Vigilanza sui principi di corretta amministrazione: etica della remunerazione e corporate governance

> “Gli organi di vigilanza dovrebbero esprimere un parere sulla corretta correlazione tra i risultati aziendali, le retribuzioni degli amministratori e il rischio di impresa”

di Daniele Bernardi, Alberto Nobolo *

Chi determina i compensi

La retribuzione del lavoro degli amministratori è una delle tematiche più complesse nella gestione delle aziende di produzione.
In linea generale la retribuzione è connessa alla funzione svolta in azienda, alle responsabilità gestionali e direzionali assunte, e ai compensi erogati in aziende simili per funzioni omologhe. Sono presenti sovente parametri connessi ai risultati parziali o generali (ad esempio ebit, ebitda, utile ante imposte ecc.) come pure anzianità di ruolo in azienda o in aziende precedenti, che concorrono alla definizione quantitativa della retribuzione.
Il legislatore definisce quali soggetti devono indicare la retribuzione ovvero le sue determinanti; per quanto concerne l’Italia il legislatore ha definito, per tutti i modelli di corporate governance previsti dall’ordinamento italiano (tradizionale, duale, monistico) quali soggetti possono definire la retribuzione.
È lasciato all’assemblea ordinaria dei soci, e quindi, in estrema sintesi, al socio di riferimento, l’indicazione e la determinazione del compenso, con la libertà di definire maggiori precisazioni allo statuto dalla società e quindi in relazione alle specifiche e particolari esigenze dei soci legati dal particolare contratto sociale.
Art. 2364 c.c – L’assemblea ordinaria... determina il compenso degli amministratori e sindaci se non stabilito dallo statuto.
Art. 23689 c.c.
I comma – I compensi spettanti ai membri del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo sono stabili all’atto della nomina o dall’assemblea.
II comma – Essi possono essere costituiti in tutto o in parte da partecipazioni agli utili o dall’attribuzione del diritto di sottoscrivere a prezzo predeterminato azioni di futura emissione.
III comma – La remunerazione di amministratori investiti di particolari cariche in conformità allo statuto è stabilita dal consiglio di amministrazione sentito il parere del collegio sindacale.
Se lo statuto lo prevede, l’assemblea può determinare un importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori, inclusi quelli investiti di particolari cariche.
Art. 2364-*bis* c.c. – Nelle società ove è previsto il consiglio di sorveglianza l’assemblea ordinaria … (1) determina il compenso ad essi spettante se non è stabilito dallo statuto.
Art. 2409-*terdecies* c.c – Il consiglio di sorveglianza:

* Intervento al Convegno Sesto forum S.A.F.: Gli scenari della crisi.

a) nomina e revoca i componenti del consiglio di gestione