



AMMINISTRATORI

● di **Paolo Santella** *

(*) (*) Paolo Santella è ricercatore al Servizio Studi della Banca d'Italia a Roma. In precedenza ha lavorato, dall'aprile 2004 all'aprile 2008, come esperto nazionale alla Commissione Europea, Direzione generale Mercato interno, in distacco dalla Banca d'Italia. In tale qualità ha contribuito alla preparazione di progetti di direttive e raccomandazioni in materia di diritto societario e corporate governance. In precedenza, aveva trascorso un anno presso l'OCSE a Parigi come esperto nazionale in corporate governance. Nel suo tempo libero tiene seminari all'Università di Roma LUISS su corporate governance, diritto societario e fallimentare, argomenti sui quali ha pubblicato diversi articoli.

(**) Le posizioni espresse nell'articolo sono attribuibili esclusivamente all'autore e non coinvolgono in nessun modo la Banca d'Italia.

L'AZIONISTA E IL MANAGER DALLO STIPENDIO D'ORO

Perché si discute tanto degli stipendi degli amministratori? Secondo i critici, stock option e altre forme di remunerazione sono un veicolo di espropriazione degli azionisti e indirizzano la gestione aziendale verso obiettivi di breve periodo. Ma, una volta rimossi gli ostacoli legali alla vigilanza degli azionisti, è anche necessaria una loro maggiore partecipazione al voto in assemblea. E in Europa si guarda ancora con sospetto al passaggio da una gestione volta a tutelare gli interessi di tutti gli stakeholder ad una più indirizzata a garantire dividendi agli azionisti

Il dibattito sugli eccessi della remunerazione degli amministratori è ormai arrivato al livello di ministri dell'Economia e delle Finanze in Europa: se n'è occupato nel maggio scorso l'Eurogruppo e probabilmente sarà in agenda in occasione di una delle prossime riunioni dell'Ecofin. Per interpretare le indicazioni che ne deriveranno, occorre tenere presente che le critiche all'uso delle stock options e delle altre forme di remunerazione si fondano su due "pericoli": che esse siano un veicolo di espropriazione degli azionisti, anziché un incentivo per gli amministratori a perseguire gli interessi di questi, oppure che indirizzino la gestione aziendale verso obiettivi di breve periodo.

REMUNERAZIONE E PERFORMANCE AZIENDALE

Forme di remunerazione collegate alla performance aziendale sono state adottate sistematicamente sin dall'inizio degli anni Novanta negli Stati Uniti, dove sembra abbiano facilitato l'allineamento degli incentivi degli amministratori a quelli degli azionisti. La letteratura in materia non esclude, peraltro, che dietro tali compensi si celino fenomeni di espropriazione degli azionisti, e individua come prima con-

tromisura un maggiore coinvolgimento di questi ultimi nella loro adozione. Su entrambi i punti convergono sia i principi di corporate governance dell'OCSE, sia la Commissione europea che nel 2004 ha consigliato standard minimi di trasparenza e di coinvolgimento degli azionisti.

NELLE MANI DEGLI AZIONISTI

Le conclusioni che derivano seguendo questa prima linea interpretativa, riguardano in primo luogo la necessità di rimuovere gli ostacoli legali alla vigilanza degli azionisti. Non a caso i ministri europei hanno sottolineato che le indicazioni della Commissione, al momento, sono state seguite solo in parte dai 27 paesi dell'Unione Europea.

In altre parole, non sempre, anche in Italia, è possibile per gli azionisti avere informazioni complete o esprimere il proprio voto in assemblea su questi temi. Una volta rimossi gli ostacoli legali, è pure necessario che gli azionisti in assemblea ci vadano.

Che la cosa non sia del tutto scontata è dimostrato dalle statistiche sulla presenza al voto in assemblea (tavola 1, seconda colonna): riportano un livello di partecipazione degli azionisti in Euro-



pa notevolmente inferiore rispetto agli Stati Uniti, e spesso con un peso modesto di quelli di minoranza, vale a dire di coloro che pagano maggiormente i costi di piani di remunerazione troppo generosi, come si può vedere dalla bassa percentuale di società a controllo diffuso in molti paesi europei (tavola 1, terza colonna). Come sottolineato dalla Consob, in Italia la presenza media in assemblea degli azionisti detentori di quote inferiori al 2 per cento è stata, nel 2006, pari a soli 2,5 punti percentuali.

