



**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.