazione nel *design* di un pacchetto retributivo efficiente.

Il sistema di *corporate governance* definisce altresì il modello più adatto per analizzare l'efficienza del sistema di compenso. Ogni qual volta i proprietari dell'impresa sono diversi dai soggetti ai quali n'è demandato il governo, si genera una situazione tipica del modello principale-agente. Poiché gli interessi dei primi non sono *ex-ante* i medesimi dei secondi, si crea un potenziale conflitto che può portare al sorgere di costi e alla distruzione di valore. In questo contesto, il pacchetto remunerativo efficiente è quello che massimizza il valore atteso dagli azionisti dal proprio investimento al netto dei costi di transazione, nel caso i costi di negoziazione dei contratti, e delle spese di gestione, nel caso i compensi corrisposti. Detto altrimenti, il pacchetto remunerativo efficiente è quello che minimizza i costi d'agenzia.

Chiaramente, le tipologie di contratto che sono efficienti in un particolare momento e in un particolare settore dell'economia, non lo sono necessariamente in un altro tempo e in altri contesti. Per comprendere le dinamiche che stanno alla base dei cambiamenti nelle politiche retributive, la seconda parte del capitolo è dedicata ad un breve *excursus* storico dei *trends* dei compensi corrisposti dalle maggiori imprese statunitensi dal 1970. Ciò che si evince è la sussistenza di una serie di relazioni d'interdipendenza tra il mercato per il controllo societario, le forme organizzative adottate dalle imprese e l'azione legislativa, che hanno portato ad un aumento sostanziale dei compensi corrisposti principalmente attraverso l'uso, e l'abuso, di strumenti retributivi a base azionaria.

In questo processo evolutivo, le imprese hanno sperimentato nuove tipologie di contratti di compenso. Taluni di tali esperimenti hanno portato a benefici, talaltri hanno invece finito con l'esacerbare quei conflitti d'agenzia che le nuove *remuneration policies* era supposto mitigassero. La terza parte del capitolo è interamente dedicata a questa tematica. In particolare sono evidenziati tutti quegli aspetti di una politica contributiva, dalla sua definizione alla sua applicazione pratica, che ha portato una consistente parte della letteratura ad affermare che i contratti di compenso hanno finito con il distruggere valore d'impresa piuttosto che aiutare ad evitare di dissiparlo.

La quarta e ultima parte del presente capitolo è dedicata al legame esistente tra il mercato dei capitali e le *remuneration policies*. Come il mercato reagisca alle informazioni fornite dall'impresa in merito alle retribuzioni di *managers* e amministratori è una tematica quanto mai attuale, alla luce dei numerosi scandali finanziari dei primi anni del 2000, e tuttora aperta in letteratura. In questo senso gli accademici non hanno ancora fornito contributi rilevanti, tuttavia la pratica mostra che dal 2004 si è assistito ad una notevole contrizione dei compensi erogati, con ogni probabilità in buona parte causata dalla pressione di un'opinione pubblica contraria ad emolumenti sui livelli degli anni precedenti. In letteratura sono invece assai chiare le dinamiche del mercato che *managers* e amministratori sfruttano per massimizzare i propri *payoffs*. Ancora una volta, ciò che si evidenzia è la tendenza

delle imprese a valutare erroneamente l'efficienza dei pacchetti di compenso corrisposti e il conseguente effetto depressivo sulle proprie *performances*.

3.1. FRAMEWORK DI ANALISI

In questo paragrafo sono introdotti gli elementi strutturali necessari per analizzare le politiche di compenso. Punto di partenza è la definizione dell'obiettivo d'impresa, la massimizzazione del valore d'impresa di medio-lungo termine, che deve rappresentare anche il fine ultimo cui deve tendere il sistema d'incentivi implicito in un pacchetto remunerativo. Gli elementi successivi sono quei fattori che influenzano direttamente il valore d'impresa e che sono determinati dalle politiche di compenso.

3.1.1. *Funzione obiettivo di impresa*

La definizione della funzione obiettivo dell'impresa, o più semplicemente degli obiettivi del governo societario (*McTaggart, Kontes e Mankins, 1994¹*), è alla base della sua produttività e della sua efficienza, nonché del benessere sociale e della responsabilità di *managers* e amministratori (*Jensen, 2001b²*). Nella pratica si osserva che le imprese non hanno una posizione univoca né sul fatto che tale obiettivo debba essere singolo né, nel caso, su quale dovrebbe essere. La teoria d'impresa ha invece fornito una risposta concorde per lo meno con riferimento alla prima delle due questioni: dal momento che è impossibile massimizzare in più di una direzione, ogni comportamento di questo tipo (i.e. massimizzante) deve essere fondato su un obiettivo mono-dimensionale. O riprendendo le parole di *Jensen (2001b)*:

“multiple objectives is no objective”.

¹ McTaggart, Kontes e Mankins, 1994, *The Value Imperative: Managing for Superior Shareholder Returns*, New York: The Free Press.

² Jensen, 2001b, Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, *European Financial Management Review*, V. 7, No. 3: pp. 297-317.

Un campionamento casuale fra i bilanci delle società rivelerebbe probabilmente una gran varietà di obiettivi aziendali: massimizzazione del valore delle azioni, massimizzazione del soddisfacimento di clienti e di dipendenti, massimizzazione della qualità dei prodotti per citarne solo alcuni fra i più diffusi. Tuttavia se l'obiettivo del sistema economico è la massimizzazione dell'efficienza con cui la società utilizza le risorse che ha a disposizione (per evitare sprechi o, altrimenti detto, per massimizzare la grandezza della torta), allora l'unico e corretto obiettivo per ogni compagnia è la *massimizzazione del valore di lungo periodo dell'impresa*. Il valore dell'impresa d'altra parte non sarebbe probabilmente massimizzato con clienti e dipendenti insoddisfatti o con la produzione di prodotti di scarsa qualità. In questa direzione va la *Stakeholder Theory*³, secondo la quale massimizzare il valore d'impresa deve essere fatto considerando tutte le relazioni che l'azienda, vista come insieme di contratti, pone in essere (*Jensen, 2001b*).

La *Stakeholder Theory*, tuttavia, difetta nel fornire ai gestori d'impresa (il consiglio d'amministrazione e il *management*) un metodo preciso per la risoluzione dei *trade-offs* esistenti tra le diverse classi d'interessi (tendenzialmente una per ogni tipologia di *stakeholder*) e quindi per creare valore. Tale lacuna non è riscontrabile se invece si segue il principio della massimizzazione del valore. In base a quest'ultimo, ad esempio, il soddisfacimento di impiegati e clienti e la qualità dei prodotti devono essere aumentati fino a quando questo non va a detrimento del valore d'impresa. In altre parole un'impresa dovrebbe spendere un euro per generare benefici per una determinata classe di *stakeholders* solo fino a quando tale spesa va ad aggiungere un euro, o più, al valore totale dell'impresa. Al di sotto di questa soglia si verificherebbe uno spreco di risorse *in primis* da parte dell'impresa, e in definitiva anche da parte della società nel suo complesso, che, di fatto, si

³ La *Stakeholder Theory* sostiene che i *managers* dovrebbero prendere le proprie decisioni tenendo in considerazione le funzioni di utilità di tutti coloro che hanno un interesse nell'impresa (*stakeholders*). Tali soggetti sono identificabili da tutti quelli avente parte di attore in almeno un contratto in essere con l'impresa. E pertanto agli azionisti e agli obbligazionisti (*financial claimants*), si aggiungono gli impiegati, i fornitori, i clienti, fino ad arrivare allo Stato stesso.

troverebbe con meno di quanto aveva in precedenza. Per quanto detto, si comprende altresì come la massimizzazione del benessere sociale imponga che la creazione di valore non sia semplicemente uno fra i molteplici obiettivi aziendali, bensì quello preminente (i.e. l'obiettivo di governo).

Purtroppo, non è possibile vedere, *ex-post* e operando da *outsiders*, se il valore di un'impresa è stato effettivamente massimizzato o meno. Inoltre non è semplice fornire ai gestori d'impresa un insieme di regole che portino direttamente alla massimizzazione del valore. Ecco che allora nella pratica si assume come obiettivo aziendale la creazione di valore più che quello della sua massimizzazione. Si noti altresì che le specificazioni "valore d'impresa" e "di medio-lungo periodo" non sono accessorie. Innanzi tutto, valore d'impresa include il valore di tutti gli aventi diritti nell'impresa (creditori, debitori e tutti i tipi d'azionisti) e non solo quello collegato agli azionisti ordinari. Inoltre, per il consiglio d'amministrazione e per il *management* non è difficile prendere decisioni che accrescano solo momentaneamente il valore per gli azionisti ma che nel lungo periodo vadano a discapito di quello d'impresa (basti pensare a tutte le pratiche che implicano trasferimenti di ricchezza da creditori e debitori).

Un obiettivo così definito (chiaro e mono-dimensionale) permette agli amministratori, come a qualsiasi altro soggetto che sia interessato a comprendere se l'impresa stia fallendo o avendo successo (relativamente al proprio obiettivo), di avere un punto d'analisi: il valore di mercato di medio-lungo periodo dell'impresa. Non solo. Univocità e mono-dimensionalità dell'obiettivo aziendale risultano qualità necessarie anche alla luce del fatto che venendo a mancare una delle due, non vi sarebbe modo, per il consiglio d'amministrazione, di valutare e monitorare l'operato del *management*. L'obiettivo aziendale diventa, pertanto, anche il punto di partenza per la definizione delle forme di remunerazione dei gestori dell'impresa. Si noti, a questo proposito, che la *Stakeholder Theory* difetta (anche) nel proporre un indicatore per la valutazione dell'operato del *management*. Critica analoga può essere fatta alla

Balanced Scorecard Theory (Kaplan e Norton, 1996⁴). Il *Balanced Scorecard approach*, partendo dalla definizione di una strategia operativa attuabile tramite un certo numero di processi, ognuno dei quali misurato da una serie d'indicatori, definisce una sequenza d'azioni migliorative di questi ultimi. A questo fanno seguito una fase di raccolta e analisi dei dati che vengono poi confrontati con i valori *targets* determinati nella (precedente) fase di formulazione della strategia. Si crea così un processo correttivo di tipo ricorsivo che dovrebbe generare valore aziendale. Tuttavia anche in questo caso viene a mancare una singola misura di valutazione dell'operato dei *managers*. L'operato di questi ultimi, infatti, si trova ad essere valutato in base ad una serie di scostamenti (uno per ogni valore *targets*), non aggregabili; se alcuni di tali scostamenti hanno valore positivo e altri negativo, una valutazione sull'operato del *management* può essere fatta solo su base puramente soggettiva. Tentando di riassumere i pregi del principio della creazione del valore e della *Stakeholder Theory* (Jensen, 2001b e Jensen e Murphy, 2004⁵) è stato proposto in letteratura il principio dell'*enlightened value maximization* (dall'omonima teoria). Tale principio accetta le evidenze della *Stakeholder Theory*, ma accetta altresì il principio della massimizzazione del valore d'impresa nel medio-lungo periodo come obiettivo dell'attività d'impresa.

Per quanto detto, nel presente lavoro l'ipotesi sottostante è che il corretto obiettivo d'impresa sia la massimizzazione del valore nel medio-lungo periodo e che un piano di compensi ben disegnato dovrebbe incoraggiare (incentivare) i *managers* a prendere solo quelle decisioni che sono volte alla creazione di tale valore (scartando tutte quelle che invece lo distruggono).

3.1.2. *La teoria del compenso*

Un pacchetto remunerativo ben costruito deve attrarre i migliori gestori d'impresa (amministratori e *managers*) al minor costo; essere in grado di trattenerli allo stesso minor costo (i.e.

⁴ Kaplan e Norton, 1996, *The Balanced Scorecard*, Boston, MA: Harvard Business School Press.

⁵ Jensen e Murphy, 2004, *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, ECGI Finance Working Paper n. 44/2004.

incoraggiarli a lasciare l'impresa al momento giusto); e infine motivarli ad intraprendere solo quelle azioni che creano valore di lungo periodo (in modo speculare, impedire loro di intraprendere quelle che invece lo distruggono). Corrispondentemente, per raggiungere questi tre obiettivi, altrettante sono le dimensioni che devono essere tenute in considerazione nel *design* di una qualsiasi *remuneration policy*: i benefici netti totali attesi, pecuniari e non, legati alla posizione lavorativa; la composizione del pacchetto remunerativo; la relazione tra il compenso totale corrisposto e i risultati aziendali (*pay-performance relation*).

3.1.2.1. BENEFICI TOTALI ATTESI

Tale dimensione determina dove un soggetto decide di lavorare: ognuno sceglierà quel lavoro per il quale i benefici totali attesi sono maggiori. La stocasticità (cfr. attesi) è data dal fatto che parte dei costi e dei benefici associati ad una certa posizione lavorativa non sono certi. Per tale ragione, ciò che è rilevante è la stima (aggiustata per il rischio) dell'utilità attesa del *payoff* per il potenziale destinatario: è quest'ultima che determina se un'impresa è in grado di attirare e trattenere, ad esempio, il miglior *management* e se è in grado di incoraggiarlo ad abbandonarla nel momento più giusto.

3.1.2.2. COMPOSIZIONE DEL PACCHETTO REMUNERATIVO

Tale dimensione riguarda la determinazione degli elementi del pacchetto remunerativo che viene corrisposto dall'impresa al proprio dipendente (Si veda paragrafo 1.3.2).

È nell'interesse sia dell'impiegato sia del datore di lavoro strutturare la composizione del pacchetto in modo che quest'ultimo sia efficiente. L'efficienza è raggiunta quando dato il costo sopportato dall'impresa, il beneficio per l'impiegato è massimizzato o, viceversa, quando, dato il beneficio totale corrisposto all'impiegato, il costo per la compagnia è quello minimo. Ecco che allora, la composizione ottimale del pacchetto remunerativo è efficiente nel senso che nessuna risorsa dell'impresa è sprecata. L'ottimalità del pacchetto retributivo è più difficilmente delineabile nella pratica per tutti quegli aspetti non monetari che influenzano la produttività del lavoratore. Tuttavia il procedimento è il medesimo

descritto in precedenza. Dati gli effetti di produttività che genera un *item* del pacchetto (i.e. i benefici), per il datore di lavoro il costo per l'incremento di tali benefici è pari al costo incrementale totale, meno il valore d'ogni effetto positivo in termini di produttività (o più il valore d'ogni riduzione di produttività). Per esempio, offrire l'assicurazione sanitaria è costoso ma determina benefici per l'impresa nel senso che gli impiegati saranno probabilmente meno propensi ad ammalarsi⁶. Il valore di questi benefici dovrebbe essere sottratto dal costo totale dell'assicurazione fornita per derivare il costo netto. Inoltre, poiché una "politica liberale" in materia d'assicurazione sanitaria finirebbe con l'attrarre impiegati più propensi ad ammalarsi, al costo netto sopra definito, andrebbero sommati i costi che deriverebbero da una tale situazione, per derivare il costo netto totale. La minimizzazione del costo netto (incrementale) totale determina l'efficienza del nuovo pacchetto remunerativo corrisposto.

Si noti, infine, che, *ceteris paribus*, la composizione del pacchetto remunerativo offerto ha tipicamente importanti effetti sulla tipologia dei soggetti che saranno più facilmente attratti dalla compagnia. Un pacchetto con alte liquidazioni al pensionamento sarà più appetibile per quei soggetti che stanno pianificando di rimanere nell'impresa per un periodo di tempo lungo. (Yermack, 2005⁷; Yermack e Liu, 2008⁸). Viceversa, un pacchetto caratterizzato da alti *bonus*, sarà particolarmente interessante per soggetti meno avversi al rischio, più ottimisti e più confidenti nella propria capacità di creare valore.

3.1.2.3. PAY-PERFORMANCE RELATION

Questa dimensione definisce quali azioni e quali risultati sono compensati e quali invece sono penalizzati. Pertanto determina a

⁶ Avendo l'assicurazione, presumibilmente, ogni impiegato tenderà a "curare ogni minimo sintomo di malattia". Viceversa, in assenza di copertura assicurativa, gli impiegati potrebbero essere spinti, per risparmiare, a non considerare un qualche sintomo che potrebbe portare a "malattie più costose" per l'impresa.

⁷ Yermack, 2005, Golden Handshakes: Rewards for CEOs Who Leave, SSRN Working Paper.

⁸ Yermack e Liu, 2008, Where are the shareholders' mansions? CEOs' home purchases, stock sales, and subsequent company performance, SSRN Working Paper.

cosa un impiegato lavora, quanto duramente lo fa, e in definitiva la sua produttività. Si noti che la trattazione della *pay-performance* non differenzia tra compenso e motivazione fornita (o incentivo). Se nella mente del percipiente ciò che ha ricevuto nel periodo t (*ex-post*) definisce il “precedente” per ciò che gli sarà corrisposto alla fine del periodo $t+1$, allora il compenso corrente segnala in qualche misura la *pay-performance relation* dei periodi futuri. Se vale tale relazione, allora, il compenso percepito (alla fine del periodo t), determina in maniera completa quella che sarà la motivazione prodotta dalla fine del periodo t . Per contro, se tale relazione non fosse vera (si pensi ad un sistema di compensi totalmente casuale), allora il compenso in t non avrebbe alcun effetto incentivante o motivazionale.

Le tre dimensioni di cui sopra sono tutte controllate dall'eventuale comitato per la remunerazione o, in sua assenza, dal consiglio di amministrazione (Si vedano paragrafi 1.3 e 1.3.5).

Per la determinazione di una corretta politica di compenso, all'organo a ciò deputato devono essere ben chiare le implicazioni di *policy* di ognuna di esse. Per esempio, deve essere chiaro che non esiste conflitto tra i percettori il compenso e l'impresa erogante a proposito della composizione del pacchetto ottimale (Si veda paragrafo 3.1.2.2). Deve essere altresì chiaro che invece un conflitto esiste a proposito del livello della remunerazione: l'impresa (o il consiglio d'amministrazione) cercherà di assumere (e trattenere) i soggetti selezionati corrispondendo loro il più basso premio possibile rispetto a quello loro offerto dal migliore impiego alternativo; i percettori del compenso richiederanno di essere pagati al minore sconto possibile rispetto al valore che essi credono di potere creare per la compagnia.

L'organo incaricato del *design* del pacchetto remunerativo, deve considerare anche gli effetti provocati dalle interazioni tra le (tre) diverse dimensioni. Si considerino, ad esempio, due pacchetti remunerativi che offrono i medesimi benefici totali attesi al potenziale destinatario. Il primo pacchetto offre un alto salario e nessun *benefit* di pensionamento; il secondo invece prevede la corresponsione di un basso salario cui si aggiunge una generosa

liquidazione. Sebbene i due pacchetti siano identici in termini di forza attrattiva (i.e. dimensione 1), il secondo fornisce indubbiamente una maggiore forza di ritenzione, una volta che il destinatario abbia accettato il contratto (i.e. dimensione 2). In modo analogo, un pacchetto composto di un basso salario e da alti potenziali *bonus* fornirà una maggiore motivazione rispetto ad un pacchetto specularmente costruito (assumendo che i *bonus* siano assegnati per attività che si traducano in creazione di valore).

Infine, si sottolinea che la comune prescrizione (si veda paragrafo 1.3.5) di legare una maggiore parte della paga ai risultati d'impresa (specialmente se decontestualizzata) può essere fuorviante e contro produttiva (si veda paragrafo 3.3.2.3). I *bonus* e le altre retribuzioni condizionate alla *performance* d'impresa (*stock options* o *long-term incentive plans*) sono, in quanto *contingent*, volatili, e pertanto pongono un certo rischio in capo ai loro percettori. Mentre la parte di rischio *firm-specific* è per gli azionisti (teoricamente) completamente diversificabile, per i percipienti remunerazione *equity-based*, che hanno il proprio capitale umano e monetario investito in modo sproporzionale nell'impresa nella quale servono senza possibilità di disinvestimento non costose, non lo è. Ecco che allora, mentre i primi sono *risk-neutral* (rispetto alla parte di rischio *firm-specific*), i secondi tenderanno ad esservi avversi e di fronte a due pacchetti aventi lo stesso valore atteso, preferiranno quello meno rischioso (i.e. caratterizzato da una minore quota di remunerazione *equity-based*). Non solo: soggetti *risk-adverse* tenderanno a scontare gli elementi rischiosi della propria remunerazione ad un tasso maggiore di quello utilizzato dall'impresa, in altre parole domanderanno livelli attesi di compenso più alti di quelli preventivati da quest'ultima. Per quanto detto, si comprende che la prescrizione di legare una maggiore parte della paga ai risultati d'impresa, astrattamente considerata, può in ultima analisi generare costi non necessari: l'impresa dovrebbe, di conseguenza, accettare tali maggiori costi solo nel caso in cui la produttività attesa (valutata dalla parte dell'impresa) cresca in maniera corrispondente.

3.2. BREVE ESCURSUS STORICO

Un'*overview* di come si sono evolute le *compensation policies* è utile per comprendere i fattori e i meccanismi che ne stanno alla base.

Il punto d'avvio potrebbe farsi risalire all'inizio degli anni '70. I mercati anglosassoni, ma gli Stati Uniti in particolare, sono stati i primi a prestare attenzione alla dinamica dei compensi corrisposti ad amministratori e *managers*. D'altro canto l'Europa continentale si è trovata spesso ad esperire con alcuni anni di ritardo (o per contagio, anche con meno) gli stessi fenomeni verificatisi oltre oceano (si pensi alla diffusione e ai problemi legati all'utilizzo delle *stock options*⁹). Purtroppo, un'analogia analisi non è replicabile per le imprese dell'Europa continentale a causa dei bassi livelli di *disclosure* in materia di compensi previsti dalle normative nazionali (Ferrarini 2003¹⁰, 2004¹¹, 2005¹²; Franzoni, 2008¹³). Ad esempio, con riferimento all'Italia, dati disaggregati sui compensi dei membri del *management* e dei consigli d'amministrazione delle società quotate, sono disponibili solo dal 1998¹⁴ (Barontini e Bozzi, 2008¹⁵).

La paga per i CEOs delle imprese americane è aumentata smisuratamente negli ultimi trent'anni guidata dall'esplosione delle assegnazioni di *stock options* (Jensen e Murphy, 2004). Jensen e Murphy (2004) mostrano che la paga media per i CEOs delle imprese dello S&P500 è aumentata dai \$850,000 del 1970 fino ai

⁹ Si vedano i paragrafi 1.3.3 e 1.3.4.

¹⁰ Ferrarini, Moloney, e Vespro, 2003, Executive Remuneration in the EU: Comparative Law and Practice, ECGI Law Working Paper n. 09/2003.

¹¹ Ferrarini, Moloney, e Vespro, 2004, "Governance Matters": Convergence in Law and Practice across the EU Executive Pay Faultline, The Journal of Corporate Law Studies, V. 2, 2004.

¹² Ferrarini e Moloney, 2005, Executive Remuneration in the EU: The Context for Reform Executive Remuneration in the EU: Comparative Law and Practice, ECGI Law Working Paper n. 32/2005.

¹³ Franzoni, 2008, *Governance e Trasparenza nei Sistemi di Remunerazione. Una Comparazione Internazionale*, Franco Angeli, Milano.

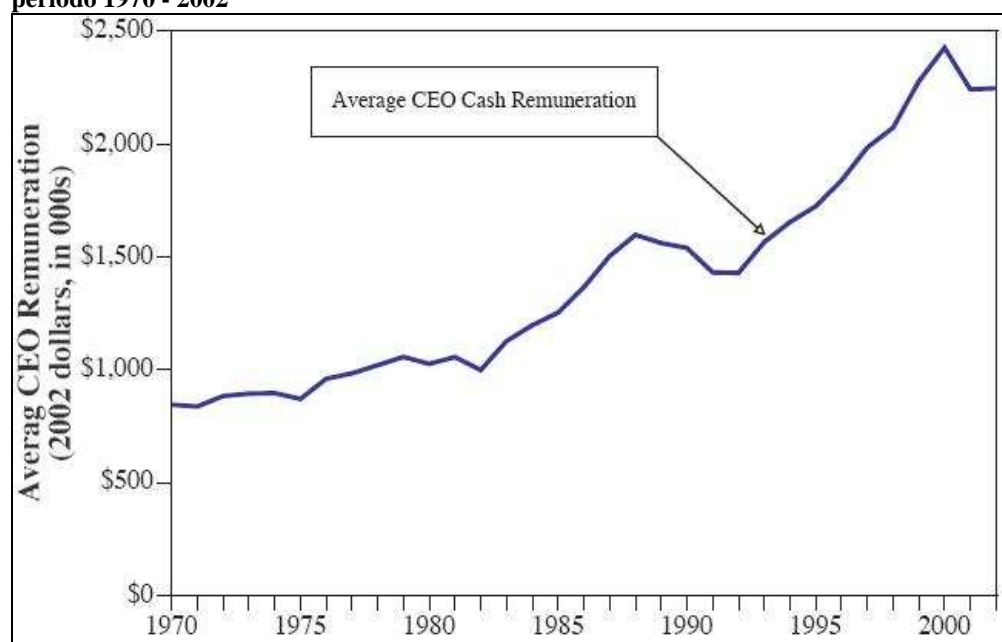
¹⁴ Si veda la comunicazione Consob n. 11580 del 15 Febbraio 1998 sostituita con la comunicazione n.11971 del 14 Maggio 1999. Prima di tali prescrizioni, i dati di compenso venivano inclusi, in un'apposita sezione a bilancio, solo su base volontaria e aggregata e con riferimento solo al consiglio d'amministrazione.

¹⁵ Barontini e Bozzi, 2008, Executive compensation and ownership structure: Empirical evidence for Italian listed companies, SSRN Working Paper.

\$14 milioni del 2000, per poi decrescere nuovamente fino a \$9.4 milioni nel 2002 (si veda Figura I.2). In questi 32 anni, il valore medio all'assegnazione delle opzioni corrisposte è cresciuto (era vicino allo zero nel 1970) fino a raggiungere i \$7 milioni del 2000 (\$4.4 milioni nel 2002). La differenza fra i \$7 milioni in opzioni e i \$14 milioni del valore totale corrisposto, è da attribuirsi a variazioni nei *salaries*, all'introduzione delle liquidazioni di pensionamento o di fine rapporto, e di una varietà di piani d'incentivazione a lungo termine comunque legati alla *performance* d'impresa¹⁶.

La Figura III.1 enfatizza ulteriormente il fatto che tale aumento sia da attribuirsi prevalentemente all'incremento della componente *equity-based* della remunerazione.

Figura III.1 - Retribuzione cash media dei CEOs nelle imprese dello S&P500, USA, nel periodo 1970 - 2002



Fonte: Jensen e Murphy, Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them, ECGI Finance Working Paper n. 44/2004.

Nota: Il livello medio della remunerazione (espresso in dollari 2002) si basa sui dati di ExecuComp e di Forbes relativi ai CEOs delle imprese appartenenti allo S&P500. La remunerazione cash è calcolata come somma dei salari e dei bonus corrisposti.

Tra il 1970 e il 2002, infatti, il valore della somma dei salari e dei *bonus* mediamente corrisposti è triplicato (dai \$850,000 del

¹⁶ Si veda in merito anche il paragrafo 1.3.2.

1970 ai \$2.2 milioni del 2002), a fronte di un multiplo per la retribuzione totale superiore dieci.

3.2.1. *Gli anni settanta: la dimensione di impresa*

Durante gli anni settanta i pacchetti remunerativi corrisposti erano quasi interamente formati dal salario base cui solo talvolta si aggiungevano *bonus performance-linked*. Quasi la metà della variazione *cross-section* nelle remunerazioni corrisposte era spiegata dalla *size* dell'impresa (di solito misurata dal fatturato aziendale), e i *managements* più pagati erano quelli a capo d'impresе dei settori dell'acciaio, delle automobili e delle compagnie petrolifere. L'utilizzo delle vendite come *proxy* per la dimensione d'impresa spostò il sistema d'incentivi dei gestori della stessa in favore del fatturato (a discapito del valore). Tale distorsione è alla base della scarsa redditività degli eccessivi investimenti, spesso volti alla diversificazione, realizzati in questo periodo, che invece di creare valore hanno condotto le imprese a detenere ingenti ammontari di liquidità in eccesso, con conseguente deprezzamento dei titoli azionari (Jensen, 1986¹⁷).

Le imprese (in settori) con eccessiva liquidità generano tipicamente *free cash flows*¹⁸: in tale situazione, il valore viene tramite la restituzione della liquidità in eccesso agli azionisti che possono reinvestirla in imprese o in mercati caratterizzati da migliori opportunità d'investimento ad un minor costo rispetto a quello che dovrebbe affrontare l'impresa. Tuttavia negli anni '70 i gestori d'impresa avevano pochi incentivi verso un aumento del prezzo delle azioni. Da un lato, sebbene negli anni '60 avessero iniziato a diffondersi i piani di *stock options*, queste erano già state abbandonate¹⁹ a causa della prolungata depressione del mercato

¹⁷ Jensen, 1986, Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, V. 76, No. 2: pp. 323-329.

¹⁸ Con tale termine s'identifica l'ammontare di capitale in eccesso rispetto a quello che sarebbe necessario per intraprendere tutti gli investimenti a VAN positivo a disposizione dell'impresa (o del settore).

¹⁹ Alcune imprese optarono per riprezzare le *stock options* assegnate (rivedendo verso il basso il prezzo di esercizio originale), mentre altre addirittura sospesero i propri programmi di opzioni in favore di *long-term incentive plans* indicizzati a misure di *performance* contabile ritenute più predicibili.

azionario (il valore nominale del Dow Jones fu tendenzialmente piatto dal 1965 fino all'inizio degli anni '80: partendo dai 903 punti del Gennaio 1965, arrivò agli 871 del Gennaio 1982, superando i 1050 solo una volta). Dall'altro, come si è detto, le politiche di compenso più diffuse remuneravano in base alla grandezza dell'impresa (o ai suoi tassi di crescita)²⁰. Ecco che allora la liquidità in eccesso veniva indirizzata dal *management* verso acquisizioni o investimenti eventualmente scarsamente produttivi nella speranza di "ingrandire" la propria impresa e ottenere così maggiori compensi.

3.2.2. *Gli anni ottanta: la remunerazione equity-based*

Sebbene i primi anni '80 non abbiano visto grandi cambiamenti nei piani di compenso e negli incentivi connessi, i *managers* e gli amministratori iniziarono ad essere sottoposti ad una crescente pressione da parte del mercato per il controllo d'impresa.

Grazie alla nascita di un attivo mercato dei titoli di debito (*high-yield debt*), le imprese con ingenti *free cash flows* (i.e. ampia liquidità e basso costo sul mercato) divennero l'obiettivo di un'ondata d'acquisizioni ostili effettuate da *outsiders* (*raiders*), motivati dalla convinzione di potere utilizzare in modo migliore i fondi presenti all'interno dell'impresa. Le stesse compagnie "*target*" divennero acquirenti e/o optarono per la contrazione di maggiori livelli di debito, previa restituzione agli azionisti della liquidità in eccesso: i *managements* di tali imprese tentavano di ripararsi dalla possibilità di *takeovers*, che probabilmente avrebbero comportato il licenziamento, rendendo meno appetibili le proprie compagnie. In modo diretto le acquisizioni, che erano state per il più finanziate tramite *cash*, indirettamente gli alti livelli di debito, che imposero ai gestori d'impresa, obbligati a dovere generare flussi di cassa sufficienti a sostenerli, una maggiore oculatezza nella selezione degli investimenti, generarono liquidità nelle tasche degli investitori, i quali poterono reindirizzarla. Il più facile accesso al debito facilitò la nascita dei *leveraged buyouts* (LBO). A differenza delle imprese

²⁰ Si noti che anche gli aspetti non monetari della remunerazione (prestigio e *status* sociale) erano per lo più collegati alla grandezza dell'impresa o alla sua capacità di sopravvivenza. In altre parole, un *manager* era tanto più bravo quanto più grande era l'impresa nella quale serviva o quante meno ne aveva fatte fallire.

tradizionali caratterizzate da investitori sparsi e passivi, e da consigli d'amministrazione per lo più composti di *insiders*, le imprese che risultavano dai LBO erano possedute e governate da un ristretto numero di soggetti, che dati gli alti livelli di debito e le ingenti partecipazioni azionarie, erano fortemente attivi e incentivati alla creazione di valore (Jensen, 1989a²¹; Jensen, 1989c²²; Kaplan, 1988²³; 1989²⁴, 1990²⁵).

L'esperienza dei *takeovers* prima e i LBO poi, contribuirono a "sponsorizzare" un nuovo modello di *governance* e a identificare definitivamente la creazione di valore come l'obiettivo d'impresa. Apparve improvvisamente chiaro come i tradizionali incentivi offerti alla classe dirigenziale incentrati su fatturato, stabilità e rendimento contabile (si veda nota n. 17), avessero distrutto piuttosto che creato valore. Si manifestò dunque l'esigenza, sottolineata da azionisti più attivi (i.e. gli investitori istituzionali) e accademici, di allineare i compensi al valore d'impresa attraverso la corresponsione di una parte della retribuzione sotto forma di strumenti retributivi a base azionaria. D'altro canto questo *trend* è già desumibile dall'osservazione delle figure mostrate in precedenza (La Figura I.2, in particolare, evidenzia chiaramente che la remunerazione *cash*, pur essendo continuata ad aumentare dalla metà degli anni '80, è divenuta la parte minore del compenso totale corrisposto).

3.2.2.1. I GOLDEN PARACHUTES

Legata al mercato per il controllo d'impresa è l'evoluzione dei *golden parachutes*²⁶. Nella loro accezione originaria (*change-in-control agreements*) si trattava di contratti che prevedevano la

²¹ Jensen, 1989a, Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy, *Journal of Applied Corporate Finance*, V. 2, No. 1: pp. 35-44.

²² Jensen, 1989c, The Effects of LBOs and Corporate Debt on the Economy, SSRN Working Paper.

²³ Kaplan, 1988, Management Buyouts: Efficiency Gains or Value Transfers, Unpublished Working Paper.

²⁴ Kaplan, 1989, The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value, *Journal of Financial Economics*, V. 24, No. 2: pp. 217-254.

²⁵ Kaplan, 1990, Sources of Value in Management Buyouts, *Journal of Financial Economics*.

²⁶ Si veda anche nota n. 110, Capitolo 1.

corresponsione di un certo *payout* al dipendente che avesse perso il proprio lavoro in conseguenza di un cambiamento del controllo d'impresa²⁷. Sebbene fossero stati introdotti come difesa dalle acquisizioni ostili, di fatto comprare un'impresa diveniva più costoso esattamente dell'ammontare del valore da assegnare ai beneficiari di tali contratti, di fatto facilitarono le acquisizioni: i *managers* coperti da *golden parachutes* erano, infatti, meno avversi a perdere la propria posizione lavorativa.

I *change-in-control agreements* erano alquanto rari prima che passasse il *Deficit Reduction Act* (1984) con il quale il governo impose una speciale accisa sui pagamenti che eccedevano tre volte la ultima remunerazione percepita dal destinatario del contratto (Weston, Mitchell e Mulherin, 2004²⁸). Sebbene il *cap* fosse stato introdotto con il fine di ridurre i pagamenti per *golden parachutes*, l'azione del governo sembrò incentivarne l'uso. Il *Deficit Reduction Act* fu seguito, infatti, dall'introduzione di tali contratti in centinaia di compagnie che prima non li avevano. Apparentemente le imprese presero la regolamentazione, e il tetto indicato, come una garanzia del loro buon funzionamento, tanto che tre volte la remunerazione media ne divenne lo *standard*.

I *Change-in-control agreements* sono oggi assai comuni: il 70% delle 1000 più grandi compagnie americane li prevedevano nel 2000, contro il 48% nel 1988 e il 57% nel 1996 (Alpern e McGowan, 2001²⁹).

3.2.3. *Gli anni novanta: l'azione legislativa*

Negli anni '90, il dibattito sulle *remuneration policies* ha vissuto il suo momento più acceso, acquistando anche carattere internazionale.

I compensi corrisposti ai gestori d'impresa catturarono prima, nel Novembre 1991, l'attenzione degli studiosi grazie alla

²⁷ Taluni contratti prevedevano che il beneficiario ricevesse comunque il *payout* indipendentemente dal fatto che avesse o meno perso il lavoro in conseguenza del cambio di proprietà.

²⁸ Weston, Mitchell and Mulherin, 2004, *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*, Upper Saddle River, N.J.: Pearson Prentice Hall.

²⁹ Alpern e McGowan, 2001, *Guide to Change of Control: Protecting Companies and Their Executives*, Executive Compensation Advisory Services.

pubblicazione da parte di Graef Crystal del libro *In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives*, poi, nel 1992, quella di tutta l'opinione pubblica in seguito alla visita in Giappone del presidente G.W. Bush (accompagnato da un nutrito gruppo fra i più ben pagati CEOs americani). Ciò che doveva essere nelle intenzioni americane un appello per le concessioni commerciali Giapponesi, si tramutò nell'accusa che la competitività americana era ostacolata dagli eccessivi compensi corrisposti a *managers* e amministratori³⁰. Improvvisamente regolamentare la retribuzione dei vertici aziendali divenne una questione di primaria importanza tanto che entrambi i candidati alla presidenza USA nel 1992 avevano incluso tale questione nei propri programmi elettorali³¹.

A ciò fece seguito una corposa azione legislativa: la *House of Representatives* (i.e. il Parlamento Americano) impedì che, in sede di determinazione del reddito d'impresa, fossero fatte deduzioni per compensi superiori a 25 volte il salario del lavoratore assunto meno pagato; in Senato fu proposto il *Corporate Pay Responsibility Act* con il quale si chiedeva di dare agli azionisti più diritti in relazione alla determinazione delle politiche di compenso. Nel Febbraio 1992 la SEC impose alle imprese di includere nella relazione agli azionisti ogni elemento pertinente la remunerazione dei propri CEOs e nell'Ottobre 1992 emanò nuove regole in tema di informativa al mercato dei compensi percepiti dai *top executives*³². Nel 1994, infine, la riforma fiscale (approvata con l'*Omnibus Budget Reconciliation Act* del 1993) definì irragionevole un compenso non legato alla *performance* superiore a \$1 milione e, perché tale, non deducibile come spesa ordinaria di esercizio a fini fiscali³³.

³⁰ Si veda: SEC to Push for Data on Pay of Executives, 1992, *Wall Street Journal*, del 21 Febbraio.

³¹ Politics and Policy - Campaign '92: From Quayle to Clinton, Politicians are Pouncing on the Hot Issue of Top Executive's Hefty Salaries, 1992, *Wall Street Journal*, del 15 Gennaio.

³² Shareholder Groups Cheer SEC's Moves on Disclosure of Executive Compensation, 1992, *Wall Street Journal*, del 14 Febbraio.

³³ Si veda paragrafo 1.3.3 e in particolare la nota n. 171 al capitolo I.

Analogamente a quanto era successo con il *Deficit Reduction Act*, sebbene l'intenzione del legislatore fosse quella di ridurre gli eccessivi compensi corrisposti, se n'ebbe un significativo aumento, guidato dalla diffusione delle *stock options*, le quali avevano il pregio di soddisfare la nuova normativa pur permettendo di remunerare i vertici aziendali abbondantemente sopra il milione di dollari senza incorrere in limitazioni fiscali³⁴. La Figura III.1 mostrata in precedenza, mette in evidenza tale tendenza: nel 1992 il valore del salario base era pari al 38% del valore medio dell'intero pacchetto corrisposto (pari a \$ 2.7 milioni), mentre le *stock options* ne rappresentavano il 38%. Guardando il picco del 2000, il salario base era pari solo al 17% dei \$14 milioni medi corrisposti, mentre le opzioni erano pari ad oltre la metà della paga (Nel 2002 la paga era pari a \$9.4 milioni, ma la quota in *stock options* era rimasta invariata).

3.3. LA REMUNERAZIONE COME PROBLEMA DI AGENZIA

Se il *manager* della compagnia detenesse il 100% delle azioni, allora (*risk-adversion* e problemi di auto-monitoraggio a parte) si potrebbe presumere *ex-ante* che le decisioni prese da quest'ultimo sarebbero anche quelle che massimizzano il valore di lungo periodo d'impresa e, conseguentemente, non ci sarebbe bisogno di un qualche piano di incentivi. Tuttavia, le decisioni nelle compagnie non sono prese dai proprietari, ma da *managers* i quali possiedono quote inferiori alla totalità delle azioni: non ci si può attendere (*ex-ante*) che questi ultimi (agenti) prendano le medesime decisioni che avrebbero preso i proprietari (principali)³⁵. Si genera

³⁴ Analogamente a quanto avvenne per i *golden parachutes*, l'azione normativa, che di fatto definiva, per negazione, "ragionevole" un salario di 1 milione di dollari, finì per dare valore positivo al limite imposto. Molte imprese aumentarono la remunerazione *cash* fino a tale soglia per poi, caso per caso, eventualmente aggiungervi una certa quantità di remunerazione *equity-based*.

³⁵ Anche perché in tal caso non s'intravede la ragione della loro assunzione: i proprietari fanno dirigere ad altri la propria impresa proprio perché questi "altri" è supposto che prendano decisioni diverse, e migliori, di quelle che i proprietari autonomamente avrebbero assunto.

quindi un problema d'agenzia³⁶ che diventa particolarmente rilevante per quelle decisioni che sono personalmente costose per gli agenti (nel caso la vendita di una divisione aziendale o dell'intera compagnia), poiché questi ultimi ne sopportano una sproporzionata parte dei costi rispetto ai benefici, e, specularmente, per quelle decisioni in cui gli agenti invece riscuotono una sproporzione dei benefici rispetto ai costi, esempio tipico in questo senso sono le *perquisites*³⁷ (Jensen e Meckling, 1976³⁸). Il sistema di *corporate governance* e quello di *ownership structure* possono fare nascere altre due tipologie di conflitti d'agenzia all'interno delle *public corporations*: rispettivamente quello tra azionisti e amministratori e quello tra azionisti di maggioranza e di minoranza (*minorities*).

Con riferimento al governo d'impresa, coloro cui spetta la gestione operativa dell'impresa (il *management*) sono tipicamente assunti, controllati e remunerati non già dai proprietari bensì dal consiglio d'amministrazione, i cui elementi a loro volta sono sì eletti dai proprietari, ma non per questo ne sono agenti perfetti.

Con riferimento invece alla struttura proprietaria, la presenza di un azionista di maggioranza in grado di estrarre risorse dall'impresa per consumo personale, pone in conflitto quest'ultimo con le *minorities* (Shleifer e Vishny, 1997³⁹; Davies, 2000⁴⁰; Bebchuk, Kraakman e Triantis, 1999⁴¹; Doidge, Karolyi e Stulz 2004⁴²).

³⁶ Il conflitto esistente tra *managers* e proprietari è il medesimo conflitto che nasce ogni volta che un principale assume un agente per assumere decisioni al suo posto: di qui problemi di agenzia. Problemi di agenzia sono teoricamente presenti in tutte quelle situazioni nelle quali due o più soggetti cooperano: gli attori, infatti, avranno sempre e comunque una certa incompatibilità di interessi e quindi problemi di agenzia saranno sempre e comunque presenti.

³⁷ Si veda in tal senso Yermack, 2006 e Rajan e Wulf, 2006 oppure si faccia riferimento a quanto specificato nel paragrafo 1.3.2 e alla nota n. 108 al capitolo I.

³⁸ Jensen e Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, V. 3, No. 4: October, pp. 305-360.

³⁹ Shleifer e Vishny, 1997, A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, V. 52, pp: 737-789.

⁴⁰ Davies, 2000, The board of directors: composition, structure duties, and powers, OECD Working Paper.

⁴¹ Bebchuk, Kraakman, e Triantis, 1999, Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the creation and agency costs separating control from cash flow rights, NBER Working Paper n. 6951.

Un pacchetto remunerativo ben disegnato può mitigare i primi due problemi d'agenzia indicati, allineando gli interessi del *management* e del consiglio di amministrazione a quelli degli azionisti. Tuttavia, data l'incompletezza di ogni contratto di compenso (*Grossman e Hart, 1986*⁴³; *Kaplan e Stromberg, 2002*⁴⁴), una qualsiasi *remuneration policy*, per essere efficace, necessita anche di un sistema di *corporate governance* che definendo regole, processi, verifiche e contrappesi⁴⁵, riesca ad evitare distorsioni al sistema dei compensi e per conseguenza comportamenti *value-destroying* (*Bertrand e Mullainathan, 2001*⁴⁶; *Garvey e Milbourn, 2006*⁴⁷).

L'evidenza pratica è quella appena delineata: per una serie di problematiche, molti pacchetti di compenso sono troppo alti e/o sono mal disegnati finendo per creare, piuttosto che mitigare, conflitti. In definitiva con il distruggere valore. Nel presente paragrafo sono discusse tali problematiche, le relative conseguenze, e, nel caso indicata, l'eventuale soluzione proposta in merito, alla luce della pertinente letteratura prodotta.

3.3.1. *Nomina e definizione del pay-package*

Come si è visto⁴⁸, tra i principali compiti del consiglio di amministrazione vi è quello di assumere, licenziare e stabilire i compensi per il CEO e gli altri *top executives*. In molte imprese però la definizione della *remuneration policy* è affidata al comitato per la remunerazione (si veda il paragrafo 1.3.5).

⁴² Doidge, Karolyi, e Stulz, 2004a, Why do countries matter so much for corporate governance?, ECGI Working paper n. 50/2004.

⁴³ Grossman e Hart, 1982, Corporate Financial Structure and Managerial Incentives, in: J.J. McCall, ed., *The Economics of Information and Uncertainty* (Chicago, IL: University of Chicago Press, 1982).

⁴⁴ Kaplan e Stromberg, 2002, Characteristics, Contracts and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses, SSRN Working Paper.

⁴⁵ Si veda paragrafo 2.1.3.

⁴⁶ Bertrand e Mullainathan, 2001, Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones Without Principals Are, *Quarterly Journal of Economics*, V. 116, No. 3: pp. 901-932.

⁴⁷ Garvey e Milbourn, 2006, Asymmetric benchmarking in compensation: Executives are rewarded for good luck but not penalized for bad, *Journal of Financial Economics*.

⁴⁸ Si veda paragrafi 1.1, 1.3, 1.4.3.

Con riguardo alla nomina e alla definizione del pacchetto retributivo, si può arrivare alla determinazione di compensi eccessivi per due ordini di motivi. Innanzi tutto perché, per quanto diligenti, capaci e ben predisposti, i componenti del comitato, nel formulare le politiche di compenso, non stanno decidendo a proposito della destinazione di fondi propri. In altre parole è possibile che la loro percezione del costo del capitale non sia la medesima dei proprietari. In secondo luogo, spesso i membri del comitato difettano dell'esperienza, della capacità contrattuale e dell'indipendenza di giudizio necessaria per affrontare la negoziazione di contratto di compenso (per di più con soggetti molto più avvezzi e capaci di loro nelle situazioni di contrattazione⁴⁹).

3.3.1.1. CHI PRENDE LE DECISIONI DI POLICY

Sebbene la determinazione della maggior parte degli elementi della *remuneration policy* spetti al comitato per la remunerazione, solo raramente quest'ultimo gestisce tutto il processo decisionale e si dota degli strumenti necessari per raggiungere tale fine⁵⁰.

In genere le raccomandazioni in materia di compenso (livelli, composizione...) partono dalla divisione risorse umane eventualmente coadiuvata da un'agenzia di consulenza esterna all'impresa. Tali raccomandazioni sono inviate ai *top managers* per essere approvate e/o riviste, per poi arrivare al comitato per la remunerazione per le considerazioni finali. Il comitato può accettare le raccomandazioni fornitegli oppure rigettarle per aspettarne di nuove. In questo caso il processo ricomincia dalla divisione risorse umane, altrimenti il comitato invia le raccomandazioni ricevute, eventualmente aumentate delle proprie considerazioni, al consiglio d'amministrazione per l'approvazione definitiva della politica retributiva.

Un tale processo di definizione delle politiche di compenso può facilmente portare a risultati non ottimali. Il fatto che i piani di

⁴⁹ Se così non fosse, ancora una volta, non si capirebbe la ragione di delegare funzioni proprie del consiglio al *management*.

⁵⁰ Per fare esempi: conduce studi sulla competitività dei livelli di salario, propone nuovi piani incentivanti, possiede al suo interno un esperto in materia di compensi che si occupi del *pricing*.

compenso originario (cfr. il direttore della divisione risorse umane) e debbano essere approvati dal *management* lascia, infatti, lo spazio per comportamenti opportunistici volti alla massimizzazione del valore delle retribuzioni corrisposte dall'impresa⁵¹. A tal riguardo, la soluzione che sembra profilarsi in letteratura è quella di una totale delega al comitato di tutte le fasi del processo di selezione delle politiche retributive: in quanto organo delegato (e non semplicemente consultivo) il comitato, in presenza di pratiche d'eccessivi compensi, risulterebbe responsabile e perseguibile legalmente per inadempienza (*Jensen e Murphy, 2004*).

3.3.1.2. SELEZIONE E CONTRATTAZIONE

I comitati per la remunerazione pagano sistematicamente di più gli *executives* neo-assunti e in particolar modo quelli assunti al di fuori dell'impresa (*Murphy e Zabojnik, 2003*⁵²). La motivazione di ciò è da ricercarsi in un processo di selezione del personale e di negoziazione della paga che limita l'impresa di potere contrattuale.

La ricerca di un nuovo *manager* viene tipicamente affidata ad un'impresa esterna che seleziona un certo numero di candidati e, dopo una fase di *screening*, arriva all'identificazione del candidato che propone al proprio cliente (*Khurana, 2002a*⁵³, *2002b*⁵⁴). La negoziazione del contratto di lavoro comincia solo quando il candidato viene selezionato apprendendo d'essere oggetto d'eventuale assunzione. A questo punto l'impresa ha già sostenuto elevati costi in termini di tempo e di denaro arrivando alla conclusione che il soggetto selezionato sia quello maggiormente in grado di rispondere ai requisiti richiesti. Tali elementi spostano il potere contrattuale dalla parte del *seller* (il candidato) a scapito del *buyer* (l'impresa): il primo conosce il (*range* di) compenso al quale

⁵¹ Si noti inoltre che il peso del CEO in tale processo decisionale è determinante dal momento che tipicamente partecipa a tutte le deliberazioni di tutti i comitati e del consiglio di amministrazione (eccetto a quella che specificatamente riguarda il proprio contratto. Si veda in merito il paragrafo 1.2).

⁵² Murphy e Zabojnik, 2003, *Managerial Capital and the Market for CEOs*, USC Working Paper.

⁵³ Khurana, 2002a, *The Curse of the Superstar CEO*, *Harvard Business Review*, September, pp. 3-8.

⁵⁴ Khurana, 2002b, *Searching for a Corporate Savior: The Irrational Quest for Charismatic CEOs*, Princeton, N.J.: Princeton University Press.

può mirare, mentre il secondo sarà certamente poco propenso e incentivato a ricominciare il processo di ricerca nuovamente. Il problema (i.e. la tendenza a pagare troppo e male i nuovi assunti) si acuisce quando il candidato affida i propri interessi ad un agente incaricato di contrattare al suo posto. In proposito, alcuni grandi negoziatori hanno fatto scuola. Ad esempio, Mr. J. Bachelier, divenne famoso per la sua abilità nell'ottenere alti *sign-on bonuses*⁵⁵. La sua strategia consisteva nel chiedere *sign-on bonuses* equivalenti alla somma del valore dei *benefits* e delle opzioni assegnate (ma non liberate) del soggetto che ricopriva il ruolo cui il suo assistito era candidato⁵⁶. In un contesto in cui i candidati sono sempre più spesso rappresentati da professionisti della contrattazione, mentre i comitati raramente si avvalgono dell'operato di un esperto in materia, osservare una crescita nei compensi ne è la logica conseguenza (Whitford, 1998; Kampel, 2000; Anders, 2003).

Il processo di negoziazione della paga genera problemi anche quando si tratta di rinnovare il contratto di un soggetto già all'interno dell'impresa (per promozione o riconferma della carica). Da quanto detto in merito al formarsi della *policy remuneration*, si comprende come la contrattazione del pacchetto retributivo non avvenga con il comitato per la remunerazione, bensì con il direttore del settore Risorse Umane. Che il soggetto in questione sia CEO, oppure un altro membro esecutivo (che, ad ogni modo, al benessere del CEO deve la rinegoziazione del proprio contratto), il direttore della divisione risorse umane avrà difficoltà ad avversare le richieste economiche che gli vengono fatte, sapendo che una volta terminato

⁵⁵ Si tratta di una somma pagata dall'impresa al potenziale nuovo impiegato come incentivo a "firmare" il contratto propostogli. Tramite i *sign-on bonuses* l'impresa tenta di minimizzare il potenziale errore di selezione del candidato: essendo tipicamente associati a contratti caratterizzati da un basso salario di base, in caso di errore, l'impresa si troverà gravata di un minore costo di licenziamento (si pensi a quanto detto in proposito dello *standard* dei *golden parachutes*).

⁵⁶ Ironicamente, in aggiunta alla paga dei suoi assistiti, Bachelier negozia con l'impresa anche la propria parcella (che spesso arriva sopra i 100,000 dollari per ogni singolo contratto). Per informazioni su Mr. Bachelier si veda: Anders, 2003, Upping the Ante: As Some Decry Lavish CEO Pay, Joe Bachelier Makes It Happen, *Wall Street Journal*, del 25 Gennaio; Kampel, 2000, Five Questions for Joseph E. Bachelier, Engineer of the Executive Pay Express, *New York Times*, dell'11 Giugno; Whitford, 1998, Becoming CEO? Call Him First, *Fortune*, V. 137, No. 11.

il processo di contrattazione, le credenze che eventualmente si sono create, farebbero fatica a dissolversi senza ripercussioni. In altre parole, è difficile negoziare in maniera efficiente il contratto del proprio *boss*: nessuno dei soggetti coinvolti è incentivato quindi a scatenare una “guerra interna”, per di più causata dall’impiego di risorse diverse dalle proprie.

3.3.1.3. AMMINISTRATORI ALLE DIPENDENZE DEL CEO

Il processo di definizione della politica retributiva perde infine d’efficacia a causa della generale tendenza a prendere decisioni che siano in linea con l’operato del CEO. Detto altrimenti il consiglio d’amministrazione (o il comitato per la remunerazione) ha la tendenza a commettere errori per eccesso in materia di *compensation policy*. Ad esempio, di fronte alla scelta fra un piano remunerativo più sensibile ai risultati aziendali rispetto ad un altro più ben visto dal CEO, il comitato di remunerazione (quando non richiede la scelta al *management*) opta in genere per il secondo. Oppure, dovendo scegliere quanta liquidità destinare per i *bonus*, il comitato tende in genere a sovrastimare piuttosto che a sottostimare tali accantonamenti (*Bebchuk, Fried e Walker; 2002*⁵⁷).

In questo senso, *Bebchuk, Fried e Walker (2002)* e *Bebchuk e Fried (2003)*⁵⁸ sostengono che l’esplosione dei compensi dei primi anni del 2000 riflette le azioni di *executives* che sono riusciti ad influenzare amministratori scelti *ad hoc* per fare parte del comitato per la remunerazione. Gli autori propongono come soluzione del problema delineato, la formazione di consigli d’amministrazione più indipendenti. *Murphy (2002)*⁵⁹ assume un’altra posizione, ribattendo che la soluzione ottimale non passerebbe per un miglioramento del *monitoring*, comunque non garantito dalla presenza di un maggior numero d’indipendenti nel *board*, quanto piuttosto da un

⁵⁷ Bebchuk, Fried e Walker, 2002, Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation, *University of Chicago Law Review*, V. 69: June, pp. 751-846.

⁵⁸ Bebchuk e Fried, 2003, Executive Compensation as an Agency Problem, *Journal of Economic Perspectives*, V. 17, No. 3.

⁵⁹ Murphy, 2002, Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options, *University of Chicago Law Review*, V. 69, No. 3: pp. 847-869.

miglioramento delle capacità negoziali del comitato per la remunerazione (ad esempio tramite l'assunzione di un esperto di *pricing* dei contratti) e per una ristrutturazione del processo di definizione del pacchetto remunerativo. Si noti che la critica di *Murphy (2002)* non vuole sottostimare l'importanza che la figura del CEO sia controbilanciata all'interno dell'impresa da figure aventi almeno altrettanto peso, né sottovalutare le problematiche legate alle posizioni di forza esistenti tra il CEO e il consiglio d'amministrazione. In un successivo articolo (*Jensen e Murphy, 2004*), lo stesso *Murphy*, coadiuvato da *Jensen*, che aveva già sostenuto posizioni analoghe a quest'ultimo in un precedente contributo (*Jensen e Fuller, 2002*⁶⁰), sottolinea la necessità di una certa indipendenza tra gli elementi del consiglio d'amministrazione, il CEO e la società (*Jensen e Murphy, 2004*). Il suggerimento che scaturisce dagli autori è quello di ribadire la necessità di una netta separazione fra i ruoli di CEO e *chairman* del consiglio d'amministrazione, limitare il numero di CEOs d'altre imprese nel *board* ed evitare la presenza d'altri *executives*-amministratori (al di fuori del CEO). Coerentemente con le posizioni assunte da *Murphy (2002)* e da *Jensen e Fuller (2002)*, essi sostengono che l'indipendenza è solo uno dei tanti aspetti che, in quanto presupposto per una buona *governance*, possono finire per influenzare le politiche di compenso: un legame diretto tra *compensation policies* e *board independence* non è proponibile. In altre parole una buona *governance* è condizione necessaria ma non sufficiente per osservare politiche di remunerazione ottimali.

3.3.1.4. UNA POSSIBILE FALSA SOLUZIONE: LA CONSULENZA ESTERNA

Il problema di pacchetti remunerativi non efficienti permane anche quando le imprese si dotano di consulenti in materia di *remuneration policies*. A tale risultato concorre (ancora una volta) la marginalità del comitato per la remunerazione nel processo di definizione di quest'ultima, e il sistema di parametri utilizzati dalle

⁶⁰ Jensen e Fuller, 2002, What's a Director to Do?, *Best Practice: Ideas and Insights from the World's Foremost Business Thinkers*, Cambridge, MA. and London: Perseus Publishing and Bloomsbury Publishing.

agenzie di consulenza nella definizione di contratti di compenso competitivi.

Con riguardo al primo aspetto, nella maggior parte dei casi i consulenti sono assunti direttamente dal *management* e lavorano alle dipendenze del direttore Risorse Umane, del CFO o del CEO in persona. In altre parole, il cliente “percepito” è il CEO e non il comitato per la remunerazione: poiché è normale fare gli interessi del proprio cliente, un aumento del compenso è la conseguenza più attendibile. Inoltre le maggiori società di consulenza in risorse umane, tra le quali è possibile annoverare Hay Group, Hewitt, Towers Perrin, Mercer, WatsonWyatt, sono spesso pagate in base al valore dei contratti di lavoro per i quali hanno fornito consulenza. Pertanto, la loro *fee* per una verifica sull’insieme dei contratti dei dipendenti è maggiore di quell’ottenuta in sede d’analisi dei contratti degli *executives*. Il fatto che la decisione di affidare consulenze del primo tipo ad un’impresa piuttosto che ad un’altra è in mano al *management*, non fa altro che acuire il conflitto d’interesse di cui sopra⁶¹.

Inoltre, i risultati prodotti dalle agenzie di consulenza, in base ai quali le imprese fisseranno poi un *benchmark* di salario per ogni tipologia di contratto, sono, nella pratica, distribuzioni cumulate dei salari corrisposti, aggiustati per la dimensione dell’impresa che li ha corrisposti⁶². Come fanno notare *Baker, Jensen e Murphy (1988)*⁶³ l’aggiustamento per le dimensioni d’impresa, se da un lato è un fattore chiaramente indispensabile, finisce implicitamente per rinforzare ulteriormente la relazione fra *compensation* e *company size*. Si viene in realtà persino ad instaurare una relazione per cui i

⁶¹ Non è realistico aspettarsi, infatti, che il consulente assunto per analizzare il sistema di compensi del *management* si scagli aggressivamente contro un CEO in quanto overpagato, sapendo che quest’ultimo è anche colui che magari, in un breve arco di tempo, potrebbe avere bisogno di ridiscutere i contratti di tutti gli altri dipendenti dell’impresa.

⁶² In genere l’aggiustamento avviene o per sottocampionamento in base alla dimensione oppure semplicemente tramite una regressione lineare del tipo: $\text{Log}(\text{salario})$ su $\text{Log}(\text{size})$. Come *proxy* per la dimensione d’impresa vengono utilizzati i ricavi oppure la capitalizzazione di mercato per quelle imprese per le quali o la definizione di ricavo è ambigua (si pensi alle imprese finanziarie) o la serie storica dei ricavi non è, per qualche ragione, attendibile (si pensi alle *start-up*).

⁶³ Baker, Jensen e Murphy, 1988, Compensation and Incentives: Practice vs. Theory, *Journal of Finance*, V. 43, No. 3: pp. 593-616.

managers stessi, al fine di vedersi incrementare il salario, tendono a perseguire la massimizzazione della dimensione d'impresa.

3.3.2. ***Una possibile soluzione: la equity-based compensation***

I piani retributivi a base azionaria sembrano il modo più naturale per allineare gli interessi dei gestori dell'impresa con quelli dei proprietari. Tuttavia, come già più volte sottolineato nel presente lavoro, un mal disegnato sistema di compensi può generare un sistema d'incentivi avversi alla massimizzazione del valore d'impresa. Ciò è risultato particolarmente vero con riferimento alla retribuzione *equity-based*. Nel seguito del paragrafo sono discussi gli elementi che la letteratura ha documentato come cause alla base di tali inefficienze⁶⁴.

3.3.2.1. ***NO SKIN IN THE GAME***

Come osservato in precedenza, le imprese che offrono *stock options* dovrebbero ridurre il salario base (o il valore d'altre componenti della remunerazione) di un ammontare pari al loro valore atteso calcolato in base al costo del capitale azionario dell'impresa, in modo da controbilanciare il costo sopportato. Nella pratica, tuttavia, la paga *equity-based* è semplicemente aggiunta al pacchetto base corrisposto. Ne consegue una tendenza del consiglio d'amministrazione a percepire la retribuzione in strumenti finanziari come "liberamente" assegnabile (i.e. non costosa per l'impresa) data l'inesistenza di un'immediata uscita di cassa.

La mancanza di una decurtazione del valore delle altre componenti del pacchetto corrisposto, oltre a risultare in un costo maggiore per l'impresa in termini di retribuzioni corrisposte, finisce con l'erosione il potere incentivante della remunerazione *equity-based* assegnata. Come osservato da *Odean (1997)*⁶⁵, è intrinseco alla natura umana prestare più attenzione a ciò che è stato guadagnato con fatica piuttosto che a ciò che è stato regalato. Di conseguenza, nel caso in cui un *manager* acquisti *stock options*,

⁶⁴ Nonostante l'enorme varietà degli strumenti retributivi a base azionaria che possono essere utilizzati, nel seguito del paragrafo, salvo dove specificatamente indicato, tutti gli strumenti saranno assimilati a *stock options*. Si veda paragrafo 1.3.3.

⁶⁵ Odean, 1997, Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?, *The Journal of Finance*, V. 53, n. 5, pp: 1775-1798.

avendo quindi consapevolezza del costo opportunità sostenuto, sarà più incentivato a creare valore, volendo ottenere un guadagno sul proprio investimento, rispetto al caso in cui le opzioni gli vengono assegnate. Ad esempio, si consideri il caso di un *manager* che investe €100,000 in azioni della società per cui lavora, la quale ha un costo opportunità del capitale pari al 10%. Il *manager* avrà ben presente che se le azioni della sua società si apprezzeranno del 5% (con un *capital gain* di €5,000), egli in realtà non avrà guadagnato. D'altra parte, si consideri il caso in cui, *ceteris paribus*, la società assegnasse le 100,000 azioni al *manager*⁶⁶. In questa circostanza la perdita di prima verrebbe percepita come un guadagno. Non solo, anche se le azioni si deprezzassero, il *manager* starebbe comunque meglio di come stava in precedenza. Ecco che allora, l'assenza di "contrappesi" svuota la remunerazione *equity-based* del potere incentivante.

La soluzione che alcune imprese hanno adottato non riuscendo a decurtare le basi salariali, è stata quella di costringere il *management* a "comprare" una certa quota di remunerazione *equity-based* con fondi propri⁶⁷ (Core e Guay, 2000⁶⁸; Core, Guay e Larcker; 2002⁶⁹). Core e Guay (2000) hanno analizzato un campione di 190 imprese tra il 1992 e il 1997 che hanno adottato *target*

⁶⁶ L'esempio è basato sull'assegnazione gratuita di azioni. Quanto detto, però, resta valido anche nel caso di assegnazione di azioni (opzioni) a pagamento; chiaramente andrebbero a modificarsi i relativi *payoffs*.

⁶⁷ Si noti che in entrambi i casi (i.e. decurtazione vs *target ownership plans*) il costo sopportato dall'impresa non potrà mai essere completamente controbilanciato. Essendo *risk-adverse*, i percettori della remunerazione *equity-based* valutano, infatti, gli strumenti finanziari che gli sono assegnati meno di quanto realmente costano all'impresa (o meglio, scontano i *payoffs* attesi ad un maggiore tasso). Storicamente, quando è stato imposto a componenti del *management* di "comprare" la loro quota di remunerazione *equity-based*, gli acquisti degli strumenti finanziari sono stati finanziati da prestiti forniti o garantiti dall'impresa emittente. Poiché spesso tali prestiti sono stati forniti a condizioni molto lontane da quelle di efficienza (il costo del capitale era abbondantemente sotto quello della compagnia), si sono verificati fenomeni di abuso. In conseguenza di ciò, il Sarbanes-Oxley Act ha proibito alle compagnie americane di fornire o garantire prestiti ai propri *executives* (Si veda: Section 402(a)).

⁶⁸ Core e Guay, 2000, Performance consequences of mandatory increases in executive stock ownership, *Journal of Financial Economics*.

⁶⁹ Core, Guay e Larcker, 2002, Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey, SSRN Working Paper.

executive ownership plans, con i quali s'imponeva al *management* di raggiungere una quota minima di partecipazione al capitale azionario dell'impresa. In queste imprese le *performances* contabili e di mercato sono state registrate in significativo miglioramento nei due anni seguenti l'adozione dei piani.

3.3.2.2. **LE STOCK OPTIONS: LA SOLUZIONE O IL PROBLEMA?**

Le *stock options* tradizionali si sono rivelate particolarmente "adatte" nell'indurre i destinatari a pensare che il costo del capitale azionario, al netto di quanto erogato sotto forma di dividendi, fosse "pari a zero" (i.e. pari al *dividend yield*). E questo principalmente perché, anche nel caso d'investimenti *value-destroying*, esse garantivano comunque al percipiente un *payout* positivo (Jensen, 2001a⁷⁰). L'idea sottostante il ragionamento di Jensen (2001a), è che il *management* prende il proprio pacchetto remunerativo come esogeno e volto alla massimizzazione del valore d'impresa. Detto altrimenti, nella mente degli *executives* è razionale pensare che, dal momento che l'impresa sceglie la *policy* di compenso per indurli a scegliere solo quei progetti che creano valore, la massimizzazione del valore del proprio *pay-package* porterà inevitabilmente anche verso l'obiettivo per cui è stato creato⁷¹. L'idea è teoricamente corretta; tuttavia, disegnando remunerazioni inefficienti, l'impresa finisce per pagare il *management* per distruggere valore (Jensen, 2001a).

Per spiegare la linea logica del ragionamento, si consideri, ad esempio, il caso riportato in Jensen (2001a). Nella relazione riguardante i piani strategici, il *top management* informa il *board* che in caso di ratifica dei piani proposti, il prezzo delle azioni della compagnia sarebbe passato, nei successivi 5 anni, dagli attuali \$57 ai futuri \$100. Il *board* e il *management* si erano già trovati

⁷⁰ Jensen, 2001a, How Stock Options Reward Managers for Destroying Value and What To Do About It, Harvard Business School Negotiations and Markets (NOM) Working Paper, April 17, 2001.

⁷¹ Si noti che in tale analisi non sono considerati comportamenti razionalmente opportunistici da parte del *management*. Il punto è che in teoria, un pacchetto remunerativo ben costruito dovrebbe indurre proprio la dinamica sopra descritta. E cioè: massimizzando il proprio *payout*, gli *executives* dovrebbero, nel contempo, massimizzare anche il valore d'impresa.

d'accordo sul fatto che il costo del capitale azionario della compagnia fosse il 15%, che la compagnia avrebbe pagato un dividendo annuo pari al 2.5% del prezzo delle azioni valutato ad inizio anno e che all'inizio del prossimo esercizio sarebbero state assegnate ai *top executives* nuove *stock options at-the money*. In base a questi dati, il valore dell'*equity* alla fine del quinto anno sarebbe dovuto essere di \$102.72 per azione ($\$57 \cdot (1.125)^{572}$) e, ipotizzando che le proiezioni sul prezzo delle azioni fatte del *management* fossero state corrette, gli azionisti avrebbero perso \$2.72 per azione (in dollari cinque anni nel futuro). Pertanto, il piano proposto, anche se eseguito perfettamente, avrebbe distrutto valore. Infatti, se il mercato avesse creduto nella sua attuazione, il prezzo corrente delle azioni sarebbe diminuito fino a raggiungere i \$55.49 ($100 / (1.125)^5$), con una perdita immediata di \$1.51 per azione. Tuttavia, le opzioni assegnate ai *top executives* (*strike* pari ai correnti \$57 per azione), avrebbero realizzato in cinque anni una plusvalenza teorica all'esercizio pari a \$43 ($100 - 57$). In tale fattispecie, i *managers* sarebbero stati lautamente pagati per avere perso soldi degli azionisti.

La medesima convinzione di cui sopra ha generato anche un secondo ordine di problemi legato al fatto che nella maggior parte dei casi le *stock options* tradizionali non prevedono aggiustamenti nel prezzo di esercizio in seguito al pagamento di dividendi sul sottostante. Poiché pagare dividendi sull'*underlying* abbassa corrispondentemente il valore (intrinseco) delle opzioni (*non-dividend-adjusted*), i *managers* sono incentivati a non distribuirne. Lewellen, Loderer e Martin (1987)⁷³ trovano evidenza del fatto che i *payout ratios* sono negativamente (anche se non significativamente) correlati con la remunerazione a base azionaria percepita dal CEO. Analogamente, Lambert, Lanen e Larcker (1989)⁷⁴ dimostrano che i

⁷² S'ipotizza di capitalizzare il costo del capitale azionario al netto del dividendo pagato.

⁷³ Lewellen, Loderer e Martin, 1987, Executive Compensation and Executive Incentive Problems: An Empirical Analysis, *Journal of Accounting & Economics*, V. 9, No. 3: pp. 287-310

⁷⁴ Lambert, Lanen e Larcker, 1989, Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, V. 24, No. 4: pp. 409-425.

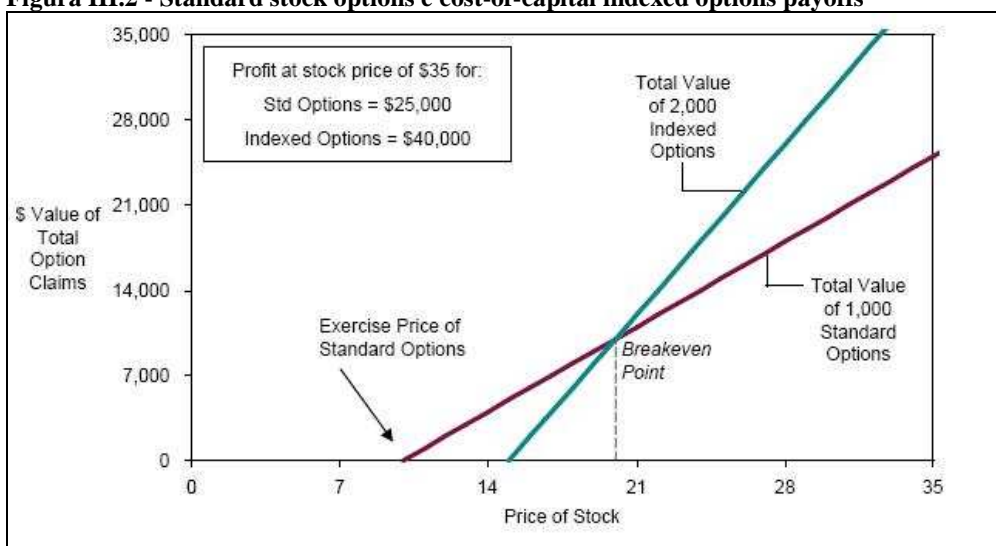
dividendi attesi decrescono in seguito all'adozione di *stock options plans*. Si noti che se l'impresa non utilizza la liquidità in eccesso (non distribuita) per comprare azioni proprie (ed esiste evidenza che in taluni casi ciò avviene), si verifica un eccesso di *free cash flow* che impatta negativamente sul valore d'impresa (Jensen, 1986).

3.3.2.2.1. OPZIONI INDICIZZATE AL COSTO DEL CAPITALE

Una possibile soluzione ai problemi di cui sopra è stata avanzata per la prima volta da Bennett, il quale ha proposto di corrispondere al *management options* il cui prezzo di esercizio aumenti con il costo del capitale azionario dell'impresa (al netto del tasso di dividendo) (Bennett, 1990⁷⁵). In tal caso, egli spiega, il problema principale consisterebbe nel fare accettare tali piani ai potenziali percettori fintanto che esistono sul mercato imprese che emettono *stock options* tradizionali. Le seguenti considerazioni, tuttavia, risolvono, secondo Bennett l'*empasse*: (1) le opzioni indicizzate sono meno costose di quelle *standard* e pertanto l'impresa potrebbe assegnarne un numero maggiore, *ceteris paribus*; (2) ipotizzando la creazione (distruzione) di valore, le opzioni indicizzate garantiscono un *payoff* maggiore (minore) di quelle tradizionali. Stanti queste ipotesi, conclude Bennett, le opzioni indicizzate avrebbero anche un effetto di *screening*: solo i *managers* convinti di potere creare valore rimarrebbero (o si farebbero assumere) con l'impresa (specularmente, gli altri sarebbero incentivati, o meglio incoraggiati, ad andarsene). La Figura III.2 confronta i *payoffs* derivanti da *cost-of-capital indexed options* e da *stock options* tradizionali.

⁷⁵ Bennett, 1990, Remaking the Corporation from Within, *Harvard Business Review*.

Figura III.2 - Standard stock options e cost-of-capital indexed options payoffs



Fonte: M.C.Jensen & K.J.Murphy, Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them, ECGI Finance Working Paper n. 44/2004.

Ipotesi:

- (1) Costo del capitale azionario pari al 10%;
- (2) Assegnazione di opzioni *at-the-money*;
- (3) Il prezzo di esercizio (k) cresce ad un tasso pari al costo del capitale per l'opzione indicizzata, e ad un tasso pari a zero per quella tradizionale (*fixed strike-price*);
- (4) Alla data di assegnazione, la relazione tra il valore delle due tipologie di opzione è la seguente: 2 opzioni indicizzate = 1 opzione *standard* (Ipotesi: $S_0 = \$10$; Tasso *risk-free* = 6%; *dividend yield* = 0%; $\sigma = 30\%$; $T = 10$ anni; Tipologia opzioni = Americana; Metodo di Valutazione: Binomiale);

Nota: Il grafico è relativo a $t = 4.3$ anni (dopo l'emissione), momento in cui il prezzo di esercizio dell'opzione indicizzata è pari a \$15 ($\$10 \times 1.1^{4.3}$). Sono posti a confronto il valore all'esercizio di un pacchetto di 1000 opzioni tradizionali e di un pacchetto di 2000 opzioni indicizzate.

Come si evince dalla Figura III.2, 4 anni, 3 mesi e 18 giorni dall'assegnazione, il pacchetto di *stock options standards* guadagna \$5,000 ($(15-10) \times 1000$), mentre il pacchetto alternativo non guadagna alcunché. Tuttavia, dato il punto di pareggio fra il valore dei due pacchetti (ottenuto per un prezzo del sottostante pari a \$20), il *manager* che ritiene di potere portare il prezzo delle azioni al di sopra dei \$20, preferirà detenere opzioni indicizzate. Per un prezzo del sottostante pari a \$35, infatti, il *payoff* derivante dal pacchetto d'opzioni indicizzate risulta assai superiore rispetto a quello ottenuto su quello d'opzioni tradizionali (rispettivamente \$40,000 e \$25,000). Inoltre, poiché i percettori di *cost-of-capital indexed options* non guadagnano se non in caso di creazione di valore, saranno disincentivati a non sprecare capitale, ad esempio creando *free cash flow* nell'impresa attraverso una conservativa politica di dividendi. A conferma della prima ipotesi di *Bennett (1990)*, si noti

infine che *ex-post* le opzioni indicizzate non costano nulla agli azionisti se non viene creato valore in termini reali, e pertanto, è piuttosto ininfluenza il numero che ne viene assegnato.

3.3.2.3. **RISK ADVERSION HYPOTHESIS**

Una parte della dottrina in materia di *remuneration policies* sostiene (correttamente) che dal momento che i *managers* sono avversi al rischio (*Becker, 2006*⁷⁶), in quanto impossibilitati a proteggersi perfettamente da quello derivante dalle opzioni loro assegnate (si veda quanto detto in merito al paragrafo 3.1.2), valutano queste ultime meno del costo sopportato dall'impresa (i.e. scontano i *payouts* attesi ad un tasso maggiore di quello utilizzato dall'impresa, in quanto comprensivo di un premio per mancata diversificazione di parte del rischio *firm-specific*). *Meulbroeck (2000)*⁷⁷ e *Hall e Murphy (2002)*⁷⁸, stimano che i *managers* valutano un'opzione tradizionale circa il 55% del costo sopportato dall'impresa. Detto altrimenti, un'impresa potrebbe corrispondere ad un *manager* salario *cash* per un valore pari al 55% del valore delle opzioni da lui detenute, facendolo comunque stare meglio, condizionato al fatto che il *manager* non sia in possesso di informazioni o abbia credenze che lo portino a pensare con una certa certezza di potere creare valore.

L'impresa sarà disposta a pagare un *manager* in maniera per lei più costosa (i.e. con attività rischiose), solo se l'effetto incentivante indotto in tal modo crea abbastanza valore da coprire gli extra costi generati. Pertanto, dato un certo compenso fisso (*risk-free*), è desiderabile per l'impresa sostituire parte di tale compenso

⁷⁶ Becker, 2006, Wealth and Executive Compensation, *The Journal of Finance*, V. 61, No. 1. Becker mette in relazione i pacchetti remunerativi corrisposti ai *CEOs* delle imprese quotate allo *Stockholm Stock Exchange* e appartenenti alla *A-list* tra il 1993 e il 1999, con il loro reddito fiscalmente dichiarato, depurato delle eventuali partecipazioni azionarie. Consistentemente con la *risk-adversion hypothesis*, Becker mostra che alti livelli di "ricchezza" (che *ceteris paribus* implicano una generale minore avversione al rischio) sono positivamente correlati con una maggiore remunerazione *equity-based*.

⁷⁷ Meulbroeck, 2000, The Efficiency of Equity-Linked Compensation: Understanding the Full Cost of Awarding Executive Stock Options, p. 62. Boston, MA: Harvard Business School, Working Paper No. 00-056.

⁷⁸ Hall e Murphy, 2002, Stock Options for Undiversified Executives, *Journal of Accounting & Economics*, V. 33, No. 1: pp. 3-42.

con remunerazione rischiosa (tipicamente funzione dei risultati aziendali) solo se i benefici in termini di valore creato (stante una *pay-performance relation* correttamente formulata) controbilanciano il premio per il rischio che si è dovuto corrispondere al *manager*. Per chiarire quanto detto, si consideri l'esempio di un'impresa che capitalizza €1 miliardo, il cui CEO riceve un salario fisso di €7 milioni e per il quale ci si attende un aumento di valore (al di sopra del costo del capitale) dell'1% (i.e. €10 milioni). Si supponga di offrire al CEO opzioni indicizzate al costo del capitale aventi un valore all'assegnazione di €4 milioni in cambio di €2 milioni di remunerazione *risk-free* (*risk-premium* pari a €2 milioni). Tale piano implementa un sistema d'incentivi per i quali ci si attende un guadagno addizionale di valore per l'impresa pari, almeno, al 2%.

3.3.2.4. UNWIND THE INCENTIVES

Come si è detto, la remunerazione *equity-based* carica i percettori di una parte del rischio d'impresa che oltretutto non è da questi ultimi completamente diversificabile. Non diversificabile non significa, tuttavia, non alienabile: ulteriori problematiche connesse alla retribuzione a base azionaria nascono quando i percepenti riescono a liberarsi sul mercato dei rischi loro imposti (*to wind the incentives*). Se l'impresa non riesce ad evitare tale pratica, si ritroverà ad avere corrisposto un premio senza probabilmente riceverne i benefici. In linea di principio ciò sarebbe possibile imponendo ai *managers* di comunicare all'impresa tutte le operazioni da loro attuate aventi ad oggetto i titoli dell'impresa ed eventualmente impedire quelle effettuate a fini di copertura o di *risk-shifting*⁷⁹.

Sebbene non analizzata in letteratura (o almeno a conoscenza dell'autore)⁸⁰, l'importanza di vincoli che impediscano ai destinatari

⁷⁹ Si tratta comunque di una tematica piuttosto delicata. In generale, infatti, oltre ad essere considerato sconveniente che il comitato per la remunerazione (o il consiglio di amministrazione) si informi a proposito del *portfolio* personale dei propri *top managers*, non è semplice, dal punto di vista legislativo, strutturare una legge che limiti il *trading* di taluni soggetti.

⁸⁰ Gli accademici hanno invece analizzato a fondo i vincoli di *vesting* (liberazione) degli strumenti finanziari assegnati nel caso un *executive* lasci l'impresa. Si tratta in sostanza delle condizioni che definiscono la misura in cui un soggetto che termina il

di piani incentivanti di liberarsi degli incentivi impostigli nel periodo durante il quale servono l'impresa (ad esempio semplicemente esercitando le proprie opzioni e vendendo le azioni sottostanti subito dopo la loro assegnazione), è comprensibile alla luce di una serie di considerazioni parallele (Fried, 1988⁸¹; Yermack e Ofek, 2000⁸²; Bebchuk, Fried e Walker, 2002). Innanzitutto, come già sottolineato, il destinatario di strumenti finanziari ha ricevuto un premio per sopportare rischi aggiuntivi: ciò autorizza l'impresa a verificare che tale premio sia stato ben speso in termini di sussistenza degli incentivi forniti ed eventualmente a vincolare le scelte d'investimento dei propri dipendenti volte ad indebolirli. In secondo luogo i *managers* sono regolarmente in possesso d'informazioni privilegiate riguardanti il valore degli strumenti finanziari emessi dall'impresa (Fried, 1998). Sebbene in generale esistano leggi tese ad impedire che gli *insiders* operino avvalendosi di informazioni privilegiate (si vedano Bajo e Petracci, 2005⁸³; Hillier, Bajo, Bigelli e Petracci, 2008⁸⁴ con riferimento al caso italiano), queste ultime lasciano comunque notevole libertà di *trading* permettendo così trasferimenti di ricchezza a discapito dei detentori dei titoli dell'impresa (Fried, 1988; Bebchuk, Fried e Walker, 2002). A conferma di ciò vi sono le evidenze empiriche indicanti che gli *insiders* sistematicamente ottengono extra rendimenti positivi operando sui titoli della propria impresa (Seyhun, 1992⁸⁵; Bajo e Petracci, 2005; Hillier, Bajo, Bigelli e

rapporto di lavoro con l'impresa emittente, può ancora avvalersi degli strumenti finanziari che gli sono stati assegnati (si veda paragrafo 1.3.2). Per approfondimenti in merito si veda: Kole, 1997, The Complexity of Compensation Contracts, *Journal of Financial Economics*, V. 43, No. 1: pp. 79-104.

⁸¹ Fried, 1998, Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading Through Pretrading Disclosure, *Southern California Law Review*, V. 71: pp. 303-392.

⁸² Ofek e Yermack, 2000, Taking Stock: Equity-based Compensation and the Evolution of Managerial Ownership, *Journal of Finance*, V. 55, No. 3: pp. 1367-1384.

⁸³ Bajo e Petracci, 2005, Do What Insiders Do: Abnormal Performances After the Release of Insiders' Relevant Transactions, SSRN Working Paper.

⁸⁴ Bajo, Bigelli, Hillier e Petracci, 2008, The Determinants and Value Impact of Regulatory Compliance: An Analysis of Insider Trading Disclosures, SSRN Working Paper.

⁸⁵ Seyhun, 1992, The Effectiveness of Insider Trading Sanctions, *Journal of Law & Economics*, V. 35, No. 1: pp. 149-182.

Petracci, 2008). *Fried (1988)*, in particolare stima che gli *insiders* guadagnano circa \$5 milioni l'anno solo dall'*insider trading* sulle azioni ordinarie. Per evitare tali pratiche, egli suggerisce che la migliore soluzione in tal senso (anche per evitare di imporre implausibili vincoli alla liquidità degli *insiders*) sarebbe quella di un'informativa relativa alle intenzioni di *trading* da parte degli *insiders*.

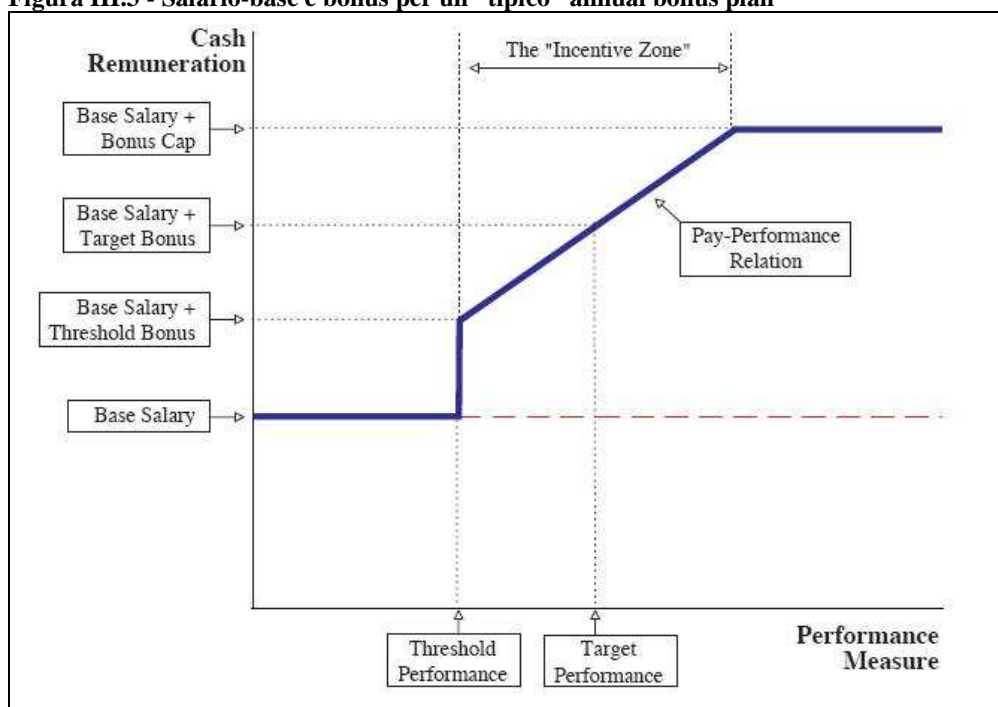
3.3.3. *Il sistema di bonus*

Gli *annual bonuses*, nel creare un sistema d'incentivi, offrono una serie di vantaggi aggiuntivi rispetto agli *equity-based plans* (*Murphy, 2003*⁸⁶; *Jensen e Murphy, 2004*). Innanzitutto, i piani retributivi a base azionaria, pur remunerando i *managers* per incrementi nel prezzo delle azioni, non forniscono alcuna guida sul come fare ciò. Al contrario, i programmi di *bonus* possono essere strutturati in modo da incentivare il raggiungimento di specifici obiettivi intermedi funzionali alla creazione del valore. In secondo luogo mentre gli *equity-based plans* sono validi solo per quei soggetti coinvolti direttamente nelle decisioni che influenzano il prezzo delle azioni, i *bonus plans* possono essere personalizzati per ogni dipendente dell'impresa. Terzo, i *bonus* forniscono, se raggiunti, un'immediata liquidità. Infine, i *bonus plans* possono contenere elementi soggettivi non facilmente implementabili in piani azionari aventi più destinatari.

Per le ragioni appena elencate, quasi tutte le imprese offrono periodicamente (ogni anno) ai propri *executives bonus* basati su una misura annuale di *performance* dell'impresa. Anche se molto eterogenei fra loro, gli *executive bonus plans* possono essere classificati in base a tre elementi: (1) le misure di *performance* utilizzate; (2) gli obiettivi (*targets* o *budgets*) di *performance* fissati; (3) e la struttura della *pay-performance relation* implicita in essi. La Figura III.3 mostra questi elementi per un tipico *bonus plan*.

⁸⁶ Murphy, 2003, Stock-Based Pay in New Economy Firms, *Journal of Accounting & Economics*, V. 34, No. 1-3: pp. 129-147.

Figura III.3 - Salario-base e bonus per un "tipico" annual bonus plan



Fonte: M.C.Jensen & K.J.Murphy, Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them, ECGI Finance Working Paper n. 44/2004.

Il tipico piano di *bonus* prevede (a) che nulla sia pagato fino a che una certa soglia (*threshold*) di *performance* (in genere espressa in percentuale rispetto all'obiettivo) sia stata raggiunta; (b) che, una volta raggiunta tale soglia, sia pagato un determinato *threshold-bonus* (in genere definito in percentuale del *target-bonus* previsto per il raggiungimento dell'obiettivo); (c) che al raggiungimento dell'obiettivo (*target*) di *performance* venga pagato il *bonus* corrispondente (*target-bonus*); (d) un certo tetto (*bonus cap*), solitamente espresso come percentuale o multiplo del *bonus* obiettivo, ai *bonus* pagabili. La distanza tra le soglie e il tetto definisce l'*incentive zone* comprendente l'insieme delle *performances* per un incremento delle quali si ottiene un incremento dei *bonus*.

Analogamente alle *stock options*, anche i piani di *bonus* spesso contengono delle debolezze che finiscono con il ridurne, se non rovesciarne, l'efficacia, incentivando azioni *value-destroying*. Nel seguito del paragrafo saranno discusse tali problematiche.

3.3.3.1. LA PAY-PERFORMANCE RELATION

I principali problemi (i.e. “incentivi avversi”) attribuibili ai *bonus plans* sono spesso da ricondursi alla non linearità della *pay-performance relation* (Jensen, 2003⁸⁷).

Si consideri il caso di una cuspide a livello della soglia di *performance* (cfr. Figura III.3). I *managers* che credono di non potere raggiungere entro la fine dell’anno la soglia smetteranno di produrre, oppure cercheranno di “spostare” i profitti nel prossimo anno “ritardando” i ricavi o “anticipando” le spese. Il principale problema è identificabile nel fatto che il mancato raggiungimento della soglia, e in particolare il *gap* per cui si è realizzato l’insuccesso, viene ad essere generalmente indipendente dalla penalità assegnata (i.e. non genera alcun *malus*). È evidente come questa situazione possa generare comportamenti opportunistici da parte dei *managers*, legati allo spostamento temporale dei risultati tra i vari esercizi. La tendenza a “spostare risultati di *performance*” permane anche una volta raggiunta la soglia o il tetto del *bonus*. Nel primo caso, infatti, i *managers*, avendone la possibilità, tenderanno ad anticipare i risultati per raggiungere il tetto (non avendola, decideranno di smettere di produrre fermandosi alla, o poco sopra, la soglia)⁸⁸; nel secondo caso, invece, a “risparmiare” per il periodo successivo non avendo alcun incentivo ad incrementarli ulteriormente oltre il *cap*.

In sintesi, *pay-performance relation* non lineari possono causare tanti più problemi secondo il grado di discrezionalità dei *managers* nel *trade-off* tra *performance* correnti e future. Quando la relazione è concava, i *managers* possono incrementare i *payouts* aumentando la variabilità delle *performances* (si pensi a quanto detto in precedenza a proposito di *managers* vicini alla soglia). Quando invece la relazione è convessa, i *managers* saranno incentivati ad appiattare le *performances* fermandosi ad un livello inferiore a quello raggiungibile, e risparmiando il più possibile per

⁸⁷ Jensen, 2003, Paying People to Lie: The Truth About the Budgeting Process, *European Financial Management*, V. 9, No. 3: 2003, pp. 379-406.

⁸⁸ Tale pratica è facilitata dal fatto che in molte imprese la soglia di *performance* e il tetto del *bonus* sono molto vicini: tipicamente quest’ultimo è fissato tra l’80% e il 120% della soglia (Murphy, 2000).

un qualsiasi periodo futuro (questa è la situazione una volta raggiunto il tetto e per posizioni lontane dalla soglia di *performance*⁸⁹). Aumentando o diminuendo la variabilità dei risultati in modo da approfittare del sistema di *bonus* loro offerto, i *managers* finiscono, inevitabilmente con il distruggere valore. E i costi possono rivelarsi piuttosto alti⁹⁰. Si consideri il caso di un *bonus* legato ad obiettivi di fatturato. Il *manager* può inviare in un magazzino vicino al cliente, residente all'estero, le parti non assemblate del prodotto finito, concludendo così la vendita prima della fine dell'anno e raggiungendo l'obiettivo. In seguito tali componenti dovranno, però, essere assemblate, a spese dell'impresa produttrice nel paese straniero (quindi ad un costo maggiore) per soddisfare il cliente. In tal modo, anche se i profitti dell'impresa sono crollati, il *manager* ha ottenuto il suo *bonus* (Jensen, 2003).

3.3.3.2. **BENCHMARK DI PERFORMANCE**

Nella pratica i *bonus* sono basati su una misura di *performance* d'impresa relativa ad un *benchmark* (ad esempio la *performance* di un campione d'impresе paragonabili). L'efficacia dello *standard* è tanto maggiore quanto minore è la facilità con cui i *managers* sono in grado di influenzarlo. In altre parole i *managers* possono ingiustamente arrivare al *bonus* o influenzando la variabilità dei risultati (cfr. paragrafo 3.3.3.1) o incrementando le misure di *performance* (cfr. paragrafo 3.3.3.3) oppure diminuendo lo *standard*. Ad esempio, se gli *standards* sono basati sulla *performance* dell'anno precedente, i *managers* tenderanno ad avversare risultati aziendali particolarmente positivi per non essere penalizzati in futuro da uno *standard* troppo elevato. Nonostante la semplicità del problema, la maggior parte delle imprese utilizza *benchmarks* che possono essere facilmente e prontamente influenzati dai propri *managers*. Murphy (2002) trova che lo 89% di un campione di 177 imprese statunitensi definisce i propri

⁸⁹ Con riferimento alla Figura III.3, una volta raggiunto il tetto e per le posizioni lontane dalla soglia di *performance*, la *pay-performance relation* è piatta e quindi convessa.

⁹⁰ Per altri esempi di comportamenti *value-destroying* indotti da relazioni *pay-performances* non lineari si veda Jensen, 2003.

benchmarks sulla base delle *performances* e del capitale impiegato l'anno precedente.

Una soluzione per mitigare quest'ordine di problemi (oltre alla linearizzazione della *pay-performance relation*) è quella di "esternalizzare" i *benchmarks*. Esempio in questo senso è dato dai *leveraged buyouts* (come da altre imprese particolarmente indebitate). In tali imprese l'obiettivo implicito è quello di generare flussi di cassa sufficienti per sostenere alti livelli di debito⁹¹: il costo del debito diventa uno *standard* da raggiungere non influenzabile. In generale, pertanto, la negoziazione del credito con i finanziatori esterni diventa una sorta d'esternalizzazione del parametro di *performance*. Una maniera più semplice per ottenere *standards* non manipolabili e linearità nelle "funzioni d'incentivo" è quella di misurare gli obiettivi in termini di costo del capitale. Ad esempio il piano della Disney (2004) prevedeva il pagamento di un *bonus* ai propri CEO pari al 2% del risultato netto d'impresa una volta che questo avesse sorpassato una certa soglia (circa 11% del *book-value* delle attività nette).

3.3.3.3. MISURE DI PERFORMANCE

Alla H.J. Heinz Company i *managers* di divisione ricevevano *bonus* solo se gli utili erano aumentati rispetto a quelli dell'anno precedente. Per abbassare gli utili correnti, e incassare i futuri *bonus*, i *managers* si misero a manipolare le tempistiche delle spedizioni ai propri clienti (anticipandole) e a pre-pagare servizi non ancora ricevuti, facendo così nascere crescite negli utili annuali (*Post e Goodpaster, 1981*⁹²). Alla Dun & Bradstreet, i venditori non ricevevano alcuna commissione se il cliente non comprava più servizi (*credit-report services*) rispetto a quelli sottoscritti l'anno precedente. Nel 1989, la compagnia dovette affrontare spese per milioni di dollari per far fronte a numerose cause legali dovute alle false promesse che i propri venditori avevano fatto ai clienti nel

⁹¹ Inoltre, se si considerano anche gli elevati possessi azionari di *managers* e amministratori, la relazione di *pay-performance* perde di linearità solo in corrispondenza del punto di fallimento.

⁹² Post e Goodpaster, 1981, H.J. Heinz Company: The Administration of Policy". Boston, MA: Harvard Business School. HBS Case No. 9-382-034.

tentativo di far loro sottoscrivere un maggior numero di servizi (Roberts, 1989)⁹³.

Nei casi riportati, incentivati da una misura errata di *performance*, gli impiegati hanno intrapreso azioni volte unicamente all'aumento del proprio salario a discapito del valore di lungo periodo dell'impresa. Il problema d'errate misure di *performances* nei piani di compenso è stato illustrato per la prima volta da Steven Kerr nel suo articolo del 1975, *On the folly of rewarding A, while hoping for B*: il tasso di crescita delle unità vendute incentiva ad aumentare la quantità della produzione a discapito della qualità; il reddito netto incentiva ad aumentare gli utili contabili ignorando il costo del capitale, distruggendo talvolta valore. Piani basati sui rendimenti (ROE o ROA) incentivano ad intraprendere solo il progetto a rendimento maggiore, ignorandone il rischio⁹⁴. Purtroppo, la perfetta misura di *performance* sarebbe il contributo individuale al valore d'impresa, che, nella maggior parte dei casi è non misurabile. La letteratura è d'accordo sul fatto che, non esistendo nella realtà un'unica e corretta misura di *performance* da utilizzare, una scelta in tal senso deve essere realizzata nell'ambito del consiglio d'amministrazione (o dal comitato per la remunerazione) tentando di minimizzare tutti i potenziali costi che possono sorgere e verificando periodicamente la sussistenza degli incentivi impliciti nel sistema di *bonus* (Core, Guay e Verrecchia; 2003⁹⁵).

⁹³ Roberts, 1989, Credit Squeeze: Dun & Bradstreet Faces Flap Over How It Sells Reports on Businesses, *Wall Street Journal*, March 2. Per approfondimenti si veda anche: Baker, Gibbons e Murphy, 1994, Subjective Performance Measures in Optimal Incentive Contracts, *Quarterly Journal of Economics*, V. 109, No. 4: November 1994, pp. 1125-1156.

⁹⁴ In generale, adottare un rapporto come misura di *performance* si rivela una scelta corretta se, contemporaneamente, vengono imposte limitazioni alla capacità decisionale dell'agente coinvolto. Le debolezze del ROA, per esempio, possono essere eliminate imponendo che l'agente abbia solo il diritto di decidere quali *assets* utilizzare, e non anche la (possibilità di deciderne la) quantità (Jensen e Murphy, 2004).

⁹⁵ Core, Guay e Verrecchia, 2003, Price vs. Non-Price Performance Measures in Optimal CEO Compensation Contracts, *The Accounting Review*.

3.4. IL MERCATO DEI CAPITALI E L'EARNINGS MANAGEMENT GAME

Le imprese quotate e i relativi *management* sono soggetti ad un sostanziale monitoraggio da parte del mercato dei capitali. La reazione di analisti, investitori e istituzioni finanziarie alle politiche (e alle dichiarazioni) attuate dal *management* influenza fortemente il prezzo delle azioni e la capacità dell'impresa di raccogliere capitale (sia a titolo di debito sia di *equity*), determinandone, talvolta, il successo o il fallimento. Analogamente al consiglio d'amministrazione nel ratificare i piani d'impresa, il comitato per la remunerazione, nel formulare le politiche di compenso per il proprio *management*, dovrebbe tenere in considerazione la possibile conseguente reazione del mercato dei capitali. Questo soprattutto perché esiste la possibilità per amministratori e *managers* di sfruttare tale reazione per massimizzare i propri compensi.

3.4.1. *Premi e punizioni del mercato*

Nei precedenti paragrafi sono state riportate numerose evidenze a supporto del fatto che errati sistemi di compenso finiscano con il portare il *management* ad adottare azioni *value-destroying* ma finalizzate alla massimizzazione del compenso percepito. La relazione esistente tra il consiglio d'amministrazione, il *management* e il mercato dei capitali è risultata essere una sorta d'equilibrio che replica molti degli aspetti "contro produttivi" legati ad un errato sistema d'incentivi.

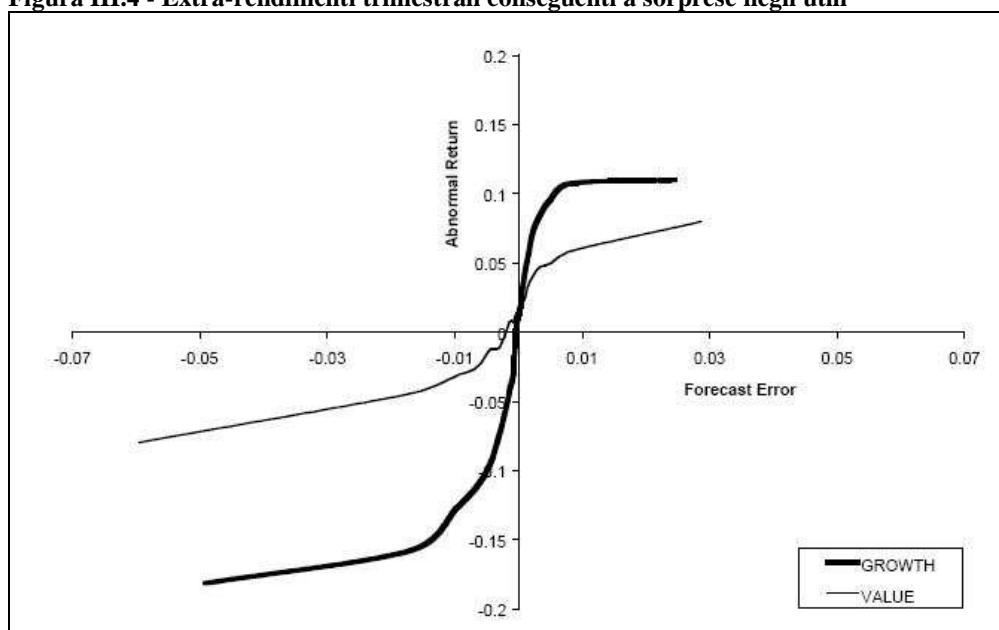
Quando un'impresa produce utili che "battono" le previsioni degli analisti (*positive earnings surprise*) il prezzo delle azioni aumenta in genere del 5.5%, viceversa, per sorprese negative, il prezzo delle azioni cala in media del 5.05%. Stranamente, in assenza di sorprese, il prezzo delle azioni aumenta comunque del 1.63% (*Skinner e Sloan, 2002*⁹⁶; *Bartov, Givoly e Hayn; 2002*⁹⁷). Pertanto, il

⁹⁶ La reazione dei prezzi è misurata dall'extra-rendimento trimestrale rispetto alla *performance* di un campione di imprese aventi la medesima dimensione sul periodo 1984-1996. Skinner e Sloan, 2002, Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio, *Review of Accounting Studies*, V. 7, No. 2-3: pp. 289-312.

⁹⁷ Bartov, Givoly e Hayn, 2002, The Rewards to Meeting or Beating Earnings Expectations, *Journal of Accounting & Economics*, V. 33, No. 2: pp. 173-204. Gli

mercato sistematicamente premia le imprese che battono o rispettano le previsioni degli analisti e penalizza quelle che invece le disattendono (si veda Figura III.4).

Figura III.4 - Extra-rendimenti trimestrali conseguenti a sorprese negli utili



Fonte: D.J.Skinner e R.G.Sloan, Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns, Review of Accounting and Studies, 2002.

Note. Il grafico rappresenta gli extrarendimenti trimestrali per *growth and value firms* in funzione della sorpresa di utili alla fine del trimestre. La sorpresa (*forecast error*) è misurata come differenza tra la previsione e il prezzo dell'azione alla fine del trimestre. Sono definite *growth stocks* quelle che presentano un alto *market-to-book ratio*; *value stocks* le altre. Data una certa sorpresa, le *growth stocks* sono più reattive delle *value stocks*, poiché gli utili effettivi rappresentano, nel futuro, una parte maggiore del valore dell'azione.

Curiosamente, la relazione tra gli extrarendimenti e la sorpresa ha forma assai simile a quella della *pay-performance relation* implicita per i piani di *bonus* (si veda Figura III.3). Questa semplice regolarità empirica, fornisce un incentivo ai *managers* destinatari di *equity-based remuneration*, a manipolare le informazioni fornite agli analisti (per influenzarne verso il basso le previsioni), a manipolare gli utili contabili, ed eventualmente anche

autori, replicando la medesima analisi per gli anni compresi tra il 1983 e il 1997, ma definendo le imprese paragonabili in base al loro beta, trovano che quando la previsione è pessimistica, una sorpresa positiva genera un più alto rendimento trimestrale pari al 3.2% rispetto a quando la previsione è rispettata (*zero surprise*).

ad intraprendere azioni che distruggono valore, in modo da generare *earnings surprises* (al limite anche solo per rispettare le previsioni).

3.4.2. *Premi e punizioni per gli analisti*

L'*earnings management game* così come sopra descritto rientra tra i problemi d'agenzia "interni all'impresa". Il problema acquista estensione (coinvolgendo anche le banche d'investimento e la comunità degli analisti, tipicamente i soggetti dediti alle previsioni sugli utili) quando i *managers* premiano (o puniscono) gli analisti (o in generale i soggetti deputati) per previsioni che sono (o meno) in linea con i loro interessi. I premi sono le informazioni privilegiate fornite agli analisti⁹⁸ oppure le maggiori commissioni pagate per i maggiori servizi eventualmente sottoscritti (in cambio di previsioni in linea con la preferenza del *management*) dall'impresa; le punizioni, per negazione, sono la mancanza di tali "agevolazioni". Quando una banca di investimento, o una qualsiasi altra istituzione finanziaria, entra in tale "sistema di favore", finisce per ereditare al proprio interno il problema di agenzia⁹⁹.

Le evidenze a supporto di tale gioco cooperativo sono rilevanti. *Hutton (2003)*¹⁰⁰, utilizzando i risultati di un'indagine in merito fatta dal *National Investor Relations Institute* nel 2001¹⁰¹, ha studiato le previsioni fatte per 457 imprese che avevano "guidato" l'operato degli analisti e per altre 59 che invece non lo avevano fatto, tra il 1998 e il 2000. Per il primo gruppo d'impres le previsioni trimestrali erano in media distorte verso il basso (permettendo ai *managers* di realizzare sorprese positive degli utili) nonostante fossero più accurate (presentavano un minore errore di previsione). Poiché gli analisti sono premiati anche per l'accuratezza

⁹⁸ Fornire informazioni privilegiate a un ristretto gruppo di soggetti (analisti) è illegale nella maggior parte degli ordinamenti. Con riferimento agli Stati Uniti, tale pratica è illegale dall'Ottobre 2002 (Si veda: *SEC Regulation on Fair Disclosure*).

⁹⁹ L'idea è che il *management* della banca di investimento stia operando in maniera diversa da quella desiderata dai suoi azionisti; il possibile costo, una notevole perdita di reputazione che per tali tipologie di imprese (di consulenza al mercato) rappresenta gran parte del valore.

¹⁰⁰ Hutton, 2003, *The Determinants and Consequences of Managerial Earnings Guidance Prior to Regulation Fair Disclosure*, Tuck School of Business, Dartmouth College, April 2003. Hanover, NH

¹⁰¹ Si veda: NIRI, *Survey On The Impact Of SEC Regulation Fair Disclosure*, 2001.

della stima fornita (*Hong e Kubik, 2003*)¹⁰², pare logico pensare che abbiano controbilanciato l'obiettività con l'accuratezza. Nel breve periodo sia gli analisti sia i *managers* ci hanno guadagnato, mentre il cliente finale, di fatto gli azionisti¹⁰³, ha finito per perderci.

¹⁰² Hong e Kubik, 2003, Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earnings Forecasts, *Journal of Finance*, V. 58, No. 1: pp. 313-351.

¹⁰³ Si noti, gli azionisti d'entrambe le imprese. Anche la società di consulenza, infatti, si sarà trovata a dovere corrispondere *bonus* immeritati.

Capitolo IV

IL COMPENSO DEGLI AMMINISTRATORI: LO STUDIO DEL CASO ITALIANO

Alla luce dei diversi approcci di ricerca al tema delle *remuneration policies* offerti dalla letteratura, il presente capitolo propone un'analisi empirica dei pacchetti di compenso percepiti dagli amministratori delle società aventi azioni quotate in Borsa Italiana negli anni compresi tra il 1999 ed il 2006. In particolare s'intende verificare se il *pay-package* corrisposto ai *directors* incorpora qualitativamente, e cioè nelle sue componenti, ovvero quantitativamente, e cioè nell'ammontare del valore complessivamente distribuito, la probabilità che l'impresa nella quale questi ultimi servono venga espropriata dal proprio azionista di maggioranza.

Una delle maggiori difficoltà, e specularmente, uno dei punti di forza degli studi empirici riguardanti le *remuneration policies* è il reperimento di dati attendibili e sufficientemente numerosi. Per tale ragione la prima parte del presente capitolo è interamente dedicata alla metodologia di ricerca seguita. Particolare attenzione è posta sulla fonte informativa utilizzata (i.e. *BoardEx*), sul processo di selezione del campione d'analisi e sulle verifiche della rappresentatività dello stesso.

La seconda parte del capitolo è invece dedicata all'analisi empirica vera e propria. Dapprima sono tracciati i livelli di compenso mediamente corrisposti nell'orizzonte d'analisi considerato unitamente alle possibili dinamiche che ne sono alla base. In seguito è presentata una stima degli incentivi in essi impliciti, condizionata a quelle caratteristiche delle imprese che li hanno corrisposti che la letteratura identifica come abili a quantificare il rischio espropriativo fronteggiato dall'azionista marginale. L'ipotesi che guida questa parte del lavoro è che ogni azione espropriativa rappresenta un costo per tutti gli *stakeholders*,

tra i quali gli amministratori. Per tale ragione, a causa dei limitati incentivi che sono forniti dal mercato del lavoro per gli amministratori in Italia, e data la documentata capacità di questi ultimi di influenzare il processo di formazione del proprio compenso, soprattutto in impresa caratterizzate da *weak corporate governance*, sembra ragionevole presupporre che i *directors* si adoperino in modo tale da minimizzare il potenziale costo espropriativo sopportato.

Infine, nell'ultima parte del capitolo sono sintetizzati i risultati ottenuti, le relative implicazioni ed alcune possibili future estensioni di ricerca.

4.1. REPERIMENTO DEI DATI E BOARDEX

La mancanza di studi a carattere empirico inerenti alle politiche retributive attuate dalle imprese dell'Europa continentale è principalmente dovuta alla limitata disponibilità di dati attendibili riguardanti la paga di *managers* ed amministratori. Per molto tempo, infatti, la maggior parte delle normative nazionali non ha imposto alle imprese alcun vincolo di *disclosure* in relazione ai compensi corrisposti ai propri vertici aziendali¹. In tal senso, solo recentemente si è registrata un'inversione di tendenza, con l'introduzione, in molti paesi europei, dell'obbligo di includere nel bilancio le informazioni riguardanti i compensi del *management* e dei membri del consiglio d'amministrazione². Per quanto detto, si comprende come uno studio empirico delle *remuneration policies* abbia nel reperimento di dati attendibili, e sufficientemente

¹ L'Italia costituisce, invero, un'eccezione in quanto una regolamentazione che obbliga le imprese ad includere in un'apposita sezione del bilancio le informazioni sui compensi d'amministratori e *managers* esiste dal 1998. Si veda comunicazione Consob n. 11580 del 15 Febbraio 1998, poi sostituita dal Regolamento Emittenti Consob n. 11971/99.

² Per una trattazione comparativa dei livelli di *disclosure* adottati nel contesto europeo si vedano Ferrarini et al, 2003, 2004, 2005 e Franzoni, 2008 (Cfr. note n. 10-13, Capitolo 3). Per una trattazione dei livelli di *disclosure* adottati negli Stati Uniti si vedano invece: Lie, 2005, On the Timing of CEO Stock Options Awards, *Management Science*, V. 51, No. 5: pp 802 – 812; e Heron e Lie, 2007, Does Backdating Explain the Stock Price Pattern around Executive Stock Option Grants?, *Journal of Financial Economics*, V.83, pp: 217-285.

numerosi, una delle sue maggiori difficoltà, oltre che, specularmente, uno dei suoi punti di forza.

Data l'importanza che la qualità e la quantità dei dati relativi ai compensi rivestono nelle analisi empiriche delle politiche retributive, nonché, la menzionata difficoltà di reperimento degli stessi, nel presente paragrafo è presentata la fonte informativa utilizzata.

I dati relativi ai compensi d'amministratori e *managers* sono stati raccolti facendo riferimento al *database* internazionale *BoardEx*³ fornito dalla Management Diagnostics Limited. La Management Diagnostics Limited è una società privata inglese che offre, previa sottoscrizione a pagamento, una serie di servizi e prodotti, finalizzati unicamente alla consulenza ed alla ricerca sulle tematiche attinenti il *management* ed il consiglio d'amministrazione.

BoardEx, in particolare, è un *database* costruito raccogliendo manualmente dall'anno della sua costituzione, il 1997, tutte le informazioni relative a *managers* ed amministratori (i.e. i soggetti rilevanti) reperibili dai bilanci e dalle relazioni agli investitori sulla *corporate governance* predisposte dalle società. Com'è già stato fatto notare in precedenza con riferimento al caso delle società italiane, in generale esiste una certa variabilità, sia in *cross-section* che in *time-series*, della qualità della *disclosure* di tali informazioni (cfr. Paragrafo 2.1). Pertanto, le medesime informazioni non sono disponibili né per tutte le società facenti parte di *BoardEx*, né con riferimento alla singola impresa, per tutti gli anni per i quali si è tentato di raccoglierle (i.e. nei quali è stata "censita"). Si consideri, per esempio, quanto mostrato nella seguente tabella.

³ Si veda www.BoardEx.com.

Tabella IV.1 – Informazioni reperibili in BoardEx. Un esempio della variabilità time-series e cross-section

Società	Informazioni Disponibili	Anno												Totale
		1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
Banca Agricola Mantovana S.p.A.	Network List	0	0	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	4
	Committees	0	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	5
	Roles	0	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	5
	Network Bio	0	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	5
	Experience	0	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	5
	Change	0	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	5
	Diversity	0	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	5
	Totale	0	0	7	7	7	7	6	0	0	0	0	0	34
Banca MPS S.p.A.	Network List	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	9
	Committees	0	0	0	1	1	1	1	0	0	1	1	0	6
	Compensation - Summary	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	9
	Compensation - Direct	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	9
	Compensation Equity - Summary	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	9
	Wealth - Summary	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	9
	Ratios	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	9
	Roles	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	9
	Network Bio	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	9
	Experience	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	9
	Change	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	9
	Diversity	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	9
	Totale	0	0	11	12	12	12	12	11	11	12	12	0	105
Fiat S.p.A.	Network List	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	12
	Committees	0	0	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	9
	Compensation - Summary	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	12
	Compensation - Direct	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	12
	Compensation Equity - Summary	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	12
	Compensation - Options	0	0	0	0	1	1	1	1	0	1	0	0	5
	Compensation - LTIPs	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0	2
	Wealth - Summary	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	12
	Wealth - Options	0	0	0	1	0	1	1	1	1	1	1	1	8
	Wealth - LTIPs	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	5
	Ratios	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	12
	Roles	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	12
	Network Bio	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	12
	Experience	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	12
	Change	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	12
	Diversity	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	12
Totale	11	11	12	13	12	14	14	16	14	16	14	14	161	
Totale	11	11	30	32	31	33	32	27	25	28	26	14	300	

Per la Fiat S.p.A. tutti i gruppi di variabili reperibili in *BoardEx* sono disponibili dal 1997 al 2008. Viceversa, per Banca Agricola Mantovana S.p.A., è disponibile una parte d'informazioni molto minore. In particolare, Banca Agricola Mantovana S.p.A., a differenza di Fiat S.p.A. e Banca MPS S.p.A., per gli anni dal 1999 al 2003, ha optato per non includere a bilancio le informazioni riguardanti il compenso dei propri amministratori, nonostante ciò fosse espressamente richiesto dalla Consob già dal 1998. Di là dal fatto che una società possa prevedere un pacchetto retributivo

maggiormente articolato nelle componenti rispetto ad un'altra (Fiat S.p.A. a differenza di Banca MPS S.p.A. ha fatto ricorso a *Stock Options* e *LTIPs*), e che, come verrà discusso in seguito, la copertura del *database* non è omogenea in *time-series*, una tale diversità è imputabile unicamente ai livelli di *disclosure* adottati e/o imposti alle società⁴.

Per una migliore comprensione della copertura e della qualità dei dati ottenuti da *BoardEx*, oltre che della costruzione di talune delle variabili che saranno poi impiegate nell'analisi empirica, nei seguenti paragrafi è presentata una descrizione dettagliata delle sue modalità di costruzione, di gestione e di fruizione, nonché delle informazioni che vi possono essere reperite. Si noti infine che *BoardEx* aggrega le informazioni reperite nei documenti societari in gruppi di variabili; nel seguito del paragrafo, per semplicità espositiva, si farà talvolta riferimento a ciascuno di tali gruppi semplicemente con l'accezione di *file*, dal momento che i *files* di dati scaricabili dal *database* sono nominati in base al (nome del) gruppo di variabili in esso riportato.

4.1.1. *Attendibilità delle informazioni*

BoardEx raccoglie le informazioni riguardanti *managers* ed amministratori reperite dai bilanci e dalle relazioni agli investitori sulla *corporate governance* predisposte dalle società. Ciò pone un problema d'omogeneità delle stesse. *BoardEx* in questo senso ha optato per una scelta conservativa, riportandole esattamente come presenti nei documenti societari. Ciò significa, ad esempio, che all'interno del *database* l'amministratore delegato è talvolta identificato come CEO, mentre in altri casi semplicemente come MD (i.e. *managing director*), secondo l'acronimo utilizzato dalla società d'appartenenza. Se da un lato ciò comporta, in particolare per le variabili qualitative (come appunto il ruolo ricoperto da un soggetto nella società), l'osservazione di un'enorme varietà di valori che nella realtà non sono differenti, dall'altro deve essere considerato un aspetto positivo in quanto, essendo stata mantenuta l'integrità delle informazioni, si ha la certezza di utilizzare dati in alcun modo filtrati e/o rielaborati. La scelta conservativa fatta dai

⁴ Si veda in proposito quanto specificato nel paragrafo 4.1.6.

gestori del *database* ha però reso necessaria una manipolazione delle informazioni in esso contenute, in modo da conferire alle variabili sulla base di queste costruite, e considerate nell'analisi empirica di seguito prodotta, una rappresentatività sostanziale e non solo formale che, inevitabilmente avrebbe condotto a risultati distorti in funzione della diversa terminologia utilizzata dalle imprese nella compilazione dei documenti societari.

4.1.2. Copertura time-series

BoardEx contiene dati ed informazioni rilevate ed aggiornate su base annua⁵, a partire dal primo anno in cui una società entra a fare parte del *database* fino all'ultimo anno per cui le informazioni relative al *management* ed al consiglio d'amministrazione sono pubblicamente disponibili. Dopo essere stata selezionata, una società viene fatta "entrare" nel *database* solo quando sono state raccolte osservazioni per almeno due anni consecutivi; per ogni società, inoltre, la serie storica dei dati s'interrompe solamente in caso di *delisting*⁶. In sintesi, una società reperibile in *BoardEx* presenta da un minimo di due anni d'osservazioni, nel caso sia appena "entrata" nel *database*, oppure sia stata delistata poco dopo il suo ingresso, ad un massimo di dodici anni d'osservazioni, dal 1997 al 2008, nel caso sia stata casualmente selezionata e "censita" nel primo anno di costituzione di *BoardEx*. Ad esempio, come si può notare dalla Tabella IV.1, per Fiat S.p.A., selezionata nel 1997, sono disponibili 12 anni d'osservazioni; per Banca Agricola Mantovana S.p.A. invece, essendo stata selezionata nel 1999 ed essendo stata delistata nel Marzo del 2003 per incorporazione in Banca MPS S.p.A. (anch'essa facente parte di *BoardEx* dal 1999), solamente 5 sono gli anni d'informazioni usufruibili.

Il fatto che le società per le quali le informazioni rilevanti non sono più pubblicamente disponibili restino comunque nel *database*,

⁵ In questo senso non si tratta di una scelta operata dai gestori del *database*, ma è una semplice conseguenza della periodicità (annuale) degli obblighi di *disclosure* imposti alle imprese in merito alle informazioni ed ai dati raccolti in *BoardEx*.

⁶ In tal caso, *BoardEx* fornisce accanto al nome della società la specificazione e la data di *delisting*. Analogamente, nel caso una società cambi denominazione una volta entrata in *BoardEx*, il *database* fornisce oltre alla denominazione attuale, anche quella precedente con l'indicazione della data del cambiamento.

garantisce per i campioni di società reperibili in *Boardex*, la minimizzazione di potenziali *survivor bias*.

4.1.3. Copertura cross-section

Le imprese presenti in *BoardEx* sono casualmente selezionate dai gestori del *database*. Sebbene la copertura non sia completa né per l'Italia⁷, né per nessun altro mercato mobiliare (i.e. non sono disponibili informazioni per tutte le società che sono state quotate a partire dal 1997 in un dato mercato), la numerosità del campione censito nel *database* ed il criterio di "ingresso" (i.e. *random selection*), garantiscono, come verrà argomentato e discusso più ampiamente in seguito, l'assenza di *sample selection bias*.

4.1.4. Modalità di fruizione

L'accesso al *database BoardEx* avviene in via telematica, previo *login* ad un portale d'ingresso, attraverso un'interfaccia *internet* che funge da maschera di ricerca per le variabili che si desiderano scaricare. L'interfaccia permette di effettuare la ricerca in base ai criteri comunemente adottati dai più utilizzati *databases* finanziari (e.g. Datastream, Bloomberg). Tuttavia la visualizzazione dei dati desiderati è vincolata a *files HTML* del tipo *gruppo di variabili-impresa-anno*: ciascun *file HTML* è, infatti, identificato dal nome della società a cui si riferisce, dalla data di *disclosure* delle informazioni che vi sono contenute (*Report Date*) e dal nome del gruppo di variabili che vi sono riportate. Ciò significa, più semplicemente, che non è possibile osservare una qualsiasi variabile, né in *time-series*, né in *cross-section*.

4.1.5. Modalità di download

Il procedimento di *download* è indubbiamente il punto debole di tale fonte informativa, sebbene permetta di scaricare i dati direttamente in formato *.xls*, *.csv*, o *.doc*. L'interfaccia è costruita in

⁷ *BoardEx* comprende dati per imprese quotate nei diversi mercati azionari del mondo. La copertura non è totale per nessun paese; tuttavia è migliore quanto maggiore è la dimensione del relativo mercato azionario. L'assenza di campioni completi è, nelle aspettative dei gestori del *database*, provvisoria. Ogni anno infatti, la copertura del *database* è ampliata attraverso il censimento di nuove società.

modo tale che il *download* dei dati può essere effettuato, in base alle esigenze dell'utente, secondo tre modalità alternative:

- A. direttamente dalla schermata HTML. In tal caso l'*output* del *download* è un singolo *file* che replica nel formato desiderato la schermata dell'interfaccia selezionata.
- B. attraverso l'utilizzo di un *basket* interno, nel quale devono essere caricati i *files* che si desidera scaricare direttamente dalla relativa schermata HTML. Una volta caricati nel *basket*, i *files* possono essere aggregati fino ad un numero massimo di 50; il *file* aggregato deve poi essere inviato ad un'apposita sezione dell'interfaccia, dalla quale sarà possibile eseguire il *download* vero e proprio, solo dopo che il *file* aggregato è stato richiesto, e a sua volta scaricato, dal *database* gestito in modo centralizzato dalla Management Diagnostics Limited. Si noti, infine, che a quest'ultima sezione dell'interfaccia è possibile inviare solo un massimo di dieci *files* per volta.
- C. attraverso l'utilizzo di liste interne che devono essere appositamente create. In questo caso, oltre al fatto che le liste interne non possono superare le 250 unità, e che continua a sussistere la limitazione dei 50 *items (files)* scaricabili per singola sessione di *download* (i.e. per ogni lista), non possono essere scaricati i dati storici.

La modalità che ho preferito utilizzare per reperire i dati utilizzati nella ricerca empirica di seguito presentata, è la seconda. Tra i procedimenti di *download* eseguibili è certamente quello più veloce quando si ha necessità di più variabili, ciascuna delle quali in *time-series*, relative ad un elenco d'impresе (i.e. quando si desidera creare un *panel dataset*).

Il *download* resta comunque piuttosto difficoltoso e dispendioso in termini di tempo. Si considerino, ad esempio, i casi di Banca Agricola Mantovana S.p.A., Banca MPS S.p.A. e Fiat S.p.A. mostrati nella Tabella IV.1. I *files* gruppo di variabili-anno-impresa da scaricare per ottenere tutte le informazioni relative a (queste) tre società presenti nel *database* sono 300. Ciò implica la visualizzazione di altrettante schermate, la creazione di un minimo

di 6 *files* aggregati⁸, ed il loro successivo *download* dall'apposita sezione una volta che l'interfaccia abbia completato il loro reperimento dal *database* centrale.

4.1.6. Gruppi di Variabili

Le informazioni che i gestori di *BoardEx* reperiscono annualmente nei bilanci e nelle relazioni sul governo societario, sono aggregate in sedici gruppi di variabili (cfr. Tabella IV.1, alla colonna "Informazioni Disponibili"). Di questi, uno (*Netwok List*) è riferito all'impresa nel suo complesso, (i seguenti) dodici contengono dati che afferiscono al singolo membro del *management* o del consiglio d'amministrazione, (gli ultimi) tre contengono dati aggregati e rielaborati per il sottocampione degli amministratori esecutivi, dei non esecutivi e dei *managers*.

Ogni gruppo, che come si è visto corrisponde ad un unico *file* del tipo gruppo di variabili-impresa-anno, è scaricabile oltre che con riferimento alla singola impresa, anche con riferimento ad un singolo amministratore/*managers* presente nel *database*. Ciò che cambia è solamente la prospettiva d'indagine. Si prenda in considerazione, ad esempio, il gruppo *Compensation Summary*. Se tale *file* viene scaricato "per impresa", esso fornisce il valore dei compensi corrisposti in un dato anno dall'impresa selezionata ai membri del proprio consiglio d'amministrazione e del proprio *management*. Se invece il medesimo *file* viene scaricato "per soggetto", diventa un *file* del tipo gruppo di variabili-soggetto-anno e fornisce il valore dei compensi percepiti da tutte le imprese presenti in *BoardEx* nelle quali risulta essere stato amministratore o *managers*, dall'individuo selezionato nello stesso anno. Volendo analizzare le politiche retributive delle imprese quotate in Italia, la tipologia di ricerca che ho seguito è quella del primo tipo (i.e. "per impresa").

Di seguito è fornita la descrizione delle informazioni e dei dati contenuti in ciascun gruppo di variabili (i.e. in ogni tipologia di *file*), seguendo l'ordine con il quale i gruppi sono osservabili

⁸ In realtà i *files* aggregati da creare sono di più. Essendo più comodo raccogliere ed archiviare i *files* singoli per società, nella pratica i *files* aggregati diventano 8 (4 per Fiat S.p.A., 3 per Banca MPS S.p.A. ed 1 per Banca Agricola Mantovana S.p.A.).

nell'interfaccia del *database* e considerando il significato assunto dai dati in essi contenuti con riferimento alla singola impresa.

Network List. La *Network List* definisce il *network* che l'insieme d'amministratori e *managers* apportano all'impresa che governano e gestiscono. Esso è dato dall'insieme di tutte le relazioni di lavoro che in un anno i componenti del *management* e del consiglio d'amministrazione hanno in essere con altri soggetti e con altre organizzazioni. Un *file* del tipo *Network List* fornisce il nome dell'organizzazione collegata (*Linked Organisation*), la tipologia di tale organizzazione (*Organisation Type*), il nome dell'individuo che crea il legame di *network*, i ruoli ricoperti da quest'ultimo nelle società da lui collegate (*Role at Linked Organisation* e "*Firm*" *Role*) e l'anno di creazione di tale legame (*Date Overlap*).

Committees. Tale *file* riporta il nome di tutti i comitati, ed il relativo ruolo in essi ricoperto, nei quali i membri del *management* o del consiglio d'amministrazione della società risiedono. Si noti che per ciascun membro (identificato in base al nome) sono inoltre indicati: il ruolo rivestito nell'impresa (*Role*), la tipologia di tale ruolo (*Director type* i.e. *Executive, Non Executive, Managers*), nonché gli eventuali dati di *turnover*. In particolare per ogni soggetto è specificato se, nell'arco dell'anno, ha abbandonato/assunto la carica (*Departed/Arrival*) e se ha cambiato ruolo (*Change*). Queste informazioni (i.e. Nome, Ruolo, Tipologia, *Turnover*) sono presenti in tutti i *files* contenenti dati aventi come unità base di rilevazione il singolo individuo.

Compensation - Summary. I *files* di questo tipo forniscono per ognuno dei soggetti rilevanti (i.e. amministratori e *managers*), il valore della remunerazione annua totale percepita, espresso sia a livello aggregato sia suddiviso nella componente *equity-based* (*Compensation Equity - Summary*) che monetaria (*Compensation - Direct*), unitamente al valore della ricchezza accumulata fino alla *Report Date* calcolato in base a quanto percepito negli anni precedenti in cui l'individuo ha servito nell'impresa (*Wealth - Summary*).

Compensation - Direct. I *files Compensation - Direct* riportano, per ogni membro del *management* e del consiglio d'amministrazione, il valore della remunerazione monetaria annua e quello di talune delle sue componenti. Le componenti della retribuzione *cash* che sono identificate in *BoardEx* sono: il salario (*Salary*), i *Bonus*, le somme assegnate incassabili al pensionamento (*Defined Contribution Pension*) ed una generica componente comprendente le somme a qualsiasi altro titolo percepito (*Other*). Il valore del compenso monetario annuo percepito è dato dalla somma di tali componenti, più ogni contributo a qualsiasi genere versato dal datore di lavoro a beneficio dell'impiegato (*Defined Contribution Pension Plans and Other Total*).

Compensation Equity - Summary. In questi *files* si trovano il valore aggregato, nonché disaggregato nelle sue componenti, della remunerazione annua *equity-based* percepita da ciascun amministratore e da ciascun *manager*. Le tipologie di compenso *equity-based* che sono considerate sono:

- I. il valore delle azioni assegnate (*Shares*), calcolato in base all'ultimo prezzo di chiusura disponibile prima della data di *disclosure* (Quella appena descritta è la metodologia di *pricing* utilizzata da *BoardEx* per le azioni assegnate);
- II. il valore massimo dei *Long Term Incentive Plans* assegnati nell'anno (*LTIPs*). Quest'ultimo è calcolato come la somma del valore di tutti gli strumenti finanziari assegnabili nell'arco del piano (i.e. s'ipotizza che tutti gli obiettivi che fanno scattare l'assegnazione degli strumenti finanziari sottostanti il piano siano raggiunti).
- III. il valore stimato alla *Report Date* delle opzioni assegnate (*Estimated Shares Under Option*). Quest'ultimo è calcolato utilizzando la formula di *B&S* aggiustata per i dividendi, una stima della volatilità basata sui prezzi del sottostante per i 100 giorni di mercato aperto antecedenti la *Report Date* ed un valore *spot* del sottostante pari all'ultimo prezzo di chiusura disponibile. Per quelle *stock options* per le quali non è stato possibile reperire nei bilanci dell'impresa emittente la data di

scadenza, la *maturity* è stata assunta pari alla scadenza media dei contratti d'opzione assegnati in quell'anno dalle altre imprese dello stesso Stato presenti in *BoardEx* (Quella appena descritta è la metodologia di *pricing* utilizzata da *BoardEx* per *stock options*). Si noti infine che, oltre al valore stimato delle opzioni assegnate, è fornito anche il loro valore intrinseco (*Intrinsic Shares Under Option*), stimato come differenza tra il prezzo d'esercizio ed il prezzo del sottostante rilevato secondo le modalità specificate al punto I.

Compensation – Options. Tale *file* fornisce gli elementi caratteristici dei contratti d'opzione assegnati nell'ambito di piani a carattere incentivante. Per ogni piano di *stock options* (*Scheme Name*) di cui un membro del *management* o del *board* è risultato destinatario, sono riportati: la data di *vesting* (*Vesting Date*) e di scadenza dei contratti d'opzione (*Expiry Date*), il numero di quelli liberati e non liberati (*Exercisable Volume vs Unexercisable Volume*), la tipologia del sottostante (*Shares*), il prezzo d'esercizio (*Exercise Price*), il prezzo *spot* del sottostante alla Report Date (*Stock Price*), ed il valore stimato ed intrinseco per il volume dei contratti liberati e non liberati (*Exercisable Intrinsic Value ed Exercisable Estimated Value vs Unexercisable Intrinsic Value e Unexercisable Estimated Value*). Nel caso in cui un piano di *stock options* prevede l'assegnazione di contratti aventi differenti prezzi d'esercizio, quello che viene riportato è il prezzo d'esercizio medio ponderato.

Compensation - LTIPs. I *files Compensation – LTIPs* riportano le medesime informazioni contenute nei *files* di tipo *Compensation – Option* calcolate per i *Long Term Incentive Plans*. Anche in questo caso il valore di tali piani è calcolato come valore massimo.

Wealth - Summary. Questa tipologia di *file* riporta il valore della ricchezza accumulata da ciascun membro del *management* e del consiglio d'amministrazione dal primo anno in cui ha lavorato per l'impresa. Detto altrimenti, l'ammontare di valore

complessivamente corrisposto dall'impresa ad un determinato individuo da quando lo ha assunto. Le variabili calcolate sono le medesime di quelle del *file Compensation - Summary*, con l'aggiunta di una misura della liquidità complessivamente corrisposta (*Liquid Wealth*).

Wealth – Options. I *files Wealth – Options* forniscono le medesime variabili presenti in quelli del tipo *Compensation – Options*, calcolate considerando tutte le *stock options* possedute da ciascun soggetto alla *Report Date*.

Wealth – LTIPs. I *files Wealth – LTIPs* forniscono le medesime variabili presenti in quelli del tipo *Compensation – LTIPs*, calcolate considerando tutti gli strumenti finanziari derivanti da *LTIPs* posseduti da ciascun soggetto alla *Report Date*.

Ratios. I *files Ratios* riportano, in relazione al pacchetto remunerativo corrisposto a ciascun membro del consiglio d'amministrazione e del *management*:

- I. tre variabili relative alla sua composizione qualitativa: *Bonus/ (Bonus+Salary)*; *Equity Linked Compensation/Total Compensation*; *Performance/Total Compensation*, (dove *Performance* indica il valore dei LTIPs);
- II. la variazione del suo valore calcolata rispetto al periodo precedente (*% Change from last period*);
- III. una misura che ne quantifica la *pay-performance sensitivity* implicita (*Wealth Delta*). Il *Wealth Delta* esprime la variazione del valore della ricchezza del soggetto, conseguente ad una variazione di 100 p.b. del prezzo delle azioni dell'impresa.

Roles. I *files* di questo tipo forniscono una stima della *tenure* e del *turnover* d'amministratori e *managers*. Per ogni soggetto sono riportati:

- I. il numero degli anni mancanti all'età di pensionamento definita dall'impresa (*To Retirement*). Nel caso tale informazione non sia stata trovata nei documenti societari

(perché non inclusa o perché non esistente), *BoardEx* assume, quale età di pensionamento, i 65 anni per gli *executive directors*, mentre i 70 per le altre tipologie d'amministratore.

- II. il numero degli anni da cui ricopre il ruolo attuale (*In Role*);
- III. il numero degli anni da cui è entrato a fare parte del consiglio d'amministrazione (*On Board*);
- IV. il numero degli anni da cui lavora per l'impresa (*On Organisation*).

Con riferimento alle variabili II, III e IV: nel caso in cui non sia stata indicata nei documenti societari la data d'inizio del periodo da stimare, *BoardEx* assume che quest'ultima sia il primo giorno dell'anno indicato nella *Report Date* del primo documento in cui il soggetto appare ricoprire il ruolo attuale, fare parte del consiglio, o essere stato assunto dall'impresa. Analogamente, se manca la data della fine del periodo da stimare, questa è fatta pari alla *Report Date* dell'ultimo documento in cui il soggetto compare ricoprire il ruolo attualmente ricoperto, avere fatto parte del consiglio, o essere stato impiegato presso l'impresa.

Network Bio. Tale *file* fornisce una serie di misure relative al *network* facente capo a ciascun membro del *management* o del consiglio d'amministrazione, unitamente ad alcune altre informazioni "generiche". In particolare, le variabili di *personal network* definite sono: il numero totale di consigli d'amministrazione di società quotate, private o d'altro genere, nei quali l'individuo serve e ha servito (*Quoted Boards To Date, Private Boards To Date, Other Boards To Date*), il numero totale di consigli d'amministrazione di società quotate, private o d'altra tipologia, nei quali l'amministratore serve attualmente (*Quoted Current Boards Private Current Boards Other Current Boards*) e la *tenure* media presso i consigli d'amministrazione delle altre società quotate nelle quali l'amministratore ha servito (*Average Years on other Quoted Boards*). Le ulteriori informazioni fornite sono l'età (*Age*), il numero delle qualifiche formative educazione (*Education*), il sesso (*Gender*) e la nazionalità (*Nationality*).

Experience, Change e Diversity. Si tratta di tre tipologie di *files* che forniscono misure aggregate e statistiche descrittive per alcune delle variabili presentate in precedenza, calcolate con riferimento ai sottocampioni costituiti dagli amministratori esecutivi, da quelli non esecutivi e dai *managers*.

La Tabella IV.2 riporta la quantità, totale ed annua, delle informazioni (i.e. la numerosità d'ogni tipologia di *files*) estraibili da *BoardEx* in relazione al campione delle imprese aventi azioni quotate in Borsa Italiana (si veda paragrafo 4.2.1). Giova notare sin d'ora che i dati contenuti nella seguente tabella, (così come quelli contenuti nella Tabella IV.1), possono essere utilizzati per inferire sulla qualità della *disclosure* delle imprese appartenenti al campione solo in modo limitato e non definitivo. Ciò si deve al fatto che, in presenza di comunicazione d'informazioni incomplete *BoardEx* riporta in ogni caso il relativo *file* di pertinenza, seppure solo parzialmente "compilato". Un determinato *file* viene a mancare in *BoardEx* solo se l'informazione in esso contenuta non esiste, si pensi ad esempio ai *files* di tipo *Committees* per le imprese che non prevedono Comitati interni al proprio Consiglio d'Amministrazione, oppure se l'impresa ha completamente omissso la *disclosure* delle informazioni in esso destinate (Cfr. Tabella IV.1, caso Banca Agricola Mantovana S.p.A.). Pertanto, una disamina più approfondita della qualità della *disclosure* delle informazioni riguardanti il *management* ed il consiglio d'amministrazione per le imprese italiane, sarà fornita in seguito (i.e. dopo la creazione del *panel dataset* ottenuto dalle informazioni contenute in ogni singolo *file* e l'analisi della qualità d'ogni singolo dato in esso contenuto).

Tabella IV.2 – Numerosità delle informazioni reperibili in BoardEx relative al campione d'impresе aventi azioni quotate in Borsa Italiana.

File	Anno												Totale
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
Network List	18	24	44	52	59	62	66	68	85	88	86	11	663
Committees	7	9	24	30	46	53	57	61	80	86	85	11	549
Compensation - Summary	18	24	43	51	58	61	66	70	89	91	91	11	673
Compensation - Direct	18	24	43	51	58	61	66	70	89	91	91	11	673
Compensation Equity - Summary	18	24	43	51	58	61	66	70	89	91	91	11	673
Compensation - Options	0	0	1	8	8	14	10	10	18	14	0	0	83
Compensation - LTIPs	0	0	0	0	3	4	5	5	7	10	1	0	35
Wealth - Summary	18	24	43	51	58	61	66	70	89	91	91	11	673
Wealth - Options	0	0	1	5	6	15	15	18	29	23	18	2	132
Wealth - LTIPs	0	0	0	1	4	5	7	8	11	13	9	3	61
Ratios	18	24	43	51	58	61	66	70	89	91	91	11	673
Roles	18	24	44	52	59	62	67	70	89	91	91	11	678
Network Bio	18	24	44	52	59	62	67	70	89	91	91	11	678
Experience	18	24	44	52	59	62	67	70	89	91	91	11	678
Change	18	24	44	52	59	62	67	70	89	91	91	11	678
Diversity	18	24	44	52	59	62	67	70	89	91	91	11	678
Totale	205	273	505	611	711	768	825	870	1120	1144	1109	137	8278
No of Company	18	24	44	52	59	62	67	70	89	91	91	11	678
No of File/Company	11.39	11.38	11.48	11.75	12.05	12.39	12.31	12.43	12.58	12.57	12.19	12.45	12.21

Dalla Tabella IV.2 si possono comunque trarre alcune considerazioni preliminari sia sulla *governance* che sulla tipologia dei pacchetti di compenso corrisposti ad amministratori e *managers* delle imprese facenti parte del campione. La quantità delle informazioni disponibili per impresa è tendenzialmente stabile nel tempo (dagli 11,39 *files* del 1997 ai 12,45 del 2008). La media annua per impresa è aumentata soprattutto per l'incremento del numero delle società che hanno deciso di dotarsi di comitati interni al proprio *Board* (*Committees*), e di quelle che hanno fatto ricorso a strumenti di remunerazione *equity-based* (*Compensation – Options* e *Compensation – LTIPs*). Il primo di questi aspetti è certamente da collegarsi al crescente adeguamento delle società aventi azione quotate in Borsa Italiana alle prescrizioni contenute nei codici di

best practice, già documentato in precedenza⁹. La dinamica temporale del ricorso agli strumenti di retribuzione a base azionaria sembra invece spiegabile dal trattamento fiscale, contabile e previdenziale degli stessi. Come già discusso nei paragrafi 1.3.3. e 1.3.4., l'onerosità, sia in termini monetari che di rischi assunti, a carico delle imprese emittenti nonché dei percepenti tale tipologia di compenso, è notevolmente aumentata con le riforme che sono state introdotte a partire dalla fine del 2005 e per tutto il 2006 (Carosi, 2008¹⁰). Confrontando i dati relativi alla remunerazione *equity-based* per gli anni 2005/2006 con quelli per gli anni 2007/2008 contenuti nella Tabella IV.2, appare evidente come il maggior costo connesso a tale forma retributiva sembra avere imposto alle imprese l'utilizzo di forme di compenso alternative.

4.2. DESCRIZIONE DEL DATASET E SELEZIONE DEL CAMPIONE

Il campione investigato è quello delle imprese aventi azioni quotate in Borsa Italiana. Tale scelta trova la propria ragione di essere innanzitutto nell'organicità del presente lavoro; secondariamente, nelle caratteristiche delle imprese italiane, in particolare l'alta probabilità d'espropriazione che è fronteggiata dalle *minorities*; ed infine nell'assenza di lavori empirici che quantificano il valore dei compensi corrisposti agli amministratori delle stesse. Con riferimento al secondo punto, come verrà discusso più approfonditamente in seguito, l'alta concentrazione della struttura proprietaria, facilitata da una notevole separazione fra proprietà e controllo, lo scarso livello di protezione delle *minorities* e la limitata efficienza del mercato del lavoro degli amministratori sono fattori che presumibilmente potrebbero influenzare valore e composizione dei pacchetti di compenso corrisposti ad amministratori esecutivi e non. A riguardo dell'originalità del

⁹ Si veda quanto riportato nei capitoli 1 e 2 in relazione alle raccomandazioni contenute nel Codice di Autodisciplina in relazione ai comitati interni al Consiglio di Amministrazione.

¹⁰ Carosi, 2008, Previdenza e Fiscalità delle Stock Option in Italia: una Fonte di Rischio ed incertezza, *Analisi Finanziaria*, N.70 pp: 83-102.

presente contributo, solo *Barontini e Bozzi* (2008)¹¹ hanno analizzato estensivamente la retribuzione (monetaria) degli amministratori (esecutivi) delle società aventi azioni quotate in Italia tra il 1995 ed il 2002. Gli ulteriori contributi in materia di *directors* ed *executives compensation* relativi al contesto italiano rinvenibili in letteratura (*Zona*, 2001¹²; *Brunello, Graziano e Parigi*, 2001¹³; *Barucci e Falini*, 2007¹⁴) soffrono essenzialmente per una limitata numerosità (dovuta all'ampiezza del periodo d'analisi) e/o una certa endogeneità (causata dal campionamento) dei dati utilizzati nelle analisi empiriche in essi prodotte¹⁵.

Nel seguito del paragrafo è documentato il processo di selezione del campione analizzato. Come si vedrà, grazie soprattutto alla fonte informativa utilizzata (ndr. *BoardEx*) ed al miglioramento della *disclosure* dei compensi percepiti dai vertici aziendali, il presente lavoro, a differenza dei lavori sopra citati, può contare su un *dataset* piuttosto corposo che, seppure non coinvolgente tutta la popolazione (i.e. tutte le società che hanno o hanno avuto azioni quotate in Borsa Italiana nell'orizzonte temporale considerato), sembra completo in riferimento a tutte le variabili di compenso, e non di meno, rappresentativo.

4.2.1. Il campione di imprese

Definita la fonte informativa ed il campione d'indagine, è stato naturale restringere quest'ultimo, inizialmente selezionato solo su basi teoriche, a quelle imprese aventi azioni quotate in Borsa

¹¹ Barontini e Bozzi, *Executive Compensation and Ownership Structure: Empirical Evidence for Italian Listed Companies*, Unpublished Working Paper.

¹² Zona, 2001, *La Retribuzione delle Amministratori Delegati nelle Società Quotate*, in Airoldi e Zattoni (a cura di), *Piani di Stock Options. Progettare la Retribuzione degli Amministratori*, Milano, EGEA.

¹³ Brunello, Graziano, Parigi, 2001, *Executive Compensation and Firm Performance in Italy*, *International Journal of Industrial Organization*, V. 19.

¹⁴ Barucci e Falini, 2007, *Executive Remuneration with Concentrated Ownership: Rent Extraction or Optimal Contracts?*, Unpublished Working Paper.

¹⁵ Brunello, Graziano, Parigi (2001) considerano 107 società, quotate e non, *ad hoc* selezionate nel periodo 1993-1996. Il campione-individui conta 2996 osservazioni totali di cui 623 amministratori esecutivi. Zona (2001), in relazione a tutte le società quotate, si concentra sui cambiamenti di remunerazione avvenuti tra il 1998 ed il 1999. Barucci e Falini (2007) analizzano i compensi degli *executives* nelle società quotate in Borsa Italiana tra il 2001 ed il 2003.

Italiana e che al contempo fossero reperibili in *BoardEx*. La interfaccia di *BoardEx* permette di effettuare una ricerca delle società in esso presenti in base al paese nel quale hanno stabilito la propria sede sociale. La lista che si ottiene, aggiornata per ogni singola impresa alle informazioni reperite all'ultima *report date*, oltre al nominativo delle società che rispettano il criterio di ricerca, fornisce per ciascuna di esse, l'indirizzo della sede sociale (*Address*), il sito internet (*Website*), il numero di telefono (*Tel No*), il mese nel quale viene chiuso il bilancio (*Fiscal Year End*), il numero d'impiegati (*No. of Employees*), l'indice/i nel quale le azioni ordinarie emesse dalla società sono quotate (*Index*) ed il settore d'appartenenza dell'impresa definito in base alla classificazione internazionale FTSE¹⁶ (*Sector*).

Il campione delle imprese aventi azioni quotate in Borsa Italiana e censite in *BoardEx* così ottenuto contava 103 imprese. Da queste, osservando la variabile *Index*, sono state ulteriormente eliminate quelle (due) società che, pur avendo la sede sociale stabilita in Italia, hanno optato per quotare le proprie azioni ordinarie in mercati mobiliari esteri¹⁷. Il campione definitivo (campione-imprese) conta pertanto 101 imprese, delle quali 16 delistate, accomunate dal fatto di avere, o avere avuto a partire dal 1997, azioni ordinarie quotate in Borsa Italiana; il *dataset* che n'è risultato è un *panel (dataset)* del tipo impresa-anno, costituito da 678 osservazioni. La Tabella IV.3 ne fornisce la numerosità annua e totale (*Firm Obs*), unitamente a quella dell'intera popolazione (i.e. l'insieme delle imprese che hanno quotato azioni ordinarie in Borsa Italiana) (Totale). Nella medesima tabella sono altresì riportate le frequenze relative (al campione) ed assolute (i.e. all'intera popolazione) delle imprese che sono state delistate (*Delisting*).

¹⁶ Tale classificazione è costruita in base ai primi 4 ICG Digit Code. Per approfondimenti si veda: www.ftse.com.

¹⁷ Si tratta di Elitel Telecom S.p.A., delistata a Settembre del 2007, ed Acta S.p.A., entrambe quotate all'AIM del *London Stock Exchange*.

Tabella IV.3 – Numerosità campionaria e società delistate

Anno	Firm Obs (#)	Totale (#)	Firm Obs (% Totale)	Delisting (#)	Delisting (% Firm Obs)	Delisting Totale (#)	Delisting (% Totale)	CHI-Stat	P-Value
1997	18	235	7.66%	0	0.00%	22	9.36%	32.51	0.0021
1998	24	239	10.04%	0	0.00%	18	7.53%	30.77	0.0021
1999	44	261	16.86%	0	0.00%	11	4.21%	29.36	0.0019
2000	52	289	17.99%	0	0.00%	23	7.96%	28.33	0.0013
2001	59	298	19.80%	0	0.00%	22	7.38%	26.60	0.0013
2002	62	293	21.16%	0	0.00%	16	5.46%	24.94	0.0012
2003	67	279	24.01%	1	1.49%	28	10.04%	23.60	0.0009
2004	70	276	25.36%	1	1.43%	11	3.99%	23.12	0.0004
2005	89	278	32.01%	3	3.37%	15	5.40%	23.00	0.0001
2006	91	281	32.38%	3	3.30%	18	6.41%	20.60	0.0001
2007	91	281	32.38%	6	6.59%	19	6.76%	17.81	-
2008	11	294	3.74%	2	18.18%	n.a.	n.a.	-	-
Totale	678	3304	20.28%	16	2.36%	203	6.77%	-	-

Fonte:

Per i dati sul delisting: Geranio, 2004, I delisting dal mercato azionario italiano, Unpublished Working Paper; Archivio di Borsa Italiana S.p.A. relativo agli Interventi sulle Società Quotate, disponibili all'URL: www.borsaitaliana.it.

Per i dati sulla numerosità delle società aventi azioni quotate in Borsa Italiana dal 1999 al 2005: Mengoli, Sapienza, Pazzaglia, 2008, Is It Still Pizza Spaghetti e Mandolino, SSRN Working Paper.

Per i dati sulla numerosità delle società aventi azioni quotate in Borsa Italiana a partire dal 2006: Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle Società quotate (Anno 2007), Assonime - Dati relativi al 31/03/2007.

I dati mostrano un *trend* crescente della numerosità campionaria che si assesta attorno al 32% di quella della popolazione a partire dal 2005¹⁸. Sebbene, come precedentemente già sottolineato, la selezione casuale delle imprese che entrano in *BoardEx* garantisca in via teorica l'assenza di *sample bias* (fra gli altri Allison, 2000; Weiner, Freedheim, Velicer, Schinka, Lerner, 2003), ho ritenuto opportuno indagare la rappresentatività del campione di imprese da me selezionato ogni volta che dello stesso n'avessi messo in risalto talune caratteristiche. A questo proposito la colonna *CHI-Stat* della Tabella IV.3 confronta la distribuzione campionaria (temporale) *rolling* delle imprese delistate con quella di tutti i *delistings* di azioni ordinarie verificatisi in Borsa Italiana a partire dal 1997. L'ipotesi nulla di uguaglianza delle distribuzioni è rifiutata per ognuno dei sottocampioni considerati. Tuttavia, in considerazione dell'esiguo numero dei *delistings* azionari (in media il 6,77% rispetto al totale delle imprese quotate)¹⁹ e della natura del

¹⁸ La limitata numerosità dei dati relativi al 2008, causata dal procedimento di *updating* di *BoardEx*, impone una scarsa significatività di questi ultimi.

¹⁹ Oltre che la relativa poca importanza ai fini del presente lavoro.

test effettuato²⁰, pare ragionevole non considerare tale risultato come definitivo. A conferma di ciò si consideri la (seguinte) evidenza della rappresentatività “per settori” del campione selezionato (cfr. Tabella IV.4 e Tabella IV.5). La Tabella IV.4 descrive la distribuzione per settore del campione-imprese, basata sulla classificazione adottata da *BoardEx*. Per ogni settore è altresì indicata la numerosità (in totale sono 4) delle società che chiudono l’esercizio in data differente dal 31 Dicembre²¹.

²⁰ Si tratta di un *Goodness of Fit Test* alla Pearson. La statistica *test* si distribuisce come una *chi-squared distribution*, avente $k - 1$ gradi di libertà, dove k indica il numero degli *items* delle distribuzioni confrontate (nel caso 11, mancando il dato relativo al 2008). Data la distribuzione di probabilità di riferimento, tale *test* tenda a restituire risultati più significativi quanto minori sono gli *items* delle distribuzioni confrontate.

²¹ Più precisamente si tratta di Banca Popolare Società Cooperativa (31 Luglio), Danieli & C S.p.A. (30 Giugno), Mediobanca S.p.A. (30 Giugno) e Prysmian S.p.A. (31 Maggio). Come verrà più ampiamente discusso successivamente, la trattazione dei dati riferiti ai compensi corrisposti a *managers* ed amministratori necessita della conoscenza della data di chiusura dell’esercizio contabile.

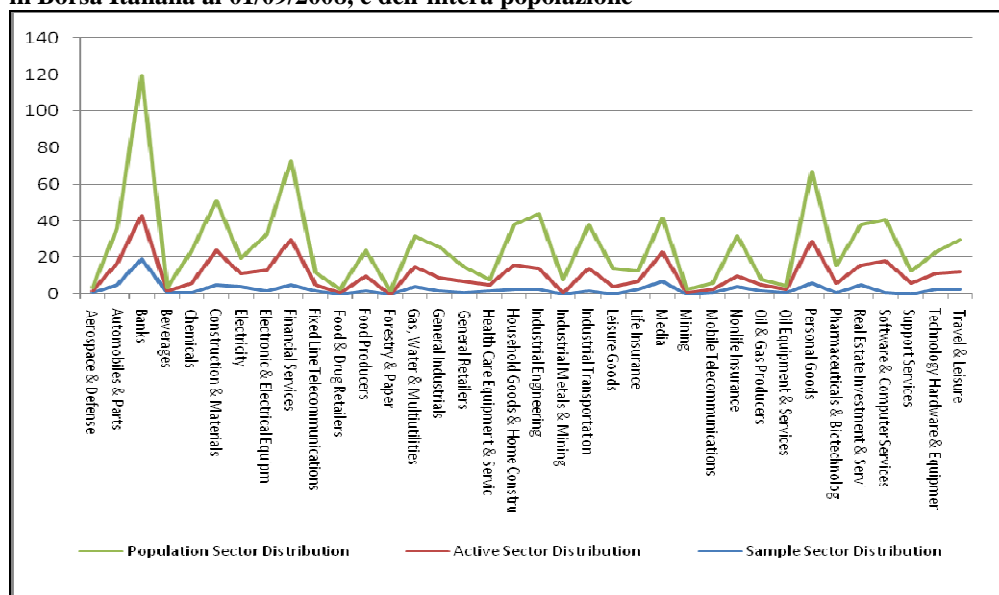
Tabella IV.4 – Distribuzione campionaria per settore

Sector	Frequenza		Fiscal Year End	
	#	%	#	%
Automobiles & Parts	3	2.97%	0	0.00%
Banks	30	29.70%	2	1.98%
Chemicals	1	0.99%	0	0.00%
Construction & Building Materials	1	0.99%	0	0.00%
Diversified Industrials	17	16.83%	0	0.00%
Electricity	5	4.95%	0	0.00%
Electronic & Electrical Equipment	4	3.96%	0	0.00%
Engineering & Machinery	2	1.98%	1	0.99%
Food Producers & Processors	1	0.99%	0	0.00%
Health	1	0.99%	0	0.00%
Household Goods & Textiles	3	2.97%	0	0.00%
Information Technology Hardware	1	0.99%	1	0.99%
Insurance	2	1.98%	0	0.00%
Investment Companies	1	0.99%	0	0.00%
Leisure & Hotels	2	1.98%	0	0.00%
Life Assurance	1	0.99%	0	0.00%
Media & Entertainment	7	6.93%	0	0.00%
Oil & Gas	1	0.99%	0	0.00%
Publishing	1	0.99%	0	0.00%
Real Estate	5	4.95%	0	0.00%
Speciality & Other Finance	1	0.99%	0	0.00%
Steel & Other Metals	1	0.99%	0	0.00%
Support Services	1	0.99%	0	0.00%
Telecommunication Services	4	3.96%	0	0.00%
Transport	3	2.97%	0	0.00%
Utilities - Other	2	1.98%	0	0.00%
Totale	101	100%	4	3.96%

I massimi campionari si registrano in corrispondenza del settore bancario (30% del totale) e di quello delle imprese diversificate (17%)²². Al fine di testare la rappresentatività del campione di imprese selezionato, analogamente a quanto fatto in precedenza in relazione al fenomeno dei *delistings*, ho confrontato la distribuzione campionaria con quella dell'insieme di imprese aventi azioni ordinarie attivamente quotate in Borsa Italiana al 1 Settembre 2008, e con quella dell'intera popolazione (i.e. l'insieme di tutte le imprese che hanno, o hanno avuto, azioni ordinarie quotate in Borsa Italiana). Il Grafico IV.1 riporta la rappresentazione di tale confronto.

²² Tale elevata numerosità potrebbe essere dovuta alla tipologia di classificazione utilizzata da *BoardEx* che inserisce una società in un determinato settore in base ai primi quattro ICG Digit Code.

Grafico IV.1 – Distribuzione per settore: campionaria, delle imprese aventi azioni quotate in Borsa Italiana al 01/09/2008, e dell'intera popolazione



Fonte: Datastream.

La distribuzione del campione di analisi non sembra differire in modo sistematico dalle altre due distribuzioni utilizzate come *benchmark*: il *CHI-Test*, effettuato rispetto alla distribuzione del campione delle imprese aventi azioni ordinarie attivamente quotate in Borsa Italiana al 1 Settembre 2008, ovvero a quella di tutte le imprese che hanno, o hanno avuto, azioni ordinarie quotate in Borsa Italiana, ha prodotto, in entrambi i casi, risultati ampiamente non significativi ($P\text{-Value} > 15\%$)²³.

Per quanto evidenziato, sia sulla base dei contributi teorici inerenti la modalità di ingresso delle società in *BoardEx* (i.e. *sampling at random*), sia sulla base delle evidenze empiriche prodotte nel presente paragrafo, il campione di imprese selezionato sembra non soffrire di *sample selection bias*, e, in definitiva, pare potere garantire una buona rappresentatività delle società aventi

²³ In questo caso la non-significatività è il “risultato” cercato. Tuttavia si noti che, da un punto di vista prettamente statistico, il test prodotto non può, di per sé, escludere che la distribuzione campionaria non provenga da una popolazione differente da quell'utilizzata come *benchmark*.

azioni quotate in Borsa Italiana nell'orizzonte temporale considerato²⁴.

4.2.2. *Il campione di individui*

Definito il campione di imprese, e terminata la raccolta delle relative informazioni disponibili in *BoardEx* (ciò ha richiesto il *download* di 8,278 *files*, cfr. Tabella IV.2), il passo seguente è stato quello di aggregare i dati ottenuti secondo il criterio impresa-anno-individuo, per definire il campione dei soggetti rilevanti (i.e. amministratori e *managers*). Ciò ha portato alla creazione di un *unbalanced panel dataset* costituito da 10,321 osservazioni-individuo relative ai soggetti che hanno servito tra il 1997 ed il 2008 come amministratori e/o *managers* in almeno una delle 101 società componenti il campione-imprese selezionato. L'aspetto più complicato del processo di aggregazione dei dati si è rivelato essere quello computazionale. Come sottolineato in precedenza, infatti, per ogni impresa, l'*output* di *download* da *BoardEx* è costituito da un numero differente di *files* aggregati dipendente dalla quantità delle informazioni su di essa disponibili. Data la diversa dimensione di tali *files* e conseguentemente anche della numerosità delle informazioni in essi contenute, il processo di creazione del *dataset-individui* ha reso necessario l'utilizzo di due diversi programmi di estrazione dati *ad hoc* creati. Il primo (per ordine di utilizzo), scritto in C++, estrae da ogni *files* aggregato, sulla base del campione-imprese, le singole schermate HTML del tipo gruppo di variabili-impresa-anno, fornendone un elenco completo. Il secondo, scritto in VBA, basandosi sulla lista *output* del programma di estrazione dei *files*, procede all'estrazione dei dati vera e propria, inserendo questi ultimi in un nuovo *dataset* preimpostato secondo la struttura impresa-anno-individuo.

La Tabella IV.6 descrive la composizione qualitativa (i.e. per tipologia) del campione di soggetti ottenuto come precedentemente descritto, differenziata per ciascuno degli anni compresi nell'orizzonte temporale di analisi, unitamente alla dimensione del *Board*, calcolata come somma dei soggetti che hanno servito come

²⁴ Con l'esclusione dell'anno 2008, che, come già sottolineato in precedenza, risente del processo d'aggiornamento delle informazioni contenute in *BoardEx*.

amministratori (ED+NED) diviso il numero delle imprese censite nell'anno (*Firm Obs*).

Tabella IV.6 – Composizione qualitativa del campione di amministratori e managers

Year	Firm Obs	ED			NED			DE			ALL		Board Size
		#	%	μ	#	%	μ	#	%	μ	#	%	
1997	18	55	23.71%	3.06	177	76.29%	9.83	0	0.00%	0.00	232	2.25%	12.89
1998	24	89	25.43%	3.71	261	74.57%	10.88	0	0.00%	0.00	350	3.39%	14.58
1999	44	167	26.34%	3.80	467	73.66%	10.61	0	0.00%	0.00	634	6.14%	14.41
2000	52	182	25.78%	3.50	520	73.65%	10.00	4	0.57%	0.08	706	6.84%	13.50
2001	59	213	24.12%	3.61	665	75.31%	11.27	5	0.57%	0.08	883	8.56%	14.88
2002	62	216	22.38%	3.48	749	77.62%	12.08	0	0.00%	0.00	965	9.35%	15.56
2003	67	218	21.06%	3.25	816	78.84%	12.18	1	0.10%	0.01	1035	10.03%	15.43
2004	70	225	20.55%	3.21	847	77.35%	12.10	23	2.10%	0.33	1095	10.61%	15.31
2005	89	261	18.47%	2.93	1073	75.94%	12.06	79	5.59%	0.89	1413	13.69%	14.99
2006	91	274	19.28%	3.01	1079	75.93%	11.86	68	4.79%	0.75	1421	13.77%	14.87
2007	91	298	20.78%	3.27	1075	74.97%	11.81	61	4.25%	0.67	1434	13.89%	15.09
2008	11	37	24.18%	3.36	110	71.90%	10.00	6	3.92%	0.55	153	1.48%	13.36
Totale	678	2235	21.65%	3.35	7839	75.95%	11.22	247	2.39%	0.28	10321	100%	14.57

Dei 10,321 individui componenti il campione, 2,235 (circa il 22% del totale) sono amministratori esecutivi (ED), 7,839 (76%) sono non esecutivi (NED), e 247 sono membri del *management* (DE i.e. *disclosed earners*). Con riferimento alla *time-series* della numerosità dei DE, si noti che la Consob ha imposto l'inclusione a bilancio dei dati sui compensi corrisposti ai direttori generali solo a partire dall'Agosto 2004²⁵, e pertanto, solo i dati relativi agli anni seguenti (2005 – 2008) possono essere ritenuti significativi per tale gruppo di soggetti. Si noti altresì che la proporzione di ED/NED nel consiglio di amministrazione, così come la numerosità media dello stesso, sono assai differenti da quelle provviste da Assonime nella relazione annuale sullo stato di adeguamento del Codice di Autodisciplina²⁶ (cfr. Tabella II.3). La spiegazione di ciò risiede, probabilmente, nel tipo di informazioni contenute nelle relazioni di *corporate governance* ed utilizzate da Assonime²⁷. Confrontando, infatti, i dati contenuti nelle relazioni di talune società casualmente selezionate con quelli allegati ai corrispondenti bilanci, si può notare come le prime tendono a dare una visione statica del governo

²⁵ Si veda delibera Consob n. 14692 del 11 Agosto 2004.

²⁶ Analisi dello stato d'attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2007), NOTE E STUDI N.112, Assonime ed Emittenti Titoli.

²⁷ Si veda in proposito nota n. 24, Capitolo I.

societario, o, in altre parole, a sottostimare il *turnover* degli amministratori²⁸. Per contro *BoardEx*, implementando le informazioni contenute nelle relazioni con quelle allegare ai bilanci, riporta, per ogni società censita, tutti i soggetti che in un dato anno sono “transitati” nel *board*²⁹. Per il solo sottocampione dei *directors*, la Tabella IV.7 riporta i medesimi dati contenuti nella IV.6, ma aggiustati per il *turnover*, unitamente alle stime degli stessi fornite da Assonime. Il *turnover* T è stato calcolato come la percentuale degli amministratori sostituiti (*Departed*) nell’arco dell’anno (Volpin, 2002³⁰):

$$T = \text{Departed}/(\text{All Director-Arrival})$$

Volpin (2002), analizzando le società aventi azioni ordinarie quotate in Borsa Italiana tra il 1986 ed il 1997, trova che il *turnover* medio annuo degli amministratori esecutivi è pari al 16.9%, dato leggermente differente dai valori di T ottenuti per il campione degli amministratori analizzato (T = 12.9% per ED, T = 13.46% per All Director)³¹. Tuttavia si noti che la stima di T converge al valore trovato da Volpin se si considerano solo gli anni compresi tra il 1999 – 2007 (T = 14.96% per ED, T = 16.18% per All Director).

²⁸ Nella maggioranza dei casi, le relazioni sul governo societario contengono informazioni solo sugli amministratori che sono in carica al momento della diffusione della relazione stessa.

²⁹ La non considerazione del *turnover* degli amministratori non invalida, comunque, le stime annualmente fornite da Assonime.

³⁰ Volpin, 2002, Governance with poor investor protection: evidence from top executive turnover in Italy, *Journal of Financial Economics*, V. 64, pp: 61-90.

³¹ Nell’ordinamento italiano, la prima definizione di ED/NED risale alla versione del Codice di Autodisciplina dell’Ottobre del 1999 (cfr. art. 2.1). Quindi, dal momento che per l’orizzonte temporale indagato da Volpin non era disponibile una definizione univoca di ED/NED, anche il dato relativo all’intero campione dei *directors* può rivelarsi utile e significativo per un confronto.

Tabella IV.7 – Composizione qualitativa del campione di amministratori, turnover degli amministratori e dimensione del Board

Year	Firm Obs (#)	ED				NED				ALL Director				Assonime		
		T	dS	%	μ	T	dS	%	μ	T	dS	S*	S**	ED	NED	S
1997	18	0.0%	16.36%	24.12%	3.06	2.9%	20.34%	75.88%	9.61	2.19%	19.40%	12.67	9.94	n.a.	n.a.	n.a.
1998	24	14.1%	8.99%	24.69%	3.29	9.8%	13.79%	75.31%	10.04	10.87%	12.57%	13.33	10.25	n.a.	n.a.	n.a.
1999	44	17.6%	4.19%	25.58%	3.25	13.0%	5.35%	74.42%	9.45	14.23%	5.05%	12.70	10.27	n.a.	n.a.	n.a.
2000	52	7.6%	6.59%	25.91%	3.27	7.5%	5.77%	74.09%	9.35	7.49%	5.98%	12.62	10.92	n.a.	n.a.	n.a.
2001	59	11.7%	5.63%	24.81%	3.25	15.7%	7.97%	75.19%	9.86	14.67%	7.40%	13.12	10.25	30.00%	70.00%	10.70
2002	62	18.6%	-0.46%	21.51%	2.94	15.3%	14.29%	78.49%	10.71	16.08%	10.98%	13.65	10.02	29.00%	71.00%	10.80
2003	67	16.1%	7.34%	20.93%	2.84	14.8%	6.74%	79.07%	10.72	15.05%	6.87%	13.55	10.61	30.30%	70.00%	9.80
2004	70	18.7%	1.33%	20.26%	2.71	13.5%	1.89%	79.74%	10.69	14.58%	1.77%	13.40	11.21	29.50%	70.50%	10.10
2005	89	13.5%	3.07%	20.63%	2.60	20.2%	-2.24%	79.38%	9.99	18.84%	-1.20%	12.58	10.36	27.80%	72.20%	10.30
2006	91	13.6%	2.55%	21.61%	2.66	22.4%	-1.67%	78.39%	9.65	20.60%	-0.81%	12.31	9.87	28.30%	71.70%	10.30
2007	91	17.3%	6.71%	23.24%	2.82	25.9%	-2.23%	76.76%	9.33	24.05%	-0.29%	12.15	9.26	32.20%	67.80%	10.00
2008	11	6.5%	10.81%	24.48%	3.18	1.9%	0.00%	75.52%	9.82	2.88%	2.72%	13.00	12.27	n.a.	n.a.	n.a.
Totale	678	12.9%	6.1%	23.1%	2.99	13.6%	5.8%	76.85%	9.93	13.46%	5.87%	12.92	10.44	29.59%	70.46%	10.29

Fonte: Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle Società quotate (Anni 2002-2007), Assonime.

Il confronto dei dati della quattordicesima colonna (S**) della Tabella IV.7 con quelli dell'ultima colonna (S) della stessa, pare confermare l'ipotesi precedentemente avanzata, e, nuovamente, la buona rappresentatività del campione di individui ottenuto. Più precisamente, infatti:

- I. S è la stima della *board size* media fornita da Assonime:

$$S = \text{All Director} / \text{Firm Obs}$$

- II. S* quell'ottenuta considerando i soggetti che hanno abbandonato il consiglio di amministrazione nell'arco dell'anno:

$$S^* = (\text{All Director} - \text{Departed}) / \text{Firm Obs}$$

- III. S** quell'aggiustata per il complessivo *turnover* degli amministratori:

$$S^{**} = (\text{All Director} - \text{Departed} - \text{Arrival}) / \text{Firm Obs}$$

La Tabella IV.7 fornisce altresì una misura della dinamica della *board size* così definita:

$$dS = (\text{Arrival} - \text{Departed}) / \text{All Director}$$

Valori positivi/negativi di dS indicano che, nell'arco dell'anno, il numero dei membri del consiglio di amministrazione è aumentato/diminuito; il valore assoluto di dS definisce l'intensità, in percentuale rispetto all'anno precedente, di tale incremento/decremento³². Osservando dS in *time-series* si nota come le imprese analizzate abbiano ingrandito i propri consigli di amministrazione fino al 2003, per poi adottare una politica di contenimento, se non addirittura restrittiva, delle poltrone disponibili nel *board*. Ciò sembra indicare che le società quotate in Borsa Italiana hanno autonomamente tentato di adattarsi agli *standards* internazionali in materia di *board size* e *directorships*. Solo recentemente, infatti, a differenza degli accademici (*Lipton e Lorsch, 1992*³³; *Jensen, 1993b*³⁴; *Yermack, 1996*; *Eisenberg, Sundgren, Wells, 1998*³⁵; *Fich e Shivdasani, 2006*) ovvero dei *practitioners* dei paesi caratterizzati da mercati mobiliari più evoluti (e.g. Sarbanes-Oxley Act, 2002, US e Combined Code of Corporate Governance, 2006, UK), l'ordinamento italiano ha posto l'attenzione sul numero dei consiglieri (cfr. L. n. 296/2006 - Legge Finanziaria 2007 in riferimento al numero di amministratori nelle società partecipate da Enti Locali) e su quello delle cariche complessivamente ricoperte da ciascuno di essi (cfr. Codice di Autodisciplina, 2006)³⁶, tentando di limitarne l'esplosione.

³² Si noti che: $dS * \text{Board Size}$ (cfr. Tabella IV.6) fornisce la variazione annua della numerosità media del consiglio d'amministrazione; $dS * \#$ (cfr. Tabella IV.6) il netto dei soggetti che complessivamente hanno assunto/abbandonato la carica d'amministratore; $(\#_{ED} + \#_{NED} - (S^*) * \text{Firm Obs})$ il numero dei *departed*.

³³ Lipton e Lorsch, 1992, A Modest Proposal for Improved Corporate Governance, *Business Lawyer*, V. 1, pp: 59-77.

³⁴ Jensen, 1993b, The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance*, V. 48, pp: 831 – 880.

³⁵ Eisenberg, Sundgren, Wells, 1998, Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms, *Journal of Financial Economics*, V. 48, pp: 35-54.

³⁶ Cfr. Paragrafo 2.1 e 2.3.4.

Alla luce di quanto mostrato nel precedente e nel presente paragrafo, il campione di soggetti, selezionato partendo dal campione di imprese aventi azioni quotate in Borsa Italiana reperibili in *BoardEx*, pare essere sostanzialmente rappresentativo dell'intera popolazione (i.e. tutti i *managers* e gli amministratori che hanno servito in una società quotata in Borsa Italiana) nell'orizzonte temporale indagato. Tuttavia, nel prosieguo dell'analisi empirica, sarà considerato solamente il campione degli amministratori per gli anni compresi tra il 1999 ed il 2007. Se l'eliminazione dei dati relativi agli anni 1997, 1998 e 2008 è motivata semplicemente dalla loro bassa numerosità rispetto al resto del campione (si tratta rispettivamente del 2.25%, 3.39% e 1.48% delle osservazioni totali, contro una media campionaria annua pari al 8.33%), l'esclusione dei soggetti che non hanno servito anche in qualità di amministratori (DE) è motivata sia dall'organicità del presente lavoro che dalle caratteristiche della serie storica dei dati ad essi relativi. Questi ultimi infatti, oltre a rappresentare solo il 2.39% delle 10,321 osservazioni totali disponibili³⁷, sono, come si è visto, completi solo a partire dal 2004, rendendo per lo meno difficoltoso un loro utilizzo.

4.3. IL COMPENSO DEGLI AMMINISTRATORI

In questo paragrafo è presentata un'analisi empirica della ricchezza distribuita dalle imprese italiane aventi azioni quotate in Borsa Italiana ai propri amministratori. Per le ragioni discusse in precedenza tale analisi sarà basata solo sulle informazioni relative al sottocampione (del *dataset*) dei *directors* negli anni 1999 – 2007 (nel seguito, più semplicemente, il *dataset* ed il campione di analisi). La seguente tabella (IV.8) descrive la numerosità assoluta e relativa dei dati riguardanti il compenso di questi ultimi.

³⁷ Inoltre, tutti i casi in cui il *managers* è anche amministratore, sono osservazioni ripetute, e cioè già presenti nel campione dei *directors*. Pertanto, in realtà sono eliminate meno di 247 osservazioni (136).

Tabella IV.8 – Disclosure dei dati di compenso degli amministratori

Year	Firm Obs (#)	Individual Obs (#)	Available Data		Not Data Available			
					Departed		Not Disclosed	
			#	%	#	%	#	%
1999	44	634	322	50.79%	75	11.83%	237	37.38%
2000	52	702	493	70.23%	46	6.55%	163	23.22%
2001	59	878	606	69.02%	104	11.85%	168	19.13%
2002	62	965	592	61.35%	119	12.33%	254	26.32%
2003	67	1034	639	61.80%	126	12.19%	269	26.02%
2004	70	1072	719	67.07%	134	12.50%	219	20.43%
2005	89	1334	1028	77.06%	214	16.04%	92	6.90%
2006	91	1353	1001	73.98%	233	17.22%	119	8.80%
2007	91	1373	114	8.30%	267	19.45%	992	72.25%
Totale	625	9345	5514	59.00%	1318	14.10%	2513	26.89%

Come già accennato in precedenza, la *disclosure* delle informazioni relative ai compensi dei singoli amministratori è stata imposta alle imprese italiane a partire dal 1998 con l'introduzione del T.U.F. (cfr. Art .78, D. Lgs. n. 58/98) e dei relativi regolamenti attuativi³⁸. La Tabella IV.8, confrontando la quantità delle informazioni di compenso in relazione al totale delle osservazioni-individuo, permette di trarre alcune considerazioni in proposito dell'effettività della *disclosure* delle prime³⁹. Le colonne della Tabella IV.8 riportano rispettivamente il numero annuo delle osservazioni-individuo componenti il *dataset* di analisi (*Individual Obs*), il numero di tali individui per i quali sono disponibili i dati di compenso (*Available Data*) ed il numero di quelli per i quali tali dati non sono invece disponibili (*Not Available Data*), divisi tra coloro per i quali i dati di compenso non esistono (*Departed*⁴⁰) e coloro per i quali non sono stati inclusi nel bilancio (*Not Disclosed*). Mentre i

³⁸ In particolare il Regolamento Emittenti Consob n. 11971/99. Prima del D.Lgs. n. 58/98, le informazioni relative al compenso degli amministratori erano incluse a bilancio solo su base aggregata come componente del monte stipendi.

³⁹ La necessità di tale verifica sorge anche conseguentemente alle evidenze mostrate nella Tabella IV.1.

⁴⁰ *BoardEx* non fornisce alcuna delle variabili (cfr. 4.1.6) per i soggetti che nel corso dell'anno hanno abbandonato la propria carica (per i *Departed*). Talvolta tale scelta comporta la perdita d'informazione, si pensi, ad esempio, all'amministratore/direttore che si dimette consensualmente e riceve la parte del proprio compenso che fino a quel momento è maturata. Si noti altresì, tuttavia, che i casi di tal genere sono nella pratica piuttosto rari.

Departed sono definiti da *BoardEx*, i *Not Disclosed* sono stati identificati⁴¹ come segue:

- I. sono stati selezionati tutti gli individui per i quali il dato relativo alla *Direct Compensation* era pari a 0 oppure era mancante;
- II. tra questi, sono state definite *Not Disclosed* quelle osservazioni-individuo per le quali la somma annuale della *Direct Compensation* di tutti i membri del *board* è risultata pari a 0.

Dalle colonne evidenziate della Tabella IV.8, sebbene risulti chiaramente che la qualità della *disclosure* dei compensi corrisposti agli amministratori è annualmente migliorata, sembra altresì che permanga un cospicuo numero di società, stimato tra le 10 e le 15 (all'anno)⁴², non *compliant*. La Tabella IV.8, suggerisce, inoltre, un'ulteriore restrizione dell'orizzonte temporale di analisi. Dal dato relativo al 2007, si nota, infatti, che tale anno "porta" al *dataset* solamente 114 osservazioni di dati di compenso (il 2.07% delle totali disponibili).

Pertanto, la successiva analisi dei *directors pay-packages* sarà basata sul *dataset* di analisi ristretto alle sole osservazioni-individuo per le quali i dati di compenso sono disponibili negli anni compresi tra il 1999 ed il 2006. I seguenti due paragrafi sono riservati alla spiegazione degli aggiustamenti che si sono resi necessari per rendere tali dati omogenei e quindi confrontabili. Successivamente è documentato il *trend* delle retribuzioni percepite dagli amministratori nel periodo di analisi considerato; l'analisi fornisce altresì alcune suggestive ipotesi che sembrano ben spiegarne la dinamica.

4.3.1. *Inflation adjustment*

Dal momento che le variabili coinvolte nell'analisi sono di tipo monetario e relative a periodi temporali (i.e. l'anno) differenti,

⁴¹ Si è trattato, in pratica, di distinguere, tra quei soggetti per i quali il dato del compenso monetario era pari a 0 oppure mancante, coloro che effettivamente avevano ricevuto un compenso nullo (cfr. paragrafo 1.3.1) da quelli per i quali i dati di compenso non erano stati inclusi al bilancio.

⁴² Assumendo una dimensione media annua del *board* pari a 10 (cfr. Tabella IV.7).

si è reso necessario un loro aggiustamento per tenere conto dell'effetto dell'inflazione⁴³. A tal fine, è stato rivalutato ogni dato di tipo nominale contenuto nel *dataset*, applicando su base composta annua la seguente formula:

$$1\text{€}_t * (1 + \pi_{t+1}) * \dots * (1 + \pi_{t+n}) = 1\text{€}_{t+n} \quad (1)$$

dove:

$t = 1999, \dots, 2006$;

$n = 7, \dots, 0$;

π_t = tasso di inflazione annuo nell'anno t .

In tal modo, ogni grandezza del *dataset* è risultata espressa in euro correnti al Dicembre del 2006.

Come *proxy* per il tasso annuo di inflazione sono state considerate le variazioni annue del valore dell'indice nazionale dei prezzi al consumo NIC con tabacchi, reperite da Datastream, e calcolate come segue:

$$\pi_t = (\text{NIC}_{\text{FEM},t} - \text{NIC}_{\text{FEM},t-1}) / \text{NIC}_{\text{FEM},t-1} \quad (2)$$

dove:

$t = 1999, \dots, 2006$;

$\text{NIC}_{\text{FEM},t}$ = valore dell'indice NIC nel mese di chiusura dell'anno fiscale nell'anno t ;

π_t = tasso di inflazione annuo nell'anno t .

4.3.2. Fiscal year end adjustment

Dalla (2) si nota che l'*inflation adjustment* ha reso necessario l'utilizzo della serie storica dei valori mensili dell'indice NIC (e non solamente i valori dello stesso al 31 Dicembre di ogni anno). Ciò è dovuto alla presenza, nel campione-imprese, di (4) società che

⁴³ Tale aggiustamento è tanto più necessario quanto maggiore è l'inflazione del periodo in cui le variabili nominali sono misurate. Per l'Italia, l'inflazione media annua, calcolata al 31 Dicembre, in base all'indice NIC (con tabacchi) fornito dall'Istat, nel periodo 1999 – 2007 è pari al 2.24%.

chiudono il bilancio in data diversa dalla fine dell'anno solare (cfr. Tabella IV.4).

Si consideri in tal senso Mediobanca S.p.A. che chiude il bilancio il 30 Giugno: ciò significa che ogni compenso riportato per il 2005, è di pertinenza del periodo 1 Luglio 2004 - 30 Giugno 2005, e che, essendo corrisposto per lo più a fine periodo, ha valuta coincidente con quest'ultima data. Se tale compenso fosse corretto rivalutandolo in base al tasso di inflazione annuo calcolato tra Dicembre 2005 e Dicembre 2006, il risultato che si otterrebbe sarebbe, con ogni probabilità, distorto⁴⁴.

Pertanto, nei quattro casi di cui sopra, per tenere conto dell'inflazione unitamente alla pertinenza dei dati riportati a bilancio, è stata utilizzata, in base alla formula (1), la serie storica delle variazioni annuali del NIC centrata nel mese di chiusura dell'esercizio. Non solo: al fine di rendere confrontabili tutti i dati del *dataset*, che, per lo più, si riferiscono al mese di Dicembre, il valore del compenso aggiustato fino al mese di chiusura (30 Giugno 2006 per Mediobanca S.p.A.), è stato ulteriormente corretto (i.e. capitalizzato) in base all'inflazione mensile dei mesi "mancanti" fino alla fine dell'anno solare (per Mediobanca S.p.A., l'inflazione dei mesi compresi tra Luglio e Dicembre). Si noti che il doppio aggiustamento descritto ha riguardato tutte le variabili nominali di seguito considerate. Detto altrimenti, i compensi riportati per il 2005 da Mediobanca S.p.A. sono stati messi in relazione, ad esempio, con la (ln) capitalizzazione di mercato di quest'ultima rilevata al 30 giugno 2005, capitalizzata 1 volta su base annua con il tasso di inflazione (annuo) calcolato fino a Giugno 2006 e 6 volte, su base mensile, con il tasso di inflazione (mensile) relativo ai mesi compresi tra Luglio e Dicembre dello stesso anno.

4.3.3. Statistiche descrittive

La Tabella IV.9 fornisce la *time-series* del valore totale del pacchetto retributivo corrisposto a ciascun amministratore (*Total Compensation*), ovvero della componente monetaria (*Direct Compensation*) e di quella *equity-linked* (*Equity Based*

⁴⁴ Sia l'entità che la direzione della distorsione dipendono, ovviamente, dal *trend* dell'inflazione osservata nei periodi rilevanti ai fini della rivalutazione.

Compensation), differenziato in funzione della tipologia dell'incarico ricoperto (ED/NED)⁴⁵. I Grafici IV.2 e IV.3 ne riportano, rispettivamente per gli amministratori esecutivi e non esecutivi, la rappresentazione grafica.

Tabella IV.9 – Retribuzione degli amministratori nel periodo 1999–2006 (.000€ del 2006)

Year	Director Type	Obs (#)	Direct Compensation				Equity Based Compensation		Total Compensation		
			Mean	Median	Mean % (of Total Mean)	Mean % (of ED Mean)	Mean	Mean % (of Total Mean)	Mean	Median	ΔTC (of Mean)
1999	ED	76	838.13	475.13	84.38%	-	155.11	15.62%	993.24	673.07	0.00%
	NED	246	183.72	40.52	92.94%	21.92%	13.95	7.06%	197.66	41.11	0.00%
	Totale	322	338.17	64.60	87.74%	-	47.27	12.26%	385.44	64.60	0.00%
2000	ED	119	1066.22	348.84	84.51%	-	195.37	15.49%	1261.59	355.70	27.02%
	NED	374	121.98	40.03	97.26%	11.44%	3.43	2.74%	125.42	40.03	-36.55%
	Totale	493	349.90	65.19	87.55%	-	49.76	12.45%	399.67	65.19	3.69%
2001	ED	152	585.17	290.50	72.78%	-	218.89	27.22%	804.06	290.50	-36.27%
	NED	454	98.08	35.75	69.24%	16.76%	43.56	30.76%	141.64	35.75	12.94%
	Totale	606	220.25	50.28	71.56%	-	87.54	28.44%	307.79	50.28	-22.99%
2002	ED	128	1589.66	563.40	81.92%	-	350.96	18.08%	1940.62	580.78	141.35%
	NED	464	219.79	49.98	98.37%	13.83%	3.64	1.63%	223.43	49.98	57.74%
	Totale	592	515.98	70.63	86.76%	-	78.74	13.24%	594.71	71.72	93.22%
2003	ED	124	803.23	415.05	72.92%	-	298.25	27.08%	1101.48	480.23	-43.24%
	NED	515	117.65	46.65	96.94%	14.65%	3.72	3.06%	121.37	47.71	-45.68%
	Totale	639	250.69	57.25	80.46%	-	60.87	19.54%	311.57	57.25	-47.61%
2004	ED	131	1078.51	443.66	79.86%	-	271.96	20.14%	1350.47	443.66	22.60%
	NED	588	122.55	55.59	99.44%	11.36%	0.70	0.56%	123.25	55.59	1.54%
	Totale	719	296.72	68.57	85.55%	-	50.12	14.45%	346.84	68.57	11.32%
2005	ED	199	1094.96	442.13	57.33%	-	814.94	42.67%	1909.90	516.50	41.43%
	NED	829	127.87	52.97	98.05%	11.68%	2.54	1.95%	130.41	52.97	5.81%
	Totale	1028	315.08	62.65	66.35%	-	159.81	33.65%	474.88	64.18	36.92%
2006	ED	208	1193.20	493.50	52.75%	-	1068.99	47.25%	2262.18	591.00	18.44%
	NED	793	119.22	56.00	72.53%	9.99%	45.15	27.47%	164.37	56.00	26.04%
	Totale	1001	342.38	72.00	57.04%	-	257.90	42.96%	600.28	73.00	26.41%
Totale		5400	326.02	65.20	73.44%	13.95%	117.92	26.56%	443.94	66.00	14.42%

Il valore della ricchezza distribuita dall'impresa ai membri del proprio consiglio di amministrazione è mediamente aumentata del 14.42% all'anno (ΔTC definisce la variazione percentuale del valore medio percepito rispetto all'anno precedente). Il *trend* è decisamente più marcato per gli ED, per il cui compenso si stima un *drift* pari al 24.48%, contro il 3.12% stimato per quello dei NED. In termini

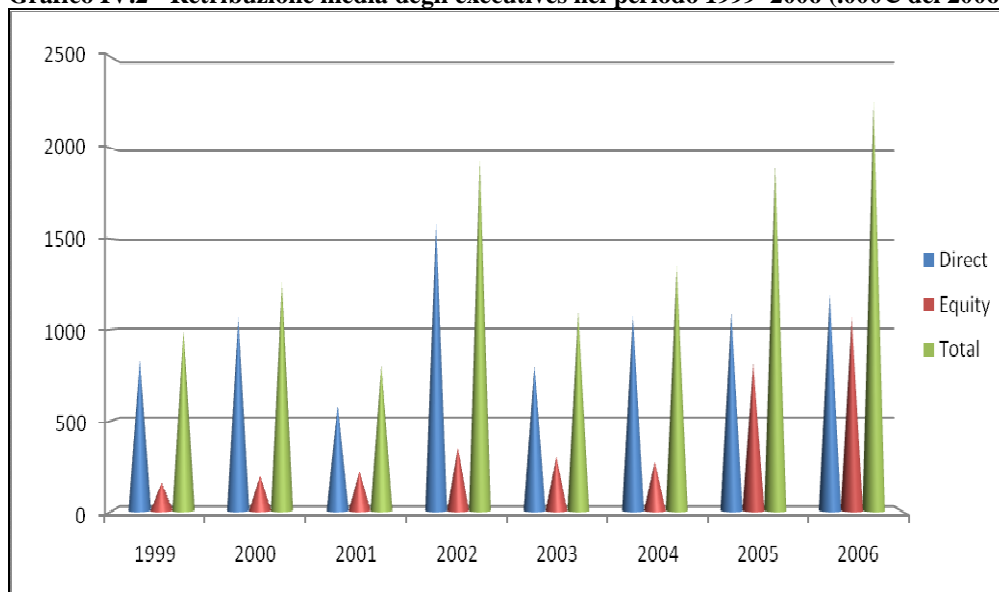
⁴⁵ Per la definizione e la composizione delle variabili si veda il paragrafo 4.1.6.

reali pertanto, la retribuzione corrisposta agli amministratori non esecutivi è stata, in media, sostanzialmente costante dal 1999. Si noti altresì (cfr. % (of ED)) che la proporzione di quest'ultima rispetto al compenso degli ED è sostanzialmente stabile nel tempo (valore medio pari al 13.95%, volatilità pari al 3.89%⁴⁶) e funzione decrescente del numero dei NED rispetto a quello degli ED⁴⁷. Ciò può essere probabilmente spiegato dalle prassi di formazione dei contratti di compenso. Verosimilmente, infatti, prima sono stabiliti i compensi degli amministratori delegati, e, sulla base del valore di questi ultimi, viene poi deciso il compenso totale da suddividere tra i *supervisory directors* (la presenza di un picco nel 2002 nel *pattern* del compenso medio percepito per entrambi i gruppi, sembra in favore di tale ipotesi, cfr. Grafico IV.2 e IV.3). Ciò porta a congetturare che le imprese considerino i NEDs quasi come un costo istituzionale da sopportare. Essi non sono retribuiti in funzione dell'operato svolto in consiglio, bensì in base a quanto percepiscono gli *executives* (i.e. i soggetti che dai NED dovrebbero essere monitorati) ed al loro numero.

⁴⁶ La maggiore variabilità dei valori di % (of ED) all'inizio dell'orizzonte d'analisi può essere dovuta ad un'imperfetta identificazione dei NED da parte delle imprese. Il Codice di Autodisciplina ha infatti provveduto solo nella sua ultima versione (ndr. 2006) a fornire una definizione univoca di *executive director* (cfr. paragrafo 2.3.1).

⁴⁷ La proporzione media NED/ED è aumentata dal 2004 di circa un'unità (da 1:3/4 si è arrivati a 1:4/5); a fronte di tale incremento % (of ED) assume valori sotto la media per oltre il 2%.

Grafico IV.2 - Retribuzione media degli executives nel periodo 1999–2006 (.000€ del 2006)

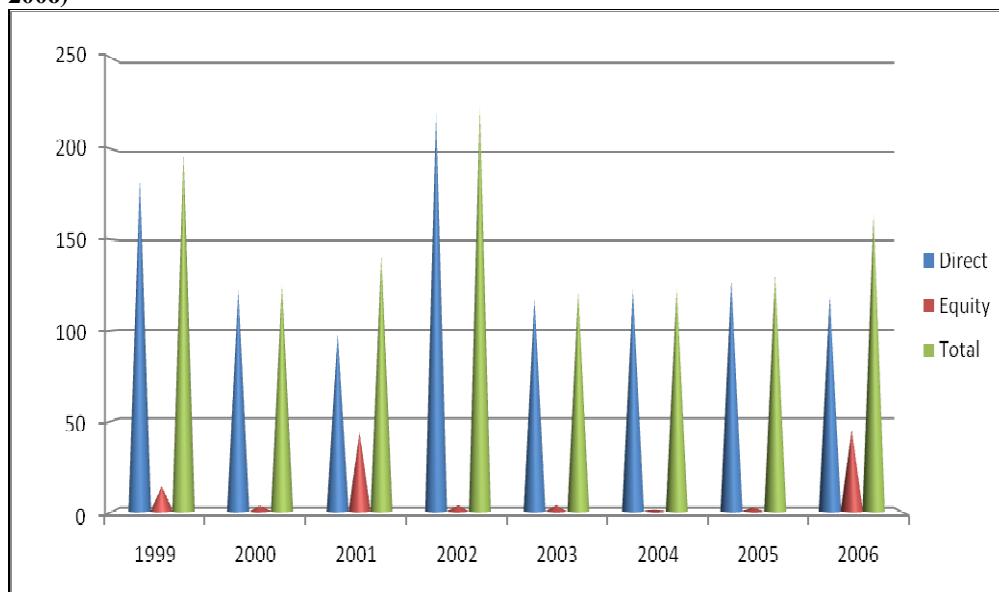


Come mostrato dal precedente grafico, il *pattern* della remunerazione media annua degli ED è spiegato da una quota crescente della componente *equity-based*, particolarmente elevata per gli anni 2005 e 2006, a cui si aggiunge una componente monetaria piuttosto volatile. I valori (elevati) di quest’ultima per il 1999 ed il 2000, sono facilmente spiegabili dai compensi pagati da Fiat S.p.A. e Pirelli & Co S.p.A. ai propri *executives*. Paolo Cantarello, CEO di Fiat S.p.A., ha percepito tra salario, *bonus* e altri compensi, circa 4 milioni di euro sia nel 1999 che nel 2000. Il dott. Marco Tronchetti Provera, CEO e Chairman di Pirelli & CO S.p.A., ha incassato, (o forse, più giustamente, si è “permesso”) ,un compenso monetario pari a 5,5 milioni di euro nel 1999 ed a 21 milioni nel 2000. A questi si aggiungono i circa 5 milioni di euro del 1999, ed i circa 18 del 2000, pagati complessivamente da Pirelli & CO S.p.A. per i propri restanti *executives* (ndr. Giuseppe Morchio, Giovanni Ferrario ed il dott. Carlo Buora). Escludendo tali osservazioni, il compenso totale medio annuo per gli ED scende a circa 850 mila euro sia per il 1999 che per il 2000, e risulta in linea con i valori degli anni successivi⁴⁸. Più difficile pare la

⁴⁸ 850,000 Euro nel 2000, capitalizzati al 24.48%, equivalgono a circa 1,64 milioni di euro nel 2003. Si noti che la stessa stima-*outliers-adjusted* nei due anni, non indica che

determinazione delle cause alla base dei picchi, rispettivamente verso il basso e verso l'alto, del 2001 e del 2002, presenti, tra l'altro, anche per i compensi degli amministratori non esecutivi (Cfr. Grafico IV.3).

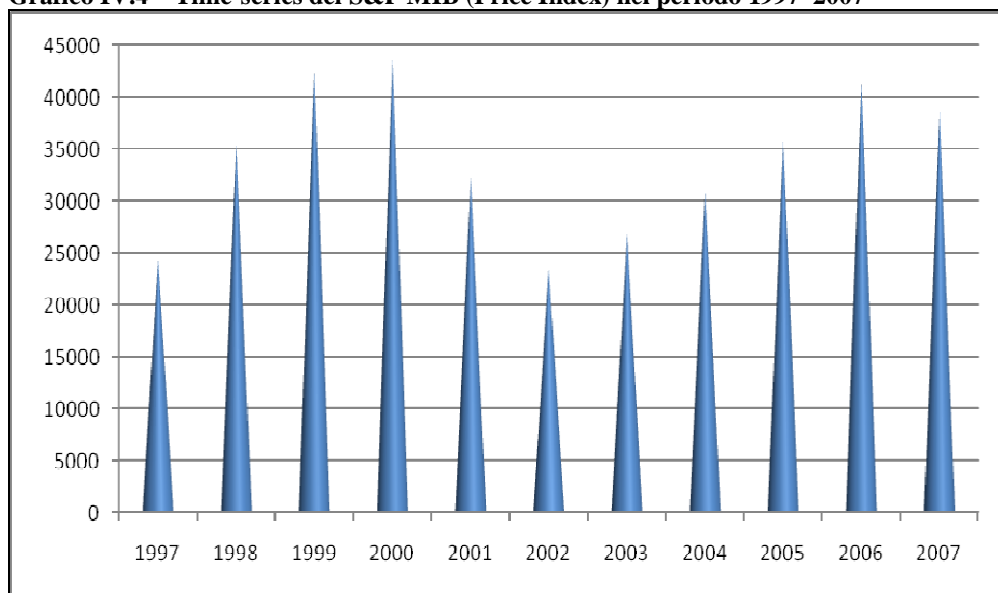
Grafico IV.3 - Retribuzione media dei non-executives nel periodo 1999–2006 (.000€ del 2006)



i compensi sono stati stabili tra il 1999 ed il 2000: è l'eliminazione degli *outliers* indicati che ha portato a tale livellamento. Si noti inoltre, che tra il 1999 ed il 2000 la *disclosure* dei dati di compenso è aumentata dal 50.79% al 70.23% (cfr. Tabella IV.8). Ciò potrebbe indicare: (1) la sottostima dei compensi relativi al 1999 dovuta alla mancata comunicazione da parte di quelle imprese che elargivano gli emolumenti più elevati; (2) la restrizione dei compensi corrisposti nel 2000 causata da una maggiore attenzione, istituzionale e non, del rispetto dell'obbligo di *disclosure*. I valori mediani sembrano sostenere le ipotesi (1) e (2) avanzate.

Una possibile spiegazione di ciò potrebbe essere trovata considerando l'andamento del mercato azionario (Grafico IV.4).

Grafico IV.4 – Time-series del S&P MIB (Price Index) nel periodo 1997–2007



Fonte: Datastream

Lo scoppio della *dot-bubble* prima, ed i numerosi scandali finanziari che sono seguiti poi (e.g. Enron, 2001/2002; WorldCom, 2002; Parmalat 2002/2003, fra gli altri) hanno cagionato due anni di recessione del mercato azionario, il primo dei quali (ndr. il 2001) largamente impreveduto. Come già osservato in precedenza⁴⁹, la determinazione del sistema di *bonuses* applicato ad amministratori e *managers* avviene, in genere, con periodicità annuale e sulla base di indicatori della *performances* passata dell'impresa, spesso il rendimento azionario dei titoli nei due esercizi più recenti, talvolta aggiustati per tenere conto delle aspettative. Stante tale ipotesi, un'impreveduta recessione (quale quella del 2001) in t , comporterebbe un basso livello dei *bonuses* percepiti nello stesso anno, poiché bilanciati sulle evidenze in $t-1$. Ciò spiegherebbe il decremento nei compensi del 2001 ma non l'incremento del 2002; procedendo in avanti con tale ragionamento, infatti, in $t+1$, secondo anno di recessione (e meno impreveduto), si dovrebbe assistere ad un livello

⁴⁹ Cfr. Paragrafo 3.3.3.

dei compensi intermedio fra quello osservato in $t-1$ ed in t^{50} . Per motivare il picco del 2002 bisogna ricorrere ad un'ipotesi differente relativamente alla formazione del *pay-package*. In merito, si noti che la liquidità stanziata per i *bonuses* 2001 non è stata assegnata, e, pertanto, ogni impresa si sarà trovata con una certa eccedenza di liquidità, oltretutto "destinata". Si può presumere allora che il *management*, stante le aspettative al ribasso del mercato mobiliare, si sia mosso in modo da influenzare opportunisticamente la composizione del proprio pacchetto retributivo, aumentando il salario fisso e rivedendo verso il basso le soglie dei *bonuses* in misura tale da controbilanciare la perdita subita nell'esercizio 2001 (e svuotando così l'impresa della liquidità in eccesso creatasi), ed, eventualmente, quella che, con ogni probabilità, avrebbe sopportato nel 2002 per insussistenza di condizioni favorevoli alla monetizzazione della remunerazione *equity-based* assegnata (cfr. Tabella IV.2⁵¹). Nel 2003, infine, con la ripresa, seppur lenta, del mercato mobiliare, il *pattern* dei compensi assume nuovamente la dinamica che si osserva per il 1999 ed il 2000 (i.e. periodi di mercato al rialzo). Se quanto argomentato fosse corretto, si osserverebbe, in relazione alle componenti *Bonus* della *Direct Compensation* degli *executives* il massimo campionario in corrispondenza del 2002, ed il minimo in corrispondenza del 2001.

La Tabella IV.10 fornisce la *time-series* del valore della *Direct Compensation* diviso nella componenti del salario (*Salary*), dei *bonuses* assegnati (*Bonus*), delle somme corrisposte a fini pensionistici (*DC Pension*) e di quelle ad altro titolo corrisposte (*Other*) e differenziato per gli amministratori esecutivi e non

⁵⁰ Le *thresholds* dei *bonuses* sarebbero infatti determinate sulle base dei risultati negativi del 2001 ed ulteriormente corrette verso il basso per tenere conto delle aspettative, implicandone un'assegnazione in media con gli anni precedenti.

⁵¹ A tal proposito si noti che proprio dal 2001, forse per il documentato positivo andamento del mercato azionario degli anni precedenti, si registra una prima diffusione dell'utilizzo della remunerazione a base azionaria. L'incremento del numero delle società che fanno ricorso a tale forma retributiva, è, però, solo parzialmente rispecchiato nel valore totale dei compensi corrisposti. Detto altrimenti: molti più soggetti rispetto al passato hanno visto assegnarsi *stock options*, ma solo pochi ne hanno beneficiato.

esecutivi (ED/NED)⁵². I Grafici IV.5 e IV.6 ne riportano, rispettivamente, la rappresentazione grafica.

Tabella IV.10 - Retribuzione monetaria degli amministratori nel periodo 1999–2006 (.000€ del 2006)

Year	Director Type	Obs (#)	Direct Compensation						
			Salary			Bonus (Mean)	DC Pension (Mean)	Other	
			Mean	Median	Mean % (of ED Mean)			Mean	Median
1999	ED	76	487.32	204.38	-	197.55	0.06	153.19	4.70
	NED	246	79.40	35.24	16.29%	1.62	0.00	102.69	0.00
	Totale	322	175.68	39.94	-	47.87	0.02	114.61	0.00
2000	ED	119	420.62	137.25	-	257.46	0.00	388.14	12.58
	NED	374	62.39	33.17	14.83%	5.47	0.00	54.12	0.00
	Totale	493	148.86	38.89	-	66.30	0.00	134.74	1.14
2001	ED	152	413.28	157.54	-	48.95	0.00	122.95	12.58
	NED	454	64.46	32.40	15.60%	5.61	0.00	28.01	0.00
	Totale	606	151.95	36.87	-	16.48	0.00	51.82	0.00
2002	ED	128	938.82	186.35	-	346.29	0.00	304.55	6.15
	NED	464	163.77	35.86	17.44%	4.32	0.00	51.70	0.00
	Totale	592	331.35	47.27	-	78.26	0.00	106.37	0.00
2003	ED	124	487.67	249.13	-	176.83	0.00	138.73	0.53
	NED	515	78.23	41.34	16.04%	4.54	0.00	34.88	0.00
	Totale	639	157.68	53.01	-	37.97	0.00	55.04	0.00
2004	ED	131	522.20	306.51	-	307.95	0.00	248.36	6.23
	NED	588	90.77	49.35	17.38%	4.27	0.00	27.51	0.00
	Totale	719	169.38	55.07	-	59.60	0.00	67.75	0.00
2005	ED	199	516.95	254.68	-	326.97	6.30	244.73	13.24
	NED	829	80.05	42.79	15.49%	11.49	0.00	36.32	0.00
	Totale	1028	164.63	50.94	-	72.56	1.22	76.66	0.00
2006	ED	208	595.93	282.00	-	288.30	7.59	301.38	45.50
	NED	793	97.78	42.00	16.41%	1.39	0.00	20.06	0.00
	Totale	1001	201.29	51.00	-	61.00	1.58	78.51	0.00
Totale		5400	187.31	49.87	16.19%	56.89	0.53	81.29	0.00

Sebbene l'ipotesi sopra avanzata necessiti di ulteriori verifiche⁵³, i dati del campione selezionato sembrano confermarla. Pare altresì confermata la prassi di *pricing* del contratto degli amministratori non esecutivi sopra menzionata: in termini di salario fisso un NED costa all'impresa circa il 16% (16.19%, volatilità pari

⁵² Per la definizione di ciascuna delle variabili e per la motivazione della scelta di tale classificazione si veda il paragrafo 1.3.2. Laddove non riportati, i valori mediani sono risultati pari a 0.

⁵³ A tal fine, bisognerebbe disporre delle caratteristiche dei contratti di compenso relative ai *bonus plans*.

al 0.91%) di un ED. Tale ipotesi aiuta a spiegare definitivamente il *pattern* dei compensi dei primi (cfr. Grafico IV.3, anni 2001 e 2002): all'aumentare/diminuire della retribuzione monetaria degli esecutivi si assiste ad un corrispondente aumento/decremento di quella dei non esecutivi.

Grafico IV.5 - Retribuzione monetaria media degli executives nel periodo 1999-2006 (.000€ del 2006)

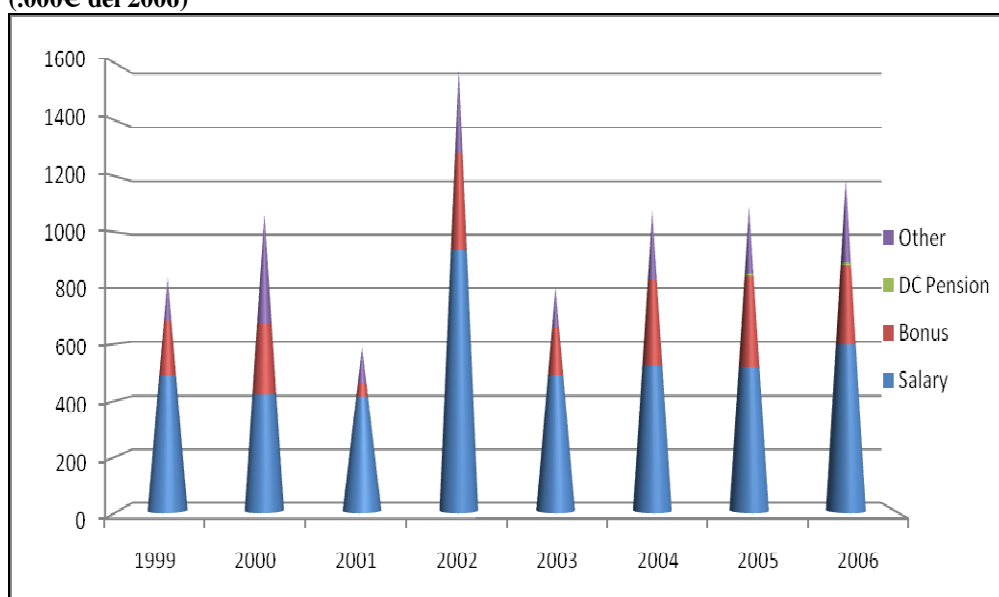
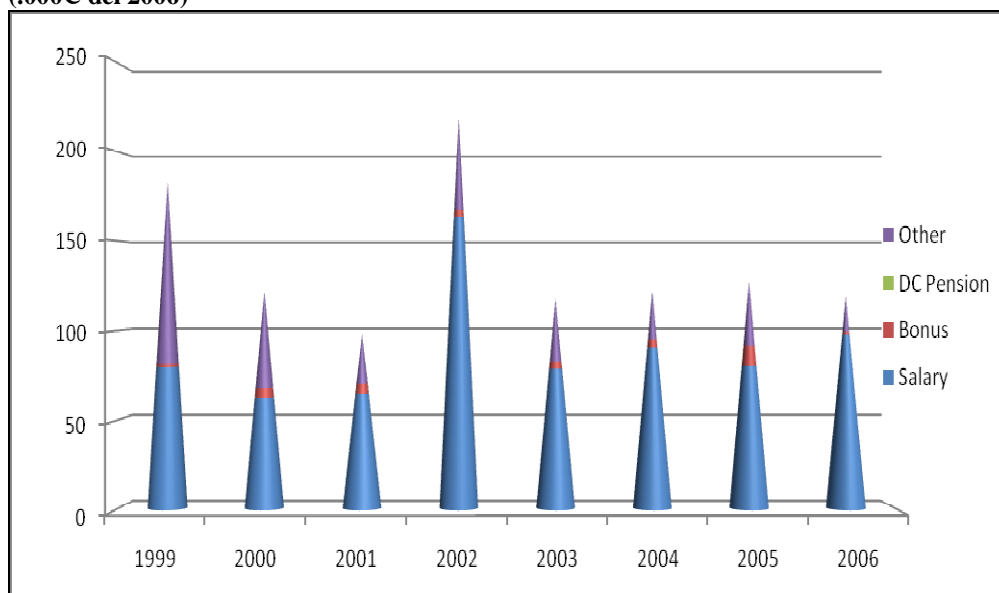


Grafico IV.6 - Retribuzione monetaria media dei non-executives nel periodo 1999–2006 (.000€ del 2006)



Ulteriori due considerazioni completano la spiegazione dei dati fino ad ora mostrati. Il picco del compenso dei NED osservato nel 1999 è principalmente dovuto (55.9% del totale) alla componente *Other* (cfr. Grafico IV.3 e IV.6). Dal momento che nei “compensi vari” rientrano, per lo più, somme corrisposte una *tantum* (e.g. consulenze effettuate per conto dell’impresa) e che il 1999 è il primo anno di applicazione del Codice di Autodisciplina, e quindi imprecisioni nell’identificazione NED/ED da parte delle imprese sono più che probabili⁵⁴, si può escludere la valenza sistemica del dato osservato.

Sorprendente è invece la quota di remunerazione *equity-based* corrisposta agli amministratori non esecutivi nel 2006⁵⁵ (cfr. Grafico IV.3), alla luce del fatto che nella sua ultima versione il *Best Practice Code* raccomanda esplicitamente che:

⁵⁴ Si veda nota n. 46 del presente capitolo ed il paragrafo 2.3.1.

⁵⁵ Il medesimo dato si osserva per il 2000. Quest’ultimo appare meno significativo dato che il Codice di Autodisciplina, nella sua prima versione (1999), non contiene indicazioni in merito al modello di remunerazione da applicare agli amministratori non esecutivi. Inoltre, anche in questo caso, possono essere rilevanti le inesattezze nell’identificazione degli ED/NED all’interno del consiglio.

“La remunerazione degli amministratori non esecutivi è commisurata all’impegno richiesto a ciascuno di essi, tenuto conto dell’eventuale partecipazione ad uno o più comitati. La remunerazione stessa non è - se non per una parte non significativa legata ai risultati economici conseguiti dall’emittente. Gli amministratori non esecutivi non sono destinatari di piani di incentivazione a base azionaria, salvo motivata decisione dell’assemblea dei soci”⁵⁶

Considerando l’andamento del mercato azionario, si può supporre che alcune società, visto il minor costo sopportato⁵⁷, potrebbero avere optato per corrispondere una quota del compenso monetario dei NED sotto forma di retribuzione *equity-based*.

A conclusione del presente paragrafo, ho ritenuto opportuno differenziare il compenso totale medio percepito da ciascun membro del consiglio di amministrazione, in funzione del ruolo ricoperto presso l’impresa (Tabella IV.11). Ciò permette di comprendere più correttamente il costo (di parte) di un cambiamento del sistema di *corporate governance* adottato da quest’ultima (ad esempio decidere di dare al consiglio una fisionomia “più esecutiva” inserendovi il direttore generale).

⁵⁶ Art. 7.C.2, *Codice di Autodisciplina* (2006), Comitato per la Corporate Governance.

⁵⁷ Cfr. Paragrafo 1.3.3.

Tabella IV.11 – Retribuzione degli amministratori e posizione ricoperta nel board nel periodo 1999–2006 (.000€ del 2006)

Year	1999			2000			2001		
Role	Obs	Mean	Median	Obs	Mean	Median	Obs	Mean	Median
CEO*	12	2011.92	1304.41	20	3180.44	822.92	27	2304.56	1135.17
%All,Δ%	3.73%	-	-	4.06%	58.08%	-36.91%	4.46%	-27.54%	37.94%
CH*	27	1143.64	407.59	40	1420.17	379.15	46	1019.15	501.67
%All,Δ%	8.39%	-	-	8.11%	24.18%	-6.98%	7.59%	-28.24%	32.31%
DCH*	20	317.67	136.16	36	415.43	137.25	50	307.64	149.16
%All,Δ%	6.21%	-	-	7.30%	30.78%	0.80%	8.25%	-25.95%	8.68%
GM*	0	0.00	0.00	0	0.00	0.00	1	2984.29	2984.29
%All,Δ%	0.00%	-	-	0.00%	-	-	0.17%	-	-
MD*	17	1224.89	1195.76	20	1745.55	1161.46	26	1164.80	1142.17
%All,Δ%	5.28%	-	-	4.06%	42.51%	-2.87%	4.29%	-33.27%	-1.66%
IND*	60	342.32	59.32	121	94.60	40.03	176	110.30	35.19
%All,Δ%	18.63%	-	-	24.54%	-72.37%	-32.52%	29.04%	16.60%	-12.08%
CEO***	20	1721.99	1304.41	32	2511.85	1051.66	37	2019.03	1091.07
%All,Δ%	6.21%	-	-	6.49%	45.87%	-19.38%	6.11%	-19.62%	3.75%
SPLIT***	2	1565.18	1565.18	2	1112.28	1112.28	2	1212.82	1212.82
%All,Δ%	0.62%	-	-	0.41%	-28.94%	-28.94%	0.33%	9.04%	9.04%
Year	2002			2003			2004		
Role	Obs	Mean	Median	Obs	Mean	Median	Obs	Mean	Median
CEO*	28	6102.43	1533.19	31	2355.57	1633.64	35	2577.91	1931.53
%All,Δ%	4.73%	164.80%	35.06%	4.85%	-61.40%	6.55%	4.87%	9.44%	18.23%
CH*	46	1046.38	561.23	48	858.10	580.41	52	1067.51	673.28
%All,Δ%	7.77%	2.67%	11.87%	7.51%	-17.99%	3.42%	7.23%	24.40%	16.00%
DCH*	40	341.97	265.13	50	269.37	153.72	61	519.71	193.26
%All,Δ%	6.76%	11.16%	77.75%	7.82%	-21.23%	-42.02%	8.48%	92.94%	25.72%
GM*	3	2264.10	2089.52	3	826.89	84.81	4	2397.00	1741.91
%All,Δ%	0.51%	-24.13%	-29.98%	0.47%	-63.48%	-95.94%	0.56%	189.88%	1953.91%
MD*	29	1650.57	1201.77	25	1405.84	823.71	17	1493.98	973.55
%All,Δ%	4.90%	41.70%	5.22%	3.91%	-14.83%	-31.46%	2.36%	6.27%	18.19%
IND*	208	225.59	60.31	264	103.30	53.01	318	113.24	68.06
%All,Δ%	35.14%	104.52%	71.35%	41.31%	-54.21%	-12.11%	44.23%	9.62%	28.39%
CEO***	39	4707.71	1412.57	37	2372.13	1316.66	43	2357.95	1399.55
%All,Δ%	6.59%	133.17%	29.47%	5.79%	-49.61%	-6.79%	5.98%	-0.60%	6.30%
SPLIT***	1	640.00	640.00	1	1316.66	1316.66	3	5055.84	4531.14
%All,Δ%	0.17%	-47.23%	-47.23%	0.16%	105.73%	105.73%	0.42%	283.99%	244.14%
Year	2005			2006			Av 1999-2006		
Role	Obs	Mean	Median	Obs	Mean	Median	Obs	Mean	Median
CEO*	53	2899.72	1388.54	60	3653.30	1211.50	266	3221.71	1335.88
%All,Δ%	5.16%	12.48%	-28.11%	5.99%	25.99%	-12.75%	4.93%	25.98%	2.86%
CH*	78	1744.28	551.14	80	1683.51	615.00	417	1319.27	541.97
%All,Δ%	7.59%	63.40%	-18.14%	7.99%	-3.48%	11.59%	7.72%	9.28%	7.15%
DCH*	72	669.24	214.95	76	1259.12	245.50	405	591.16	193.26
%All,Δ%	7.00%	28.77%	11.23%	7.59%	88.14%	14.21%	7.50%	29.23%	13.77%
GM*	9	2320.91	540.95	8	2617.50	1825.50	28	2274.60	1969.03
%All,Δ%	0.88%	-3.17%	-68.95%	0.80%	12.78%	237.46%	0.52%	22.38%	399.30%
MD*	31	3825.35	1230.63	28	4203.00	1653.50	193	2231.60	1160.48
%All,Δ%	3.02%	156.05%	26.41%	2.80%	9.87%	34.36%	3.57%	29.76%	6.88%
IND*	455	108.73	61.12	427	119.78	60.00	2029	129.24	56.03
%All,Δ%	44.26%	-3.99%	-10.18%	42.66%	10.17%	-1.84%	37.57%	1.48%	4.43%
CEO***	63	2743.32	1387.52	67	3527.09	1498.00	338	2874.05	1283.76
%All,Δ%	6.13%	16.34%	-0.86%	6.69%	28.57%	7.96%	6.26%	22.02%	2.92%
SPLIT***	4	3140.76	1633.03	4	2774.50	2318.50	19	2556.09	1480.02
%All,Δ%	0.39%	-37.88%	-63.96%	0.40%	-11.66%	41.98%	0.35%	39.01%	37.25%

Per quanto già osservato⁵⁸, si comprende come le *role-dummies* della Tabella IV.11 non siano il risultato della quantificazione 1:1 della variabile qualitativa *Role* fornita da *BoardEx*. Infatti, per conferire a ciascuna di esse una maggiore rappresentatività sostanziale⁵⁹, si è resa necessaria una loro ridefinizione, di seguito è riportata:

Tabella IV.12 – Definizione delle dummies Role*

Role	CEO*	CH*	DCH*	MD*	GM*	IND*
Acting Auditor	0	0	0	0	0	0
Board Member	0	0	0	0	0	0
CEO	1	0	0	0	0	0
CEO Designate	1	0	0	0	0	0
CEO/CFO	1	0	0	0	0	0
CEO/COO	1	0	0	0	0	0
CEO/FD	1	0	0	0	0	0
CEO/General Manager	1	0	0	0	1	0
CEO/MD	1	0	0	1	0	0
CFO	0	0	0	0	0	0
CFO/Company Secretary	0	0	0	0	0	0
Chairman	0	1	0	0	0	0
Chairman (Executive)	0	1	0	0	0	0
Chairman (Independent Director)	0	1	0	0	0	1
Chairman (Non-Executive)	0	1	0	0	0	0
Chairman/CEO	1	1	0	0	0	0
Chairman/Interim CEO	0	1	0	0	0	0
Chairman/MD	0	1	0	1	0	0
Chairman/President	0	1	0	0	0	0
Chairwoman	0	1	0	0	0	0
Chief Commercial Officer	0	0	0	0	0	0
Chief Technical Officer	0	0	0	0	0	0
Co-CEO	1	0	0	0	0	0
COO	0	0	0	0	0	0
COO/MD	0	0	0	1	0	0
Deputy CEO	0	0	0	0	0	0
Deputy Chairman	0	0	1	0	0	0
Deputy Chairman (Executive)	0	0	1	0	0	0
Deputy Chairman (Non-Executive)	0	0	1	0	0	0
Deputy Chairman/CEO	1	0	1	0	0	0
Deputy Chairman/Division CEO	0	0	1	0	0	0
Deputy Chairman/MD	0	0	1	1	0	0
Deputy General Manager	0	0	0	0	0	0
Deputy Vice Chairman	0	0	0	0	0	0
Director	0	0	0	0	0	0
Director - HR	0	0	0	0	0	0
Director - Legal	0	0	0	0	0	0
Director - Strategy	0	0	0	0	0	0
Director/Secretary	0	0	0	0	0	0
Division CEO	0	0	0	0	0	0

⁵⁸ Cfr. Paragrafo 4.1.1.

⁵⁹ Di fatto per eliminare l'eccessiva frammentazione della variabile *Role* causata dalla diversa terminologia utilizzata da ciascun'impresa nella compilazione del proprio bilancio.

Tabella IV.12 – continued

Role	CEO*	CH*	DCH*	MD*	GM*	IND*
Division CEO/General Manager	0	0	0	0	1	0
Division COO	0	0	0	0	0	0
Division COO/Division General Manager	0	0	0	0	0	0
Division General Manager	0	0	0	0	0	0
Division MD	0	0	0	0	0	0
Division President	0	0	0	0	0	0
ED	0	0	0	0	0	0
Executive Officer	0	0	0	0	0	0
General Manager	0	0	0	0	1	0
General Manager/CFO	0	0	0	0	1	0
General Manager/COO	0	0	0	0	1	0
Government Representative	0	0	0	0	0	0
Head of HR	0	0	0	0	0	0
Honorary Chairman	0	1	0	0	0	0
Independent Board Member	0	0	0	0	0	1
Independent Chairman	0	1	0	0	0	1
Independent Deputy Chairman	0	0	1	0	0	1
Independent Deputy Vice Chairman	0	0	0	0	0	1
Independent Director	0	0	0	0	0	1
Independent Director/Secretary	0	0	0	0	0	1
Independent NED	0	0	0	0	0	1
Independent Representative Board Member	0	0	0	0	0	1
Independent Representative Director	0	0	0	0	0	1
Independent Senior Deputy Chairman	0	0	1	0	0	1
Independent Vice Chairman	0	0	1	0	0	1
Joint COO	0	0	0	0	0	0
Joint MD	0	0	0	1	0	0
Joint Vice Chairman	0	0	1	0	0	0
Lead Independent Chairman	0	1	0	0	0	1
Lead Independent Director	0	0	0	0	0	1
Lead Independent NED	0	0	0	0	0	1
Manager - Development	0	0	0	0	0	0
MD	0	0	0	1	0	0
MD - Ops	0	0	0	1	0	0
MD/CFO	0	0	0	1	0	0
MD/COO	0	0	0	1	0	0
MD/General Manager	0	0	0	1	1	0
NED	0	0	0	0	0	0
President	0	1	0	0	0	0
Secretary	0	0	0	0	0	0
Senior Deputy Chairman	0	0	1	0	0	0
Senior Vice Chairman	0	0	1	0	0	0
Senior VP	0	0	1	0	0	0
Shareholder Representative	0	0	0	0	0	0
Vice Chairman	0	0	1	0	0	0
Vice Chairman (Executive)	0	0	1	0	0	0
Vice Chairman (Non-Executive)	0	0	1	0	0	0
Vice Chairman/CEO	1	0	1	0	0	0
Vice Chairman/MD	0	0	1	1	0	0
Vice President	0	0	1	0	0	0

La variabile CEO*** è frutto di un ulteriore raffinamento. In particolare, tra tutti i CEO*, MD*, GM*, CEO*** assume valore 1 per l'individuo che:

- I. all'interno del *board* è il solo qualificato come CEO* o MD* o GM*;

- II. in presenza di più soggetti qualificati come CEO* o MD* o GM*:
- a. era CEO*** l'anno precedente, in assenza di cambio di ruoli (*Change* = 0);
 - b. percepisce il compenso maggiore.

In linea con quanto precedentemente emerso, la remunerazione degli amministratori esecutivi è in media/mediana più elevata di quella dei non esecutivi e, correttamente, tende a crescere con la responsabilità delle deleghe assunte (i.e. la remunerazione del CEO è quella, significativamente, più elevata)⁶⁰. Anche a livello di ruolo ricoperto, pare confermata una certa costanza di proporzionalità tra i valori della remunerazione percepita. In media/mediana il *chairman* costa il 45.9%/42.22% (volatilità 14.49%/5.44%) del CEO (CEO***), il *deputy chairman* il 20.57%/15.05% (volatilità 8.73%/2.66%) ed un amministratore indipendente il 4.5%/4.36% (volatilità 5.53%/0.50%). Pare pertanto confermato che gli amministratori non esecutivi possano arrivare a percepire un maggiore compenso, accordando a loro volta al CEO una maggiore retribuzione. Una tale ipotesi pone dei dubbi sull'efficacia dell'operato dei comitati per la remunerazione. Infatti sebbene le società quotate italiane stiano istituendo tale organo consultivo all'interno del consiglio di amministrazione con frequenza maggiore⁶¹, ciò non sembra portare ad un miglioramento delle prassi di formazione dei contratti di compenso.

4.4. IL SISTEMA DI INCENTIVI

Uno degli obiettivi che la *remuneration policy* deve perseguire è quello di fornire ai destinatari della stessa un sistema di incentivi tale da motivarli ad intraprendere solo quelle azioni che creano valore per gli azionisti (ed, in modo speculare, impedire loro di intraprendere quelle azioni che invece lo distruggono)⁶². Detto altrimenti, con riferimento all'insieme degli amministratori, quello di allineare gli interessi dei proprietari dell'impresa con quelli dei

⁶⁰ Cfr. Paragrafo 2.4.

⁶¹ Cfr. Paragrafo 1.3.5.

⁶² Cfr. Paragrafo 3.1.2.3.

soggetti a cui il controllo della stessa è affidato. Storicamente i primi hanno cercato di perseguire ciò attraverso la corresponsione ai secondi di pacchetti di compenso dal valore dipendente dalle *performances* aziendali. Quanto maggiore è la quota del totale percepito che dipende dalla redditività dell'impresa, tanto maggiore è l'allineamento delle figura di amministratore con quella del proprietario, o, equivalentemente, l'intensità del sistema di incentivi fornito.

In questo paragrafo è fornita dapprima una quantificazione dell'intensità del sistema di incentivi implicito nei *pay-packages* precedentemente analizzati, misurata dalla quota di remunerazione *equity-based* sul totale percepito (PPS*⁶³). In seguito è proposta un'analisi volta a verificare se gli amministratori di quelle imprese facenti parte del campione che fronteggiano un'alta probabilità di espropriazione, scontano opportunisticamente tale probabilità manipolando verso il basso tale intensità e, nella direzione opposta il valore dei compensi monetari complessivamente percepiti.

In questo senso le imprese italiane rappresentano un ambiente di *testing* ideale. L'elevata concentrazione della struttura proprietaria, facilitata da una notevole separazione fra proprietà e controllo (Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, e Shleifer, 2000; Faccio e Lang, 2002; Volpin, 2002; Barontini e Caprio, 2006; Mengoli, Pazzaglia, e Sapienza, 2008), lo scarso livello di protezione delle *minorities* (Bigelli e Mengoli, 2004; McCaherty e Vermeulen, 2004; Bigelli, Merhotra e Rau, 2007) e la limitata efficienza del mercato del lavoro per gli amministratori (Barontini e Caprio, 2002; Volpin, 2002), sono tutti fattori che concorrono nel generare incentivi alla manipolazione dei pacchetti di compenso corrisposti agli amministratori nelle direzioni ipotizzate.

Seguendo la pertinente letteratura in tema di espropriazione sopra citata, la *proxy* che ho utilizzato per quantificare il rischio espropriativo fronteggiato dall'azionista marginale è la "distanza"

⁶³ Da Jensen e Murphy (1990), la letteratura ha adottato quale misura dell'intensità del sistema d'incentivi implicito in un dato *pay-package*, la relativa *pay-performance sensitivity* (PPS), definita dalla variazione di valore del compenso totale per una variazione di 100 p.b. del prezzo delle azioni ordinarie dell'impresa che lo ha corrisposto. Ai fini della presente ricerca, la PPS* è preferibile alla PPS tradizionale in quanto fornisce una maggiore variabilità alla variabile dipendente.

fra i *cash flow rights* ed i *control rights* dell'*ultimate shareholder* dell'impresa. L'analisi proposta ha quindi richiesto, per ciascun'impresa presente nel *dataset* dei compensi, la raccolta, la definizione ed il *matching* di un nuovo *set* di variabili relative alla *ownership structure*. Di seguito è descritto il processo di reperimento e di definizione di tali variabili nonché la descrizione statistica del campione di imprese in base alle informazioni di struttura proprietaria. Il resto del paragrafo è così organizzato: presentazione delle ipotesi testabili, descrizione statistica del sistema di incentivi e verifica empirica di dette ipotesi. Nell'ultimo paragrafo del capitolo sono infine sintetizzati i risultati ottenuti.

4.4.1. *Le variabili di struttura proprietaria*

Le variabili di struttura proprietaria sono state reperite facendo riferimento essenzialmente a due fonti informative: l'archivio Consob relativo alle partecipazioni rilevanti, ed "Il Calepino dell'Azionista". Il primo contiene le partecipazioni rilevanti⁶⁴ (i.e. le quote superiori alla soglia critica del 2% del capitale con diritto di voto), detenute direttamente o indirettamente dai soggetti obbligati alla comunicazione all'organismo di vigilanza nelle società aventi azioni quotate in Borsa Italiana⁶⁵. "Il Calepino dell'Azionista" permette invece di reperire le informazioni relative alla struttura dell'azionariato di queste ultime.

Le informazioni raccolte hanno permesso di determinare l'identità dell'azionista di maggioranza e la partecipazione da quest'ultimo detenuta per ognuna delle società facenti parte del campione. Seguendo la metodologia proposta da Mengoli, Pazzaglia

⁶⁴ Consultabile all'Url: www.consob.it. Nell'archivio fornito dalla Consob sono disponibili, a partire dal 1998 le informazioni inviate in ottemperanza a quanto disposto dagli artt. 119 e seguenti del D.Lgs. n. 58/98, che definiscono gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti e il relativo ambito d'applicazione.

⁶⁵ Il dichiarante è la persona fisica o giuridica più in alto nella catena di controllo (*ultimate shareholder*). In caso di partecipazioni indirette, il dichiarante è tenuto ad indicare dettagliatamente tutta la catena di società controllate attraverso le quali viene realizzata la partecipazione. Se però una società, che detiene direttamente o indirettamente una partecipazione rilevante, è partecipata in maniera paritetica da più soggetti, nessuno di questi è titolare dell'obbligo di dichiarazione, che quindi ricade solo sulla società (ex art. 2359 c.c.)

e Sapienza (2008)⁶⁶ ho poi calcolato l'ammontare dei *cash flow rights* (O) e dei *control rights* (C)⁶⁷ per l'*ultimate shareholder*. Il rapporto di tali grandezze (OC), che definisce la quota dei diritti di voto "pagati" dall'azionista di maggioranza di ultima istanza sul totale dei posseduti, è la *proxy* considerata per quantificare il rischio di espropriazione fronteggiato dall'azionista marginale: i valori 1 e 0 indicano rispettivamente il minimo ed il massimo rischio espropriativo. La tabella seguente riassume l'evoluzione del tipo di controllo societario adottato dalle imprese italiane aventi azioni quotate in Borsa Italiana tra il 1999 ed il 2005 e facenti parte del campione. A riguardo di queste ultime, il Grafico IV.7 ne riporta invece la distribuzione campionaria cumulata, ottenuta per una serie di *cutoffs* imposti alla variabile OC.

Tabella IV.13 – La struttura del controllo per le imprese del campione (1999-2005)

Anno	Firm Obs (#)	Ownership		Control		OC					
		Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	Min	Max	SD	CHI-Test
1999	41	35.61%	34.79%	41.70%	43.28%	0.79861	0.99705	0.170590	1.000000	28.62%	0.1198
2000	52	36.21%	35.16%	42.35%	43.21%	0.81281	1.00000	0.161530	1.000000	27.89%	0.6558
2001	58	37.78%	33.21%	43.37%	45.21%	0.83761	1.00000	0.013900	1.000000	30.06%	0.2704
2002	62	34.82%	31.73%	40.08%	35.68%	0.83496	1.00000	0.021740	1.000000	28.64%	0.9527
2003	65	32.38%	30.39%	36.73%	35.68%	0.83556	1.00000	0.022660	1.000000	29.09%	0.8742
2004	69	29.72%	21.39%	33.94%	31.48%	0.85306	1.00000	0.196812	1.000000	24.81%	0.8443
2005	86	32.07%	28.74%	35.63%	35.05%	0.85996	1.00000	0.061079	1.000000	27.41%	0.6497
1999-2005	433	33.73%	31.27%	38.58%	36.95%	0.83715	1.00000	0.013900	1.000000	27.86%	1.0000

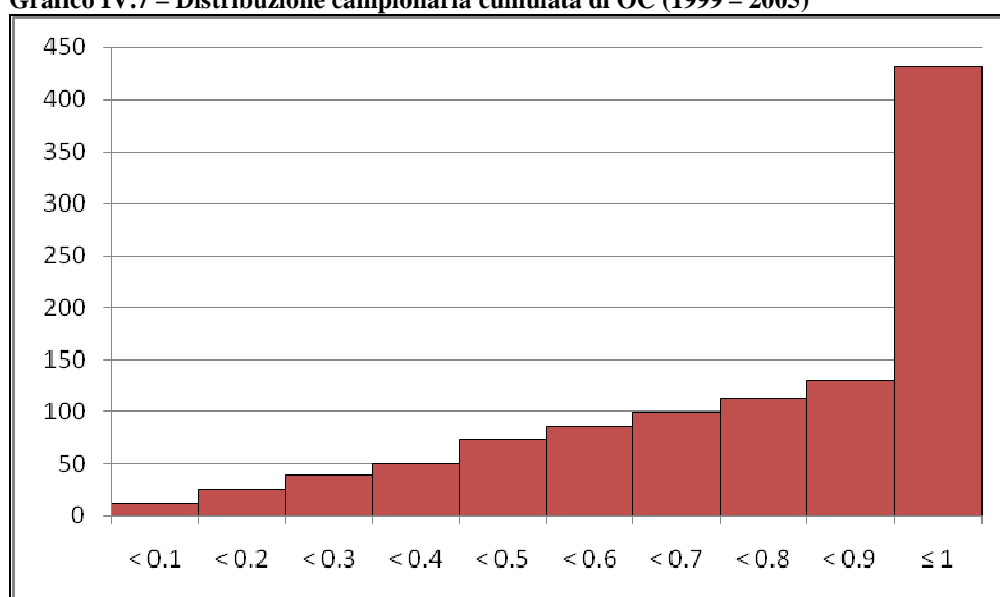
La concentrazione dell'*ultimate shareholder*, coincidente con la percentuale dei diritti di proprietà (*Ownership*), presenta un *trend* lievemente decrescente dal 2001; la percentuale dei diritti di voto corrispondentemente detenuti (*Control*) evidenzia un *drift* analogo ma in valore assoluto maggiore. La combinazione di questi due effetti ha portato alla riduzione di circa 100 p.b. (+0.045 dal 1999 al 2001 in termini di OC) nella distanza fra i *cash flow rights* ed i

⁶⁶ Mengoli, Pazzaglia e Sapienza, 2008, Is It Still Pizza, Spaghetti and Mandolino? On the Evolution of Corporate Ownership in Italy, Unpublished Working Paper.

⁶⁷ In generale: *cash flow rights* definisce la percentuale di ciascun euro generato da un'impresa che spetta ad un determinato azionista dopo avere tenuto in considerazione l'effetto d'ogni meccanismo di separazione fra proprietà e controllo (i.e. piramidi, partecipazioni reciproche e/o voti senza pieno diritto di voto); *voting rights* definisce invece l'insieme dei diritti di voto che spettano ad un azionista in considerazione della partecipazione detenuta.

control rights detenuti dall'azionista controllante di ultima istanza; sembra pertanto che le imprese investigate abbiano progressivamente diminuito l'utilizzo di meccanismi di separazione fra proprietà e controllo. Tale evidenza risulta comunque statisticamente non significativa (i.e. la distribuzione annua di OC pare non mutare tra il 1999 ed il 2005), permettendo di trattare in maniera omogenea (i.e. senza considerare *year-effects*) tutte le osservazioni componenti il *dataset*⁶⁸.

Grafico IV.7 – Distribuzione campionaria cumulata di OC (1999 – 2005)



La variabile OC presenta valori superiori allo 0.9 nel 68.98% dei casi (per 303 delle 433 imprese componenti il campione analizzato); le restanti 130 imprese si distribuiscono in modo piuttosto uniforme: la frequenza media relativa per “classe” è pari a 3.34% (14.5 imprese, volatilità pari al 0.92%) con valore minimo

⁶⁸ La ultima colonna della Tabella IV.13 riporta il P-Value del CHI-Test effettuato considerando la distribuzione campionaria di OC nel periodo 1999-2005 e la relativa distribuzione annua: i risultati portano ad accettare l'ipotesi d'uguaglianza delle distribuzioni confrontate. Il valore del test prossimo alla significatività (al 10%) per il 1999, è probabilmente riconducibile al residuo processo di cambiamento della modalità di controllo societario intervenuto nel 1998 in conseguenza dell'introduzione del D.Lgs. n. 58/98. Per approfondimenti in questo senso si veda Mengoli, Pazzaglia e Sapienza (2008).

pari a 2.54% ($0.3 \leq OC < 0.4$) e valore massimo pari a 5.54% ($0.4 \leq OC < 0.5$). In merito alla rappresentatività del campione, si considerino i contributi di Mengoli, Pazzaglia e Sapienza (2008) e di Barontini e Bozzi (2008), nei quali sono documentate evidenze analoghe a quelle campionarie sopra descritte, per tutte le imprese aventi azioni quotate in Borsa Italiana rispettivamente negli anni 1995-2005 e 1995-2002⁶⁹.

4.4.2. Le ipotesi testabili

Molti recenti contributi in tema di *compensation* hanno evidenziato come i contratti di compenso che sono utilizzati nella pratica raramente possiedono quelle caratteristiche che la teoria identifica come ottimali⁷⁰. In questo senso sono state fornite dalla letteratura molte spiegazioni per lo più di carattere contabile (Murphy, 2003; Hall e Murphy, 2003) ed istituzionale (Bebchuk, Fried e Walker, 2002; Bebchuk e Fried, 2003). Recentemente però, una nuova parte della dottrina ha proposto un approccio aggiuntivo avente alla propria base l'idea che gli amministratori possono influenzare a proprio vantaggio i termini dei pacchetti di compenso loro corrisposti. Yermack (1997) e Aboody e Kasznik (2000) dimostrano che l'assegnazione e l'informativa al mercato sono strategicamente manipolate in modo da rendere le *stock options in-the-money* il prima possibile dopo il *granting*. In particolare i risultati di Yermack suggeriscono che gli amministratori fanno in modo che il *granting* avvenga prima che l'impresa trasmetta al mercato notizie positive. Viceversa, Aboody e Kasznik, dando per esogena la data d'assegnazione delle *stock options*, suggeriscono che gli amministratori ritardano la comunicazione delle notizie positive fino a dopo il *granting*, anticipando invece la comunicazione di quelle negative. Bebchuk e Fried (2004) sostengono che la tendenza delle imprese statunitensi a corrispondere *stock options at-the-money* piuttosto che *out-of-the-*

⁶⁹ Mengoli, Pazzaglia e Sapienza (2008) e Barontini e Bozzi (2008), trovano valori medi di O e C significativamente superiori a quelli del campione analizzato: rispettivamente il 44.79%, 49.77% e 40%, 45%. Tale differenza risulta tuttavia poco rilevante ai fini dell'analisi proposta, essendo quest'ultima incentrata sulla variabile OC, che, come detto, sembra ben rappresentata dal campione considerato.

⁷⁰ Cfr. Paragrafo 3.1.2.

money o con prezzo d'esercizio indicizzato al mercato (Hall e Murphy, 2000, 2002), è spiegabile dall'influenza che hanno gli amministratori sul processo di determinazione dei compensi loro diretti, e che tale influenza è esercitata così da estrarre risorse dall'impresa in modo nascosto agli investitori. Ulteriori contributi, inseribili in questo filone della letteratura, hanno dimostrato che la capacità degli amministratori di influenzare il proprio pacchetto remunerativo è tanto più elevata quanto più gli investitori sono dispersi e passivi (Bertrand e Mullainathan, 2001) e quanto più la *corporate governance* è debole (Garvey e Milbourn, 2006; Harford e Li, 2007).

Dalla fine degli anni novanta, parallelamente alla letteratura sopra citata, uno dei temi più investigati dalla finanza empirica è stato quello dei fenomeni espropriativi. La letteratura sulle espropriazioni ha ampiamente documentato che un azionista di maggioranza, specialmente in imprese caratterizzate da una scarsa *governance* (Klapper e Love, 2004; Durnev e Kim, 2005; Dahya, Dimitrov, e McConnell, 2008), e in paesi con limitata protezione degli investitori (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny, 2002; Claessens, Djankov, Fan e Lang, 2002; Durnev e Kim, 2005), è in grado di divergere risorse dall'impresa (i.e. deviare risorse altrimenti dirette a tutti gli azionisti dell'impresa) verso se stesso per consumo personale. *Ceteris paribus*, poiché l'espropriazione implica meno risorse assegnabili all'azionista marginale, le imprese che *ex-ante* è più probabile che siano espropriate, quotano a sconto.

Il presente studio collega questi due filoni della letteratura investigando i *pay-packages* degli amministratori in quelle imprese che più probabilmente saranno espropriate. In particolare la questione proposta è se i *directors* di quelle imprese per le quali il costo espropriativo fronteggiato dall'azionista controllante è basso, scontano la maggiore probabilità d'espropriazione componendo convenientemente i propri pacchetti di compenso. Si consideri ad esempio il caso di un azionista di maggioranza che è interessato solo a divergere quante più risorse possibili dalla propria società. Gli amministratori possono assumere un profilo "*strong* o *low*". Uno *strong profile* significa che i *directors* eserciteranno, o per lo meno proveranno ad esercitare, un *monitoring* efficace in modo da ridurre

la diversione di risorse dall'impresa. Tuttavia gli amministratori sceglieranno di contrastare l'azionista di maggioranza solo se in possesso dell'adeguato incentivo e della necessaria forza. In questo senso, il sistema d'incentivi sussiste se esiste un mercato per gli amministratori efficiente e cioè se una "storia" di risultati negativi finisce per ridurre il capitale reputazionale dell'amministratore che ha contribuito a produrli. In merito, e con riferimento al mercato italiano, sono rilevanti le evidenze presenti in *Barontini e Caprio* (2002), ed in *Volpin* (2002). *Barontini e Caprio*, analizzando le società aventi azioni quotate in Borsa Italiana tra il 1976 ed il 1996, trovano che il *turnover* degli amministratori è maggiore rispetto a quello osservato in Germania e US; tuttavia pur essendo funzione crescente della partecipazione detenuta dall'azionista di maggioranza (O), la sua sensibilità alle *performances* dell'impresa è meno intensa che altrove. *Volpin*, analizzando il medesimo insieme d'impresе tra il 1986 ed il 1997, trova che la sensibilità del *turnover* degli amministratori esecutivi alla redditività dell'impresa decresce con il peggioramento delle variabili di *corporate governance* (in particolare al decrescere di OC). Tali risultati suggeriscono che gli amministratori delle imprese italiane sono più facilmente rimovibili dal proprio impiego e per tale ragione più propensi che altrove a "compiacere" l'azionista di maggioranza. La forza per contrastare l'azionista di maggioranza deriva invece in gran parte dalla normativa: in molti paesi, ad esempio, gli amministratori possono essere legalmente perseguiti per l'approvazione di transazioni non eque che hanno coinvolto l'azionista di maggioranza (*Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer, 2008*). È altresì ragionevole pensare che la "forza degli amministratori" dipenda dalla negoziazione contrattuale che precede la "assunzione". In particolare, assumendo che il fallimento nel contrastare la diversione di risorse dell'impresa porterà ad una perdita di reputazione, è probabile che gli amministratori chiederanno una sorta di garanzia anticipata sul fatto che avranno lo spazio ed i mezzi per eventualmente contrastare transazioni *value-destroying*. Indipendentemente in ogni modo dalla capacità di anticipare (prima dell'assunzione) o meno la propensione dell'azionista di maggioranza ad espropriare l'impresa, gli amministratori possono

optare per non esercitare un efficace *monitoring* e quindi accondiscendere alle preferenze dell'*ultimate shareholder*. In tale scenario ogni azione espropriativa rappresenta un costo (anche) per gli amministratori. Si tratta innanzi tutto di un costo che incide direttamente sul compenso complessivo atteso dall'amministratore, quando parte della remunerazione corrisposta è collegata alle *performances* aziendali. Dal momento che ogni espropriazione si traduce in una perdita secca per l'impresa, che conduce ad una corrispondente caduta dei prezzi azionari (Faccio e Lang, 2002; Durnev e Kim, 2005), quanto più gli interessi degli amministratori sono allineati con quelli degli azionisti, tanto maggiore è tale costo. Per tale motivo, la prima ipotesi (*PPS manipulation hypothesis*) che sarà testata è la seguente:

H_{OA}: l'intensità degli incentivi impliciti nella remunerazione è indipendente dalla propensione all'espropriazione dell'azionista di maggioranza;

H_{1A}: l'intensità degli incentivi impliciti nella remunerazione è una funzione, presumibilmente indiretta, della propensione all'espropriazione dell'azionista di maggioranza;

Inoltre, assumendo che in caso d'espropriazione tutti i membri del *board* subiranno una perdita di reputazione, sarà verificato se questi chiedono una maggiore remunerazione certa per controbilanciare tale perdita. Pertanto la seconda ipotesi (*Reputation assurance hypothesis*) testabile si configura come segue:

H_{OB}: il livello del compenso monetario totale corrisposto è indipendente dalla propensione all'espropriazione dell'azionista di maggioranza;

H_{1B}: il livello del compenso monetario totale corrisposto è funzione, presumibilmente diretta, della propensione alla espropriazione dell'azionista di maggioranza.

Data la documentata capacità degli amministratori di influenzare opportunisticamente la propria remunerazione, degli

azionisti di maggioranza di estrarre risorse dall'impresa a scapito delle minoranze azionarie, e del mercato italiano per gli amministratori a non selezionare i soggetti maggiormente qualificati e quindi a motivarli ad efficacemente monitorare, ed eventualmente bloccare, le azioni dell'azionista di maggioranza volte alla diversione di risorse dall'impresa, si comprende come il campione d'impresе selezionato rappresenti l'ambiente di *testing* ideale per la questione proposta.

4.4.3. *La pay-performance sensitivity*

L'intensità del sistema d'incentivi implicito in un dato *pay-package* è tradizionalmente quantificata dalla *pay-performance sensitivity* (PPS). Tuttavia per testare le ipotesi proposte ho optato per una diversa *proxy*: la proporzione del valore dell'*equity-based compensation* sul totale corrisposto (PPS*)⁷¹. Infatti, dal momento che nell'analisi proposta l'intensità degli incentivi impliciti figura come variabile dipendente, la PPS*, rispetto alla PPS tradizionale, ha il vantaggio di fornire una maggiore variabilità della *left hand-side variable*.

La Tabella IV.14 fornisce le statistiche descrittive della PPS*, unitamente a quelle relative al valore medio (*Value*) ovvero al numero dei percettori (#) delle componenti del *pay-package* che la hanno generata, per il campione degli amministratori investigato⁷².

⁷¹ Per quanto detto la PPS* è stimata dal rapporto Valore dell'*Equity Based Compensation*/ Valore della *Total Compensation*. Si noti che la quantificazione della PPS* ha comportato la perdita di quelle osservazioni-individuo (ndr. 225, cfr. Tabella IV.9 e Tabella IV.14) facenti parte del campione d'analisi per le quali il valore del compenso totale percepito è pari a 0.

⁷² I valori mediani delle medesime variabili non sono riportati in quanto sempre pari a 0.

Tabella IV.14 – Statistiche descrittive della PPS* (valori in .000 Euro del 2006)

Year	Director Type	PPS*									
		Obs (#)	Mean	Shares		SO		LTIPs		Total	
				#	Value	#	Value	#	Value	#	Value
1999	ED	71	5.8583%	6	170.36	0	0.00	0	0.00	6	170.36
	NED	236	0.7953%	2	14.92	0	0.00	0	0.00	2	14.92
	Totale	307	1.9662%	8	50.87	0	0.00	0	0.00	8	50.87
2000	ED	111	4.1969%	5	48.64	10	149.89	0	0.00	15	198.53
	NED	360	0.2389%	0	0.00	3	3.43	0	0.00	3	3.43
	Totale	471	1.1717%	5	11.49	13	39.01	0	0.00	18	50.50
2001	ED	143	5.5669%	2	3.84	15	145.54	4	67.93	21	217.31
	NED	425	0.6123%	2	17.53	3	27.57	0	0.00	5	45.10
	Totale	568	1.8597%	4	14.09	18	57.45	4	17.04	26	88.57
2002	ED	125	10.2927%	1	0.01	24	287.92	5	63.03	30	350.96
	NED	426	0.1900%	0	0.00	3	3.64	0	0.00	3	3.64
	Totale	551	2.4819%	1	0.00	27	65.11	5	13.63	33	78.74
2003	ED	114	7.7279%	1	0.01	18	278.41	5	19.83	24	298.25
	NED	494	0.4008%	0	0.00	2	3.72	0	0.00	2	3.72
	Totale	608	1.7746%	1	0.00	20	57.02	5	3.85	26	60.87
2004	ED	123	6.8317%	0	0.00	20	212.29	5	59.67	25	271.96
	NED	573	0.1958%	0	0.00	1	0.02	3	0.67	4	0.70
	Totale	696	1.3685%	0	0.00	21	38.70	8	11.42	29	50.12
2005	ED	192	10.9164%	0	0.00	32	657.84	11	157.11	43	814.94
	NED	816	0.7053%	0	0.00	0	0.00	9	2.54	9	2.54
	Totale	1008	2.6502%	0	0.00	32	127.34	20	32.46	52	159.81
2006	ED	205	9.6457%	0	0.00	25	867.57	19	201.41	44	1068.99
	NED	761	0.3531%	0	0.00	3	44.16	2	0.99	5	45.15
	Totale	966	2.3251%	0	0.00	28	215.26	21	42.64	49	257.90
Totale		5175	2.0344%	19	5.61	159	93.17	63	19.47	241	118.24

La quota di remunerazione *equity-based* sul totale percepito (PPS*) è mediamente pari al 2% (volatilità pari al 0.52%) e, come ipotizzabile, significativamente maggiore per gli amministratori esecutivi (7.62%, volatilità 2.44% per gli ED; 0.43%, volatilità 0.24% per i NED). Confermando quanto mostrato in precedenza (cfr. Grafico IV.2 e IV.3), la PPS* presenta i valori più elevati nel 2002, 2005 e 2006, gli anni in cui le imprese facenti parte del campione hanno maggiormente fatto ricorso a retribuzione a base azionaria. Osservando gli strumenti alla base del sistema d'incentivi, si può notare come i contratti di compenso abbiano assunto col tempo un carattere sempre più strutturato dal maggiore potere di ritenzione: alla semplice assegnazione d'azioni (*Shares*), si è sostituita la corresponsione di *stock options* (SO) alla quale si è

progressivamente aggiunta quella di strumenti finanziari vincolati (*LTIP*)⁷³.

4.4.4. *Analisi univariata: la PPS* e la struttura proprietaria*

In questo paragrafo è presentata un'analisi univariata che mette in relazione il rischio espropriativo fronteggiato dall'azionista marginale, quantificato dalla variabile OC, con l'intensità degli incentivi impliciti nel *pay-package* percepito dagli amministratori, approssimata con la PPS*. Più specificatamente, partendo dall'insieme d'impresе per le quali sono state reperite le variabili di struttura proprietaria (cfr. Tabella IV.13), tale analisi è stata prodotta come segue:

- I. Ho sottocampionato le osservazioni *firm-year* in base ai medesimi *cutoffs* precedentemente imposti alla variabile OC (cfr. Grafico IV.7), ottenendo 10 “classi-impresе”;
- II. Per ogni classe, ho successivamente calcolato le caratteristiche della remunerazione dei relativi *directors*.

La tabella seguente (IV.15) riporta i risultati ottenuti.

Tabella IV.15 – Analisi univariata della relazione OC – directors' remuneration

OC	PPS	Compensation			# Percettori				SO Value	
		Total	Direct	Equity	All	Shares	LTIPs	SO	Intrinsic	Estimated
[0 ; 0.1[	0.014964	504.43	408.98	95.45	189	0	0	5	0	95.45
[0.1 ; 0.2[	0.025773	398.92	192.89	206.03	87	0	0	3	5.75	206.03
[0.2 ; 0.3[	0.058472	619.65	352.62	267.02	198	0	0	18	118.91	267.02
[0.3 ; 0.4[	0.019837	463.58	402.05	61.52	130	0	0	7	0.00	61.52
[0.4 ; 0.5[	0.011802	421.41	353.43	67.98	239	0	0	4	24.10	67.98
[0.5 ; 0.6[	0.021827	801.04	731.82	69.21	123	0	6	4	27.62	54.29
[0.6 ; 0.7[	0.023176	610.47	530.54	79.93	62	0	0	4	69.27	79.93
[0.7 ; 0.8[	0.002472	214.24	211.71	2.53	56	0	0	2	0.00	2.53
[0.8 ; 0.9[	0.006505	337.27	299.83	37.44	187	0	1	4	0.57	25.14
[0.9 ; 1]	0.018931	399.84	315.99	83.85	2921	19	35	77	22.99	54.21
[0 ; 1]	0.019757	427.74	337.42	90.32	4192	19	42	128	24.99	68.68

Il *pattern* della PPS* sembra rivelare una relazione di tipo inverso rispetto a quella ipotizzata dalla *PPS manipulation*

⁷³ In questo senso, come già discusso in precedenza, un ruolo determinante è certamente stato esercitato dal regime fiscale, previdenziale e contabile applicato agli strumenti di remunerazione a base azionaria. Cfr. Paragrafo 1.3.2.

hypothesis: la proporzione del valore dell'*equity-based compensation* sul totale della ricchezza corrisposta tende infatti ad essere in media più elevato per quelle società caratterizzate da separazione fra proprietà e controllo (i.e. decrescente rispetto ad OC). I valori medi del compenso monetario percepito (*Compensation - Direct*), tendenzialmente decrescenti rispetto ad OC, sembrano invece confermare la *Reputation assurance hypothesis*. Anche la ricchezza media complessivamente distribuita ai *directors* (*Compensation - Total*) pare aumentare con il rischio espropriativo fronteggiato dall'impresa; tale incremento sembra tuttavia dovuto solamente ad una delle due componenti "fondamentali" della remunerazione. Detto altrimenti, al decrescere di OC si assiste ad un aumento della retribuzione totale media dei componenti del consiglio d'amministrazione causata da un significativo incremento o della remunerazione monetaria oppure di quella derivante da strumenti finanziari.

Le seguenti considerazioni aiutano a spiegare tali evidenze. Innanzi tutto giova ricordare che la distanza fra i *cash flow rights* e i *control rights* dell'*ultimate shareholder*, approssima il rischio espropriativo fronteggiato dall'azionista marginale, in quanto misura della qualità della *corporate governance* dell'impresa⁷⁴. Seguendo quanto trovato da *Garvey e Milbourn (2006)* ed *Harford e Li (2007)*, al decrescere di quest'ultima, aumenta la capacità degli amministratori di influenzare il proprio *pay-package* in modo da massimizzarne il *payoff*. In secondo luogo si consideri che tra i diversi strumenti retributivi a base azionaria, quello che maggiormente si presta a tentativi di *rent extraction*, sono le *stock options*: queste ultime sono tanto più assimilabili ad un compenso monetario quanto minore è il *vesting period* e maggiore la *moneyness*⁷⁵. Infine si tenga presente che, per come definita, la stima

⁷⁴ Si veda la pertinente letteratura citata al paragrafo 4.4.2.

⁷⁵ Il *granting* di un certo numero di *vested stock options in the money*, equivale ad un'attribuzione gratuita dello stesso numero d'azioni aumentata di una componente monetaria pari al valore intrinseco delle opzioni assegnate (Cfr. Paragrafo 1.3.4). Se si considerano anche gli eventuali benefici fiscali e previdenziali (per il percettore) ovvero quelli di tipo contabile (per l'impresa emittente), connessi all'utilizzo di *stock options* a fini retributivi (cfr. Paragrafo 1.3.3 e 1.3.4. oppure Carosi, 2008), si comprende come queste ultime siano anche strumenti "*rent-extraction*" preferibili alle

dell'intensità degli incentivi (i.e. la PPS*), risulta, *ceteris paribus*, tanto più elevata quanto più gli strumenti finanziari assegnati sono finalizzati all'estrazione di un maggiore compenso⁷⁶. Pertanto, il *pattern* della PPS* potrebbe essere determinato anche dalla (eventualmente limitata) assegnazione di strumenti finanziari finalizzati alla massimizzazione del compenso, e non già alla creazione di un adeguato sistema d'incentivi.

Al fine di verificare tale ipotesi, ho calcolato il numero dei soggetti che hanno ricevuto *performances-linked remuneration*, differenziato in funzione della tipologia dello strumento assegnato (# Percettori), ed ho confrontato il valore stimato delle *stock options* attribuite (ndr. componente del denominatore della PPS*) con il valore intrinseco delle stesse alla *report date*. I risultati ottenuti sembrano confermare l'utilizzo a fini estrattivi delle *stock options* nonché le ipotesi testabili. Il numero dei percettori di remunerazione *equity-based* è consistentemente maggiore per alti livelli di OC; tale relazione appare particolarmente forte per le tipologie di strumenti retributivi a base azionaria meno manipolabili (i.e. a maggiore contenuto incentivante): *Shares* e *LTIPs*. Il numero dei percettori di *stock options*, al decrescere di OC, aumenta in modo proporzionale alla differenza media tra il valore intrinseco (*Intrinsic*) e stimato (*Estimated*) delle stesse; quest'ultimo risulta inoltre influire in maniera crescente sul valore della PPS*. Infine, imprese caratterizzate da valori elevati di OC evidenziano un alto valore della PPS*, principalmente dovuto non già al valore degli strumenti finanziari assegnati, che come detto è tanto maggiore quanto più gli stessi sono "portatori di liquidità", ma alla quantità degli stessi.

I risultati ottenuti possono essere così riassunti: le imprese caratterizzate da separazione fra proprietà e controllo tendono a corrispondere compensi più elevati e meno sensibili alle *performances* aziendali (*PPS manipulation hypothesis*). In generale tale maggiore compenso è finanziato da un incremento della

azioni. I *long term incentive plans* risultano invece poco manipolabili per la propria struttura: si tratta di piani a medio-lungo termine spesso vincolati ad obiettivi di *performances* contabile (cfr. Nota n. 113, capitolo I).

⁷⁶ Il valore di una *vested stock options in the money* è maggiore della medesima opzione *unvested ed at the money*.

retribuzione monetaria (*Reputation assurance hypothesis*). Tuttavia, in un ristretto numero di casi, presumibilmente caratterizzati da una *corporate governance* particolarmente poco efficace, l'incremento di compenso deriva dall'assegnazione di *vested stock options* emesse a condizioni assai favorevoli⁷⁷. Ciò conduce, sul piano statistico, ad un (artificiale) incremento (nella stima) dell'intensità degli incentivi impliciti nei *pay-packages* corrisposti ai propri amministratori dalle imprese che fronteggiano un elevato rischio espropriativo e determina una relazione curvilinea tra queste ultime due variabili. Sul piano pratico, invece, la corresponsione di *stock options deep in-the-money* potrebbe essere spiegata dal fine di estrarre risorse dall'impresa in modo nascosto agli investitori (*Bebchuk e Fried, 2004*). Nei seguenti paragrafi la validità dell'apparato d'ipotesi proposto sarà verificata in contesto multivariato.

4.4.5. *PPS manipulation hypothesis*

In base alla *PPS manipulation hypothesis* gli amministratori delle imprese che fronteggiano un alto rischio espropriativo sono incentivati ad influenzare il processo di formazione del *pay-package* in modo da rendere quest'ultimo insensibile alle *performances* aziendali. Le precedenti evidenze suggeriscono tuttavia che, seppure limitatamente, anche le imprese caratterizzate da separazione fra proprietà e controllo utilizzano gli strumenti retributivi a base azionaria, ed in particolare le *stock options*, per remunerare i propri amministratori. In termini di PPS* ciò si traduce in una relazione diretta di tipo curvilineo con la variabile OC⁷⁸. Di seguito è proposta un'analisi multivariata di tale relazione. In aggiunta alle variabili di

⁷⁷ Le caratteristiche dei contratti d'opzione assegnati confermano tale ipotesi (non riportate). Al decrescere di OC si evidenzia infatti l'incremento della *moneyness*, la diminuzione del *vesting period*, ed una più elevata proporzione dei titoli *vested* rispetto a quelli complessivamente assegnati.

⁷⁸ In contesto multivariato, le regressioni sono state stimate considerando la variabile OC come differenza tra gli *ownership rights* ed i *control rights* e non come rapporto fra le medesime grandezze. Questo essenzialmente per dare una più facile lettura economica dei risultati ottenuti. Si noti altresì che le analisi sono state ripetute utilizzando la variabile OC ed i risultati ottenuti sono i medesimi.

controllo pertinenti (*Size*⁷⁹, *Year dummies*), ho considerato altresì un ulteriore insieme di variabili che la letteratura ed i *practitioners*⁸⁰ hanno riconosciuto abili a quantificare la qualità della *corporate governance* dell'impresa:

- I. *Strong Board* (Dahya, Dimitrov, e McConnell, 2008). Tale variabile assume valore 1 se il rapporto fra il numero degli amministratori qualificati come indipendenti e la dimensione del *board* è superiore al 60%; 0 altrimenti.
- II. *Split* (Hill e Knowlton, 2003). Tale variabile assume valore 1 se non vi è coincidenza fra i ruoli di CEO e presidente del consiglio d'amministrazione; 0 altrimenti⁸¹.

Le *dummies Strong Board* e *Split*, se abili ad identificare correttamente le imprese caratterizzate da *weak corporate governance*, dovrebbero aiutare a distinguere la relazione tra PPS* ed OC conseguente alla validità della *PPS manipulation hypothesis* (diretta) da quella conseguente all'utilizzo di *stock options* a fini di *rent extraction* (inversa).

La Tabella IV.16 riportati i risultati ottenuti.

⁷⁹ La variabile *Size* è definita dalla capitalizzazione di Borsa. I dati sono stati reperiti da Datastream. Cfr. Paragrafo 4.3.2.

⁸⁰ Cfr. Paragrafo 2.3.2.

⁸¹ La variabile *dummy Split* assume valore 1 per i soggetti qualificati come CEO*** e come *Chairman*. Cfr. Paragrafo 4.3.3.

Tabella IV.16 – Analisi multivariata della relazione PPS*:OC

Dependent variable	PPS*	PPS*_Sh	PPS*_LTIPs	PPS*_SO	PPS*	PPS*	PPS*	PPS*	PPS*	PPS*
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
Intercept	0.01596*** (7.13)	0.0021*** (2.64)	0.0058*** (5.24)	0.0081*** (4.54)	0.0168*** (7.39)	0.0161*** (7.18)	0.0169*** (7.14)	0.0155*** (6.92)	0.0166*** (7.32)	0.0160*** (7.15)
OC	-0.0624*** (-3.22)	0.1386** (1.98)	0.0223** (2.31)	-0.0982*** (-6.35)	0.0571 (0.91)	-0.0634*** (-3.29)	0.0505 (0.80)	-0.4122*** (-4.45)	-0.2924*** (-2.88)	-0.0619*** (-3.19)
OC - squared					0.4469** (2.00)		0.4249* (1.89)		0.6484*** (2.85)	
OC*Strong Board						0.1713 (1.04)	0.8214 (0.49)			
OC*Split								0.3617*** (3.86)	0.4172*** (4.36)	
OC*Strong Board*Split										0.7759 (0.49)
Size	0.0000 (0.76)	0.0001* (1.75)	0.0000 (-0.43)	0.0000 (0.42)	0.0000 (0.99)	0.000 (0.71)	0.0000 (0.95)	0.0000 (1.03)	0.0000 (1.41)	0.000 (0.76)
F-statistic	5.61***	3.32**	2.82*	20.47***	5.08***	4.10***	3.21***	8.72***	8.59***	3.82***
Adjusted R2	0.0022	0.0011	0.0009	0.0092	0.0029	0.0022	0.0026	0.0055	0.0081	0.0020
N	4192	4188	4188	4192	4192	4192	4192	4192	4192	4192

Dove: ***, **, * = significativo al 1%, 5%, 10%; T-Stat tra parentesi

Il modello (1) conferma la relazione tra l'intensità degli incentivi impliciti nel *pay-package* degli amministratori ed il livello di separazione fra proprietà e controllo osservata in contesto univariato: la proporzione del valore dell'*equity-based compensation* sul totale della ricchezza corrisposta (PPS*) è negativamente correlata con OC. I modelli (2) – (4) testano se tale relazione varia in funzione della tipologia degli strumenti finanziari assegnati. Più specificatamente, come variabile dipendente ho considerato la PPS* stimata rispetto al solo valore delle *Shares*, degli *LTIPs* e delle *Stock Options* attribuite. I risultati sono consistenti con quanto in precedenza argomentato: la relazione tra OC e gli incentivi indotti tramite azioni e piani vincolati a medio-lungo termine è positiva e significativa; la medesima relazione stimata rispetto agli incentivi da *stock options* continua invece ad essere significativamente negativa. Il modello (5) documenta un coefficiente positivo, ma non significativo, tra PPS* ed OC, ed un coefficiente positivo e significativo tra la PPS* ed OC-squared. Ciò indica la validità della relazione curvilinea ipotizzata: l'utilizzo di remunerazione *equity-based* è peculiarità di quelle imprese che fanno ampio uso/non fanno uso di *control enhancig devices*. I modelli (6) – (10) testano infine se la relazione appena descritta dipende dalla qualità della *corporate governance* dell'impresa. I

modelli che includono la variabile *Strong Board* (ndr. 6, 7, 10), non aggiungendo significatività all'analisi, riproducono sostanzialmente i risultati dei modelli base (ndr. 1 e 5). In questo senso, anche alla luce dei risultati dei modelli che includono la variabile *Split*, può essere rilevante l'incapacità della variabile impiegata nell'identificare la qualità della *corporate governance* dell'impresa. Ciò può essere dovuto all'inefficacia del *monitoring* basato sul "sistema degli amministratori indipendenti" nell'ambiente di *testing* scelto, così come all'imperfetta identificazione degli stessi da parte delle imprese (per evidenze in questo senso si veda, tra gli altri, Santella, Paone, e Drago, 2006, 2007)⁸². I modelli (8) e (9) confermano invece che l'assegnazione di strumenti finanziari è caratteristica o delle imprese che non separano proprietà e controllo ma diversificano le figure del CEO e del presidente del consiglio d'amministrazione, oppure di quelle imprese che, oltre a fronteggiare un elevato rischio espropriativo, hanno un *Chairman-CEO* (o, detto altrimenti, una cattiva *corporate governance*).

Nel complesso, i risultati delle regressioni confermano la *PPS manipulation hypothesis*. Dal modello (9) si nota che la somma dei coefficienti di OC-squared ed OC*Split è maggiore del coefficiente di OC. Pertanto, consistentemente con la *PPS manipulation hypothesis*, la relazione tra la PPS* ed OC si configura in media come positiva e significativa. Tuttavia, anche le imprese caratterizzate da un elevato livello di separazione tra proprietà e controllo e da una figura predominante all'interno del *board*, fanno ricorso alla remunerazione *equity-based* ed in particolare all'utilizzo di *stock options*. Da quanto emerso dall'analisi dei contratti d'opzione assegnati (cfr. Tabella IV.15), pare che tale pratica possa essere rivolta all'estrazione di un maggiore compenso dall'impresa. L'analisi dei livelli della retribuzione percepita, di seguito prodotta, chiarisce tale aspetto.

⁸² Per approfondimenti si veda paragrafo 2.3.2. I modelli 5,6,10 sono stati testati considerando anche specificazioni più restrittive della variabile *Strong Board* (i.e. considerando *cutoffs* superiori al 60%). I risultati, non riportati, non cambiano.

4.4.6. Reputation assurance hypothesis

In base alla *reputation assurance hypothesis* gli amministratori, scontando la potenziale perdita in termini di reputazione derivante dall'incapacità, più o meno volontaria, di contrastare l'estrazione di risorse dall'impresa da parte dell'azionista controllante, influenzano il processo di formazione del proprio pacchetto remunerativo in modo da ottenere dall'impresa una retribuzione certa più elevata. La verifica di tale ipotesi implica lo studio della relazione esistente tra la variabile OC ed il livello del compenso percepito⁸³. La Tabella IV.17 riporta i risultati ottenuti. Analogamente a quanto fatto in precedenza, oltre alle variabili di controllo pertinenti (*Size*, *Executives*, *CEO*, *Tenure Year dummies*⁸⁴), ho considerato le *dummies Strong Board* e *Split* in modo da distinguere le pratiche retributive utilizzate dalle imprese caratterizzate da un sistema di governo societario *strong/weak*.

⁸³ Per la definizione delle variabili dipendenti impiegate si veda paragrafo 4.1.6.

⁸⁴ *Executives* è una variabile *dummy* che assume valore 1 se l'amministratore è esecutivo, 0 altrimenti; *CEO* è la variabile *dummy* CEO*** (cfr. Paragrafo 4.3.3.); *Tenure* indica il numero di anni da cui un soggetto serve nella medesima impresa.

Tabella IV.17 - Analisi multivariata della relazione Compensation:OC (.000€ del 2006)

Dependent variable	Direct	Direct	Direct	Direct	Direct	Equity	Equity	Total	Total	Total
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
Intercept	71.7718* (1.83)	56.0816 (1.37)	56.7555 (1.38)	54.6710 (1.33)	57.8300 (1.41)	-51.4884** (-2.40)	-54.0837** (-2.51)	4.5932 (0.10)	0.5872 (0.01)	-8.8199 (-0.18)
OC		-367.7174 (-1.27)	-374.7068 (-1.29)	-1219.5540 (-0.88)	-356.7439 (-1.23)	-181.2253 (-1.19)	-1748.5950** (-2.40)	-548.9431 (-1.64)	-2968.1490*** (-1.85)	-3724.1100** (-2.11)
OC*Strong Board			727.5609 (0.30)							
OC*Split				1408.7760 (0.63)			1620.681** (2.20)		2501.4910 (1.54)	2156.6290 (1.30)
OC*Strong Board *Split					18908.49 (0.80)					
OC - squared										-4074.5890 (-1.03)
Executives	657.1894*** (5.38)	654.0445*** (5.36)	653.3667*** (5.35)	651.1369*** (5.33)	651.5382*** (5.33)	392.6538*** (6.15)	387.3039*** (6.06)	1046.6980*** (7.45)	1038.4400*** (7.39)	1038.0910*** (7.38)
CEO	1089.2950*** (6.91)	1091.996*** (6.93)	1093.1330*** (6.93)	1094.0070*** (6.94)	1093.7500*** (6.94)	382.4808*** (4.64)	386.1802*** (4.68)	1474.478*** (8.13)	1480.1880*** (8.16)	1479.0830*** (8.16)
Tenure	22.5792*** (4.38)	22.4981*** (4.36)	22.4586*** (4.35)	22.5976*** (4.38)	22.7750*** (4.41)	7.7283*** (2.87)	7.9113*** (2.93)	30.2264*** (5.10)	30.5089*** (5.14)	31.0016*** (5.21)
Size	0.0001* (1.83)	0.0001* (1.75)	0.0001* (1.74)	0.0001* (1.80)	0.0001* (1.75)	0.0001* (3.80)	0.0001*** (3.96)	0.0001*** (3.25)	0.0001*** (3.36)	0.0001*** (3.20)
F-statistic	80.81***	64.97***	54.15***	54.20***	54.25***	50.61***	43.20***	104.06***	87.14***	74.85***
Adjusted R2	0.0708	0.0709	0.0707	0.0721	0.0722	0.0559	0.0567	0.1095	0.1098	0.1098
N	4192	4192	4192	4192	4192	4192	4192	4192	4192	4192

Dove: ***, **, * = significativo al 1%, 5%, 10%; T-Stat tra parentesi
Nota: il coefficiente della variabile *Size* è dell'ordine di 10⁻⁶

Consistentemente con la letteratura esistente e con i risultati precedentemente ottenuti, tutti i modelli stimati mostrano che il compenso percepito da un amministratore è funzione positiva delle deleghe operative assunte (*Executives*, *CEO*), dell'anzianità di servizio (*Tenure*), e della dimensione d'impresa (*Size*) (fra gli altri: *Core, Holthausen e Larcker, 1999*⁸⁵). La retribuzione monetaria mediamente corrisposta ad un amministratore non esecutivo è di circa 55 mila euro. Il compenso aumenta di circa 650 mila euro per gli *executives*, e d'ulteriori 400 mila euro nel caso si tratti del CEO. Infine la *direct compensation* aumenta di circa 22 mila euro per ogni anno di servizio maturato presso l'impresa, e d'ulteriori 1000 euro per un incremento di 100 mila euro della capitalizzazione di mercato dell'impresa (ndr. Tali dati sono in linea con quanto osservato in

⁸⁵ Core, Holthausen e Larcker, 1999, Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance, *Journal of Financial Economics*, V. 51, pp: 371 – 406.

mediana per il campione d'analisi, cfr. Tabella IV.9). I modelli (2) – (5), studiano la relazione esistente tra il compenso monetario e la variabile OC: il segno del coefficiente di OC è in linea con quanto atteso in base alla *reputation assurance hypothesis*, tuttavia tale relazione appare poco significativa (risulta significativa per $\alpha = 15\%$). I modelli (6) e (7) investigano la medesima relazione rispetto all'*equity-based compensation*: controllando per la qualità della *corporate governance* dell'impresa, approssimata dalla variabile *dummy Split*, tale relazione diviene significativa⁸⁶. Confermando la *PPS manipulation hypothesis* e l'apparato d'ipotesi proposto nel paragrafo precedente, la ricchezza in strumenti finanziari distribuita ai *directors*, partendo da un livello medio pari a circa 400 mila euro per un amministratore esecutivo neo-assunto, per fissato il livello dei *control rights* detenuti dall'*ultimate shareholder*, aumenta di circa 174 mila euro in seguito ad una diminuzione del 10% degli *ownership rights*; tale incremento si riduce a soli 15 mila euro se l'impresa in questione è caratterizzata da una buona *corporate governance*⁸⁷. Considerando che il numero dei soggetti percettori di *equity-based compensation* per le imprese caratterizzate da un OC minore di 0.9 è circa il 30% (ndr.30.16%) del totale, si comprende come i piani d'incentivazione adottati dalle imprese di quest'ultimo tipo siano particolarmente "carichi di liquidità". Tale ipotesi risulta ulteriormente confermata anche alla luce delle evidenze mostrate dai modelli (8) – (10) i quali studiano le determinanti del compenso a qualunque titolo percepito. La significatività della relazione diretta compenso-OC per le imprese che separano la figura del CEO da quella del presidente del consiglio d'amministrazione scompare; tuttavia risulta maggiore la correlazione negativa tra il compenso totale percepito ed OC, per le imprese che prevedono un *CEO-Chairman*. Quest'ultima rilevanza, unita alle evidenze trovate in contesto univariato, ed al fatto che, rispetto ai modelli (1) – (7), una maggiore quota della variabilità della *left hand-side variable* è

⁸⁶ I medesimi modelli stimati considerando la variabile *Strong Board* producono risultati non significativi. Pare pertanto confermata l'inefficacia di tale *dummy* ad approssimare la qualità del governo societario.

⁸⁷ Si ricordi che *ceteris paribus*, il valore degli strumenti finanziari assegnati è tanto minore quanto la loro assegnazione è effettuata a condizioni di mercato.

imputabile alle variabili esplicative impiegate (cfr. Adjusted R^2 si attesta attorno al 10%), porta a rivalutare la validità della *reputation assurance hypothesis*. Detto altrimenti: il (maggiore) compenso monetario percepito dagli amministratori che servono in imprese ad alto potenziale espropriativo non si discosta in maniera statisticamente significativa dai livelli mediamente corrisposti (i.e. non è apprezzabile osservando solamente la (variabile) *direct compensation*). Tuttavia, dopo avere controllato per la qualità del governo societario, allorquando i “picchi” della variabile *direct compensation* sono aumentati di quelli della variabile *equity-based compensation*, acquistano significatività. Il maggiore compenso complessivo percepito dagli amministratori che servono in imprese caratterizzate da bassi livelli di OC risulta infatti causato solo per una parte dall’assegnazione di strumenti finanziari⁸⁸. Pertanto, in quelle imprese caratterizzate da *weak corporate governance* in cui è massima la capacità degli amministratori di influenzare il proprio *pay-package* (cfr. *Garvey e Milbourn, 2006; Harford e Li, 2007*), la perdita di reputazione viene bilanciata da questi ultimi principalmente con l’estrazione di ricchezza in strumenti finanziari, ed in parte con un maggiore compenso monetario.

4.4.7. Test di robustezza

In questa sezione sono discusse alcune possibili spiegazioni alternative per le evidenze ottenute. Per brevità espositiva non sono riportati i risultati del *testing* in quanto non significativi per ognuna delle ipotesi alternative formulate.

4.4.7.1. INDIVIDUAL RANDOM EFFECTS

La teoria del compenso sottolinea come nell’applicabilità di una *remuneration policy* un ruolo fondamentale sia esercitato dall’avversione al rischio dei destinatari della stessa⁸⁹. Con riferimento all’analisi proposta, un minore utilizzo della retribuzione *equity-based* da parte delle imprese ad alto potenziale espropriativo

⁸⁸ Se il maggiore compenso complessivo percepito dagli amministratori che servono in imprese caratterizzate da bassi livelli di OC fosse interamente causato dall’assegnazione di strumenti finanziari, il coefficiente di OC dei modelli (7) e (9) sarebbe essere il medesimo.

⁸⁹ Cfr. Paragrafo 3.3.2.3.

potrebbe derivare non già dalla considerazione da parte dei *directors* del possibile costo sopportato, bensì da una casuale e *individual-specific* avversione al rischio. Per testare tale possibilità ho ripetuto le stime dei modelli (1) – (10) della Tabella IV.16 con l'aggiunta di *individual random effects*: i risultati non sono mutati da quelli in precedenza ottenuti.

4.4.7.2. FIRM RANDOM EFFECTS

La limitata assegnazione di retribuzione a base azionaria nelle imprese caratterizzate da un basso livello di OC potrebbe anche derivare da un'esplicita politica aziendale. Una tale preferenza potrebbe ad esempio derivare dall'aleatorietà dei costi previdenziali e fiscali connessi all'utilizzo di *stock options* posti a carico dell'impresa⁹⁰. Oppure, potrebbero essere gli azionisti (i.e. l'azionista di maggioranza⁹¹) che, scontando la possibilità di transazioni espropriative, e non volendo inimicarsi il consiglio, optano per corrispondere una retribuzione poco sensibile alle *performances* aziendali. Per testare tale possibilità ho ripetuto le stime dei modelli dei modelli (1) – (10) della Tabella IV.16 considerando i *firm random effects*: i risultati non sono mutati da quelli precedentemente ottenuti.

4.4.7.3. FIRME SECTOR FIXED EFFECTS

Le politiche remunerative adottate potrebbero essere legate, oltre che alle determinanti considerate nell'analisi, a caratteristiche *firm-specific* o *sector-specific*, particolarmente accentuate in quelle imprese caratterizzate da un'alta separazione fra proprietà e controllo. In definitiva ciò potrebbe avere contribuito a rendere significativa per tutto il campione la relazione PPS*-OC. Sebbene sia poco probabile che tale eventualità abbia influenzato i risultati ottenuti dal momento la variabile *size* funziona da catalizzatore per gran parte della variabilità specifica dell'impresa, e quindi anche di parte di quella del settore d'appartenenza, ho stimato i modelli

⁹⁰ Cfr. Paragrafo 1.3.3.

⁹¹ Si ricordi che l'assemblea degli azionisti deve approvare i piani d'assegnazione di strumenti finanziari della società destinati a dipendenti ed amministratori (cfr. Paragrafo 1.3).

precedenti considerando dei *firm e sector fixed effects*. Ancora una volta le stime ottenute hanno confermato i risultati precedenti.

4.5. CONCLUSIONI

La presente analisi empirica investiga i sistemi di compenso degli amministratori delle imprese che fronteggiano un alto rischio espropriativo. Sebbene le *compensation policies* siano state ampiamente indagate rispetto al contesto anglosassone, dominato dalla proprietà *widely held* secondo il principio *one share one vote*, solo limitate evidenze sono state fornite per l'Europa Continentale diversamente caratterizzata da proprietà concentrata e dall'utilizzo dei meccanismi di separazione fra proprietà e controllo. Più specificatamente, ho voluto verificare se il *pay-package* corrisposto ai *directors* incorpora qualitativamente e quantitativamente la probabilità che l'impresa venga espropriata dall'azionista di maggioranza. Giacché ogni espropriazione si traduce in una perdita secca per l'impresa, che conduce ad una corrispondente caduta dei prezzi azionari, quanto più gli interessi degli amministratori sono allineati con quelli degli azionisti, tanto maggiore è il costo espropriativo da questi ultimi sopportato. A tale costo si deve poi aggiungere l'eventuale perdita di reputazione subita da tutti i membri del *board*. Stanti tali ipotesi è ragionevole presumere che in imprese ad alto rischio espropriativo, data la documentata capacità degli amministratori di influenzare il proprio *pay-package*, l'intensità degli incentivi in esso impliciti, così come il livello della ricchezza distribuita, siano funzione rispettivamente inversa e diretta della propensione all'espropriazione dell'azionista di maggioranza. In questo senso le imprese italiane rappresentano un ambiente di *testing* ideale. L'elevata concentrazione della struttura proprietaria, facilitata da una notevole separazione fra proprietà e controllo, lo scarso livello di protezione delle *minorities* e la limitata efficienza del mercato del lavoro per gli amministratori, sono tutti fattori che concorrono nel generare incentivi alla manipolazione del processo di formazione dei pacchetti di compenso nelle direzioni ipotizzate.

I risultati dell'analisi proposta evidenziano che le imprese caratterizzate da separazione fra proprietà e controllo tendono a corrispondere compensi meno sensibili alle *performances* aziendali.

Tuttavia, in un ristretto numero di casi, caratterizzati da una *corporate governance* particolarmente poco efficace, si assiste all'assegnazione di *stock options* emesse a condizioni assai favorevoli. Seguendo quanto documentato dalla letteratura (Bebchuk e Fried, 2004) tale pratica pare associata all'estrazione di risorse dall'impresa in modo nascosto agli investitori. Coerentemente con precedenti ricerche, il compenso percepito da un amministratore è funzione positiva delle deleghe operative assunte, dell'anzianità di servizio, e della dimensione d'impresa. In aggiunta la retribuzione complessiva cresce direttamente con la distanza tra i *cash flow rights* ed i *control rights* detenuti dall'*ultimate shareholder*, e cioè con il rischio espropriativo fronteggiato dall'azionista marginale. Tale maggiore compenso risulta finanziato per lo più attraverso l'assegnazione di remunerazione *equity-based* e solo in parte da una più elevata retribuzione monetaria. Anche in questo senso la determinante è la qualità della *corporate governance* dell'impresa. Le imprese dotate di un efficace ed efficiente governo societario riescono a controllare il processo di formazione delle *remuneration policies* impedendone manipolazioni opportunistiche. Le imprese caratterizzate da *weak corporate governance* risultano invece non solo incapaci di attuare politiche retributive volte alla massimizzazione del valore d'impresa, ma anche esposte all'estrazione di risorse da parte dei propri amministratori.

La valenza della ricerca proposta risulta quanto mai evidente alla luce delle implicazioni pratiche e delle riflessioni teoriche che discendono dalle evidenze ottenute. Con riferimento all'aspetto accademico, tale progetto rappresenta, innanzi tutto, l'anello di congiunzione tra due importanti filoni di ricerca della finanza empirica quali quelli dei fenomeni espropriativi e del compenso degli amministratori. L'identificazione del *pay-package* "caratteristico" di quelle imprese maggiormente esposte a rischio espropriativo porta, da un lato ad una nuova prova della capacità degli amministratori di influenzare il processo di formazione dei contratti di compenso e, dall'altro, ad una nuova *proxy* che identifica le imprese che *ex-ante* sono più esposte ad espropriazione. Infine, tale progetto pone certamente la questione di come il mercato reagisce, ed eventualmente se la sconti, all'informativa relativa ai

cambiamenti nelle remunerazioni corrisposte ai componenti del consiglio d'amministrazione. Ponendo attenzione alle implicazioni pratiche del presente lavoro, queste sono essenzialmente due. In primo luogo si gettano dei dubbi sull'efficacia dell'operato del comitato per la remunerazione. In questo senso una riforma della sua composizione ed operatività appare per lo meno auspicabile. In secondo luogo nascono perplessità anche sul processo di (s)elezione degli amministratori. La presenza di un azionista di maggioranza, unita ad un mercato del lavoro degli amministratori poco efficiente, pare generi *adverse selection* per i cui i migliori *directors* non sono assunti (poiché non accondiscendenti con il loro azionista di maggioranza), mentre quelli meno capaci sono assunti ed anche maggiormente remunerati.

BIBLIOGRAFIA

- Alpern e McGowan, 2001, *Guide to Change of Control: Protecting Companies and Their Executives*, Executive Compensation Advisory Services.
- Aboody e Kasznik, 2000, CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures, *Journal of Accounting and Economics*, V. 29, pp: 73-100.
- Baker, Jensen e Murphy, 1988, Compensation and Incentives: Practice vs. Theory, *Journal of Finance*, V. 43, No. 3: pp. 593-616.
- Bajo e Petracci, 2005, Do What Insiders Do: Abnormal Performances After the Release of Insiders' Relevant Transactions, SSRN Working Paper.
- Bajo, Bigelli, Hillier e Petracci, 2008, The Determinants and Value Impact of Regulatory Compliance: An Analysis of Insider Trading Disclosures, SSRN Working Paper.
- Barontini e Caprio, 2002, The Board of Directors, The Directors Turnover and the Firm's Performance: The Italian Perspective on a Comparable View, *Quaderni di Finanza Consob n. 51*.
- Barontini e Caprio, 2006, The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe, *European Financial Management*, V. 12, pp: 689-723.
- Barontini e Bozzi, 2008, Executive compensation and ownership structure: Empirical evidence for Italian listed companies, Unpublished Working paper.
- Bartov, Givoly e Hayn, 2002, The Rewards to Meeting or Beating Earnings Expectations, *Journal of Accounting & Economics*, V. 33, No. 2: pp. 173-204.
- Baumol, 1959, *Business Behavior, Value and Growth*, Macmillan, Ney York.
- Bebchuk, Kraakman e Triantis, 1999, Stock Pyramids, Cross-ownership, and Dual Class Equity: the Creation and Agency Costs Separating Control from Cash Flow Rights, NBER Working Paper n. 6951.
- Bebchuk e Fried, 2003, Executive compensation as an agency problem, *Journal of Economic Perspectives*, 17, 71-92.
- Bebchuk e Fried, 2004, *Pay Without Performance: the Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, Cambridge.
- Bebchuk, Fried e Walker, 2002, Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation, *University of Chicago Law Review*, V. 69, pp: 751-846.
- Becker, 2006, Wealth and Executive Compensation, *The Journal of Finance*, V. 61, No.1.

- Belcredi, 2005, Amministratori Indipendenti, Amministratori di Minoranza, e Dintorni, *Rivista delle Società*, V.1, pp: 853-878.
- Belcredi e Rigamonti, Ownership and Board Structure in Italy (1978 – 2003), Unpublished Working Paper.
- Bennett, 1990, Remaking the Corporation from Within, *Harvard Business Review*.
- Berle e Means, 1932, The Modern Corporation and Private Property, Macmillan, New York
- Bertrand e Mullainathan, 2001, Are Executives Paid for Luck? The Ones without Principals Are, *Quarterly Journal of Economics*, V. 116, pp: 901-932.
- Bianchi, 2006, *Gli Amministratori di Società di Capitali*, Cedam, Padova.
- Bigelli e Mengoli, 2004, Sub-Optimal Acquisition Decisions under a Majority Shareholder System, *Journal of Management and Governance*, V. 8, pp: 373-405.
- Bigelli, Mehrotra e Rau, 2006, Expropriation through unification? Wealth effects of dual class share unifications in Italy, SSRN Working Paper.
- Bonelli, 2004, *Gli Amministratori di S.p.A.*, Giuffrè Editore, Milano.
- Bozzi, 2006, *Stock Options, Aspetti Economici, fiscali e contabili*, Università Bocconi Editore.
- Burkart, Gromb e Panunzi, 1998, Why higher takeover premia protect minority shareholder, *Journal of Political Economy*, 106, 172-204.
- Carosi, 2008, Previdenza e Fiscalità delle Stock Options in Italia: una Fonte di Rischio e di Incertezza, *Analisi Finanziaria*, V. 70, pp:83-102.
- Carver, *Improving Board Control and Effectiveness: The Problems of Non-Profit Governance, Part I, II, III*, in: *The Non-Profit Administrator's Master Guide*, 1982.
- Caselli, 1995, *Vicende del Rapporto di Amministrazione*, in: *Trattato delle Società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Torino.
- Cheung, Rau e Stouraitis, 2006, Tunnelling, propping and expropriation: evidence from connected party transactions in Hong Kong, *Journal of Financial Economics*, 82, 343-386.
- Claessens, Djankov e Lang, 2000, The separation of ownership and control in East Asian corporations, *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- Claessens, Djankov, Fan e Lang, 2002, Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings, *Journal of Finance*, V. 57, pp: 2741-2771.
- Core, Hotlhausen e Larcker, 1999, Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance, *Journal of Financial Economics*, V. 51, pp: 371 – 406.
- Core e Guay, 2000, Performance Consequences of Mandatory Increases in Executive Stock Ownership, *Journal of Financial Economics*.

- Core, Guay e Larcker, 2002, Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey, SSRN Working Paper.
- Core, Guay e Verrecchia, 2003, Price vs. Non-Price Performance Measures in Optimal CEO Compensation Contracts, *The Accounting Review*.
- Dahya, Dimitrov e McConnell, 2008, Dominant Shareholders, Corporate Boards and Corporate Value: A Cross-Country Analyses, *Journal of Financial Economics*, V. 87, No. 1, pp: 73 – 100.
- Davies, 2000, The Board of Directors: Composition, Structure Duties, and Powers, OECD Working Paper
- Doidge, Karolyi e Stulz, 2004a, Why do countries matter so much for corporate governance?, ECGI Working paper n. 50/2004.
- Doidge, Karolyi e Stulz, 2004b, Why are foreign firms listed in the U.S. worth more?, *Journal of Financial Economics*, 71, 205-238.
- Durnev e Kim, 2005, To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation, *Journal of Finance*, V. 60, pp: 1461-1493.
- Faccio e Lang, 2002, The Ultimate Ownership of Western European Corporations, *Journal of Financial Economics*, V. 65, pp: 365-395.
- Felsani, 1994, Scadenza Contemporanea e Scadenza Scaglionata del Consiglio di Amministrazione, *Rivista di Diritto Commerciale*.
- Ferrarini, Moloney, e Vespro, 2003, Executive Remuneration in the EU: Comparative Law and Practice, ECGI Law Working Paper n. 09/2003.
- Ferrarini, Moloney, e Vespro, 2004, "Governance Matters": Convergence in Law and Practice across the EU Executive Pay Faultline, *The Journal of Corporate Law Studies*.
- Ferrarini e Moloney, 2005, Executive Remuneration in the EU: The Context for Reform Executive Remuneration in the EU: Comparative Law and Practice, ECGI Law Working Paper n. 32/2005.
- Ferrarini, 2005, Grandi Paghe, Piccoli Risultati: "Rendite" dei Managers e Possibili Rimedi, *Rivista delle Società*, V.1, pp: 879-890.
- Fich e Shivdasani, 2006, Are Busy Boards Effective Monitors?, *The Journal of Finance*, V. 2.
- Franzoni, 2008, *Governance e Trasparenza nei Sistemi di Remunerazione. Una Comparazione Internazionale*, Franco Angeli, Milano.
- Fre, 1972, *Società per Azioni*, in *Commentario del Codice Civile*, Scialoja e Branca (a cura di).
- Fried, 1998, Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading Through Pretrading Disclosure, *Southern California Law Review*, V. 71: pp. 303-392.
- Garvey e Milbourn, 2003, Incentive Compensation when Executives can Hedge the Market: Evidence of Relative Performance Evaluation in the Cross-country, *Journal of Finance*, V. 58, pp: 1557-1582.

- Garvey e Milbourn, 2006, Asymmetric benchmarking in compensation: Executives are rewarded for good luck but not penalized for bad, *Journal of Financial Economics*, 82, 197-226.
- Geranio, I Delistings dal Mercato Azionario: Analisi Empirica delle Cause e delle Conseguenze, Unpublished Working Paper
- Grossman e Hart, 1982, Corporate Financial Structure and Managerial Incentives, in: J.J. McCall, ed., *The Economics of Information and Uncertainty*, Chicago, IL: University of Chicago Press, 1982.
- Hall, 1994, *The Pay to Performance Incentives of Executives Stock Options*, NBER Finance Working Paper n.6674.
- Hall e Murphy, 2000, Optimal Exercise Prices for Risk Averse Executives, *American Economic Review*, May, pp. 209-214.
- Hall e Murphy, 2002, Stock Options for Undiversified Executives, *Journal of Accounting & Economics*, V. 33, No. 1: pp. 3-42.
- Hall e Murphy, 2003, The Trouble with Stock Options, *Journal of Economic Perspectives*, V. 17, No. 3: pp. 49-70.
- Harford e Li 2007, Decoupling CEO Wealth and Firm Performance: The Case of Acquiring CEOs, *Journal of Finance*, V. 62, pp: 917-949.
- Heron e Lie, 2007, Does backdating explain the stock price pattern around executive options grants?, *Journal of Financial Economics*, 34, 231-250.
- Hong e Kubik, 2003, Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earnings Forecasts, *Journal of Finance*, V. 58, No. 1: pp. 313-351.
- Jensen e Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, V. 3, pp: 305-360.
- Jensen, 1986, Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, V. 76, No. 2: pp. 323-329.
- Jensen, 1989a, Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy, *Journal of Applied Corporate Finance*, V. 2, No. 1: pp. 35-44.
- Jensen, 1989c, The Effects of LBOs and Corporate Debt on the Economy, SSRN Working Paper.
- Jensen e Murphy, 1990a, CEO Incentives – It's not how much you pay, but how, SSRN Finance Working Paper.
- Jensen e Murphy, 1990b, Performance Pay and Top-management Incentives, *Journal of Political Economy*, V. 98, pp: 225-262.
- Jensen, 2001a, How Stock Options Reward Managers for Destroying Value and What To Do About It, Harvard Business School Negotiations and Markets (NOM) Working Paper, April 17, 2001.
- Jensen, 2001b, Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, *European Financial Management Review*, V. 7, No. 3: pp. 297-317.
- Jensen e Fuller, 2002, What's a Director to Do?, *Best Practice: Ideas and*

- Insights from the World's Foremost Business Thinkers*, Cambridge, MA, and London: Perseus Publishing and Bloomsbury Publishing.
- Jensen, 2003, Paying People to Lie: The Truth About the Budgeting Process, *European Financial Management*, V. 9, No. 3: 2003, pp. 379-406.
- Jensen e Murphy, 2004, Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What Are the Problems, and How to Fix Them, ECGI – Finance Working Paper n. 44/2004.
- Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, e Shleifer, 2000, Tunneling, *American Economic Review Papers and Proceedings*, V. 90, pp: 22-27.
- Kaplan, 1988, Management Buyouts: Efficiency Gains or Value Transfers, Unpublished Working Paper.
- Kaplan, 1989, The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value, *Journal of Financial Economics*, V. 24, No. 2: pp. 217-254.
- Kaplan, 1990, Sources of Value in Management Buyouts, *Journal of Financial Economics*.
- Kaplan e Norton, 1996, *The Balanced Scorecard*, Harvard Business School Press, Boston.
- Kaplan e Stromberg, 2002, Characteristics, Contracts and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses, SSRN Working Paper.
- Khurana, 2002a, The Curse of the Superstar CEO, *Harvard Business Review*, September, pp. 3-8.
- Khurana, 2002b, *Searching for a Corporate Savior: The Irrational Quest for Charismatic CEOs*, Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Klapper e Love, 2004, Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets, *Journal of Corporate Finance*, V. 10, pp: 703-728.
- Kole, 1997, The Complexity of Compensation Contracts, *Journal of Financial Economics*, V. 43, No. 1: pp. 79-104.
- La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny, 1997, Legal determinants of external finance, *Journal of Finance*, 52, 1131-1150.
- La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny, 1998, Law and finance, *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
- La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer, 1999, Corporate ownership around the world, *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, e Vishny, 2000a, Agency problems and dividend policies around the world, *Journal of Finance*, 55, 1-33.
- La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, e Vishny, 2000b, Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics*, 58, 3-28.
- La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, e Vishny, 2002, Investor Protection and Corporate Valuation, *Journal of Finance*, V. 57, pp: 1147-1170.
- Lambert, Lanen e Larcker, 1989, Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, V. 24,

- No. 4: pp. 409-425.
- Lewellen, 1968, Executive Compensation in the Large Industrial Corporations, National Bureau of Economic Research, New York.
- Lewellen e Huntsman, 1970, Managerial Pay and Corporate Performance, *American Economic Review*, V. 60, No. 4: pp. 710-720.
- Lewellen, Loderer e Martin, 1987, Executive Compensation and Executive Incentive Problems: An Empirical Analysis, *Journal of Accounting & Economics*, V. 9, No. 3: pp. 287-310.
- Lie, 2005, On the timing of CEO stock options awards, *Management Science*, V. 51, pp: 802-812.
- Lowry, e Murphy, 2007, Executive stock options and IPO underpricing, *Journal of Financial Economics*, 85, 39-65.
- Margrabe, 1978, The Value of an Options to Exchange One Asset for Another, *Journal of Finance*.
- McCaherty, e Vermeulen, 2004, The Evolution of Closely Held Business Firms in Europe, in: McCaherty, Raaijmakers, e Vermeulen, The Governance of Close Corporations and Partnerships: US and European Perspective, Oxford University Press, 191-239.
- McTaggart, Kontes e Mankins, 1994, The Value Imperative: Managing for Superior Shareholder Returns, The Free Press, New York.
- Mengoli, Pazzaglia, e Sapienza, 2008, Is It Still Pizza, Spaghetti and Mandolino? On the Evolution of Corporate Ownership in Italy, SSRN Finance Working Paper.
- Meulbroeck, 2000, The Efficiency of Equity-Linked Compensation: Understanding the Full Cost of Awarding Executive Stock Options, p. 62. Boston, MA: Harvard Business School, Working Paper No. 00-056.
- Morck, Shleifer, e Vishny, 1988, Management ownership and market valuation: An empirical analyses, *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Murphy, 1999, Executive Compensation, in Ashenfelter, Card (a cura di), *Handbook of Labor Economics*, North-Holland, Amsterdam, V. 3.
- Murphy, 2002, Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options, *University of Chicago Law Review*, V. 69, No. 3: pp. 847-869.
- Murphy, 2003, Stock-Based Pay in New Economy Firms, *Journal of Accounting & Economics*, V. 34, No. 1-3: pp. 129-147.
- Murphy e Zabojsnik, 2003, Managerial Capital and the Market for CEOs, USC Working Paper.
- Odean, 1997, Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?, *The Journal of Finance*, V. 53, No. 5, pp: 1775-1798.
- Ofek e Yermack, 2000, Taking Stock: Equity-based Compensation and the Evolution of Managerial Ownership, *Journal of Finance*, V. 55, No. 3: pp. 1367-1384

- Rajan e Wulf, 2005, Are Perks Purely Managerial Excess?, *Journal of Financial Economics*, V. 67, pp: 447-471.
- Rappaport, 1999, New thinking on how to link pay to performance, *Harvard Business Review*
- Richter, 1995, *Amministrazione e Amministratori in Società per Azioni*, Libonati (a cura di).
- Roberts, 1956, A General Theory of Executive Compensation Based on Statistically Tested Propositions, *Quarterly Journal of Economics*, No. 70, pp: 270-294.
- Santella, Paone, e Drago, 2006, *How Independent are Independent Directors? The Case of Italy*, Unpublished Working Paper.
- Santella, Paone, e Drago, 2007, *Who Cares About Director Independence?*, Unpublished Working Paper.
- Seyhun, 1992, The Effectiveness of Insider Trading Sanctions, *Journal of Law & Economics*, V. 35, No. 1, pp. 149-182.
- Shleifer e Vishny, 1997, A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, V. 52, pp: 737-789.
- Simon, La Porta, Lopez-de-Silanes, e Shleifer, 2000, Tunneling, *American Economic Review Papers and Proceedings*, 90, 22-27.
- Skinner e Sloan, 2002, Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio, *Review of Accounting Studies*, V. 7, No. 2-3: pp. 289-312.
- Volpin, 2002, Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy, *Journal of Financial Economics*, V. 64, pp: 61-90.
- Weston, Mitchell e Mulherin, 2004, *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*, Upper Saddle River, N.J.: Pearson Prentice Hall.
- Yermack, 1995, Do corporations award CEO stock options effectively?, *Journal of Financial Economics*, 39, 237-269.
- Yermack, 1996, Higher market valuation of companies with small board of directors, *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211.
- Yermack, 1997, Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements, *Journal of Finance*, V. 52, pp: 449-476.
- Yermack, 2005, Golden Handshake: Rewards for CEO who Leave, Unpublished Working Paper.
- Yermack, 2006, Flights of Fancy: Corporate Jets, CEO Perquisites, and Inferior Shareholder Returns, *Journal of Financial Economics*, V. 80, pp: 211-242.

Bibliografia

Yermack e Liu, 2008, Where Are the Shareholders' Mansions? CEOs' Home Purchases, Stock Sales, and Subsequent Company Performance, SSRN Working Paper