PROFITTI DI BREVE PERIODO E STAKEHOLDER SOCIETY

Quanto al secondo "pericolo", che le stock options e la pay for performance in genere indurrebbero gli amministratori a perseguire profitti di breve periodo, per il momento sembra manchino sostegni quantitativi a questa tesi, tanto più che sul concetto stesso di profitto di breve periodo non ci sono ancora definizioni chiare. La sensazione è che, dietro la critica, vi sia la volontà di salvaguardare la stakeholder society. Una parte dell'opinione pubblica, specie in Europa centrale, è probabilmente rimasta colpita dalla rapidità con la quale le società

quotate sono passate da una gestione volta a tutelare gli interessi di tutti gli stakeholder (e quindi anche i dipendenti e i fornitori delle imprese, oltre che gli azionisti e i creditori), ad una gestione maggiormente indirizzata a garantire dividendi agli azionisti. L'azionariato delle società quotate europee è, ormai per una parte importante, composto da investitori istituzionali, sia nazionali che esteri, i quali tendono ad incrementare il valore delle proprie partecipazioni azionarie al fine di distribuire maggiori dividendi ai propri clienti, che poi sono in primo luogo lavoratori e pensionati europei ed extraeuropei.

Non è probabilmente un caso se, proprio in questo periodo, in parallelo alle critiche alle remunerazioni eccessive dei manager, sono in uno stadio avanzato di discussione in Germania due disegni di legge volti a limitare l'attivismo degli investitori istituzionali e l'ingresso in borsa di capitali extra europei.

Fonte: nostre elaborazioni basate su PIRC, Proxy Voting Annual Review 2006, London 2007, www.pirc.co.uk e Bianchi, M., M. Bianco, S. Giacomelli, A. M. Paccas, S. Trento, Proprietà e controllo delle imprese in Italia, Bologna, Il Mulino, 2005.

Tratto da: lavoce.info

Tavola 1. Presenza al voto nel 2006

Paese	Partecipazione degli azionisti in assemblea nel 2006 (valori percentuali)	Percentuale di società a controllo diffuso
Regno Unito (FTSE 350)	0.61	0.83
Paesi Bassi *	0.36	0.38
Italia	0.52	0.18
Francia*	0.57	0.38
Germania (Dax30)	0.49	0.38
Spagna	0.65	0.26
US (S&P 500)	0.87	na

* Il dato comprende Belgio, Francia, Paesi Bassi e Portogallo

1 Vedi Bengt Holmstrom e Steven N. Kaplan, "The State of US Corporate Governance: What's Right and What's Wrong?", 2003, disponibile su: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=441100

2 Commissione europea, Rapporto sull'applicazione da parte degli Stati membri dell'Unione della Raccomandazione della Commissione in materia di remunerazione degli amministratori, disponibile su: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/sec20071022_en.pdf

3 Su questi punti vedi Stefano Capiello, La remunerazione degli amministratori. Incentivi azionari e creazione di valore, Milano, Giuffrè, 2005 e Stefano Capiello e Umberto Morera, Del merito e delle ricompense dei vertici dell'impresa bancaria, Analisi Giuridica dell'Economia - 2/2007, p. 409 ss. Da segnalare, inoltre, che le nuove disposizioni di vigilanza in materia organizzativa e di governo societario delle banche, adottate il 4 marzo dalla Banca d'Italia (http://www.bancaditalia.it/vigilanza/banche/normativa/disposizioni/provv/disposizioni_040308.pdf) hanno introdotto un regime speciale applicabile alla struttura dei compensi variabili degli esponenti bancari, in base al quale si richiede che gli statuti delle banche prevedano il coinvolgimento dell'assemblea nella definizione delle "politiche di remunerazione", con un'adeguata informativa sulle relative modalità di attuazione.

4 Consob, Relazione annuale per il 2006, disponibile su: http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/relazione_annuale/relazione.html?symbblink=/main/consob/pubblicazioni/relazione_annuale/index.html

5 Marcel Kahan M. e Edward B. Rock, "Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control", University of Pennsylvania Law Review, Vol. 155, No. 5, 2007, disponibile su: <http://ssrn.com/abstract=919881>

6 Vedi il più recente rapporto della Federazione delle borse europee: Fese, "Share Ownership Structure in Europe", febbraio 2007, disponibile su: http://www.fese.eu/_lib/files/FESE%20Share%20Ownership%20Structure%20in%20Europe%202006.pdf

7 Vedi il Financial Times, 15 maggio 2008, p. 1: "Kohler attacks markets' monster". I disegni di legge tedeschi sono stati presentati lo scorso 7 maggio a Roma alla Fondazione Di Vittorio: http://www.fondazionedivittorio.it/news_view.php?id=2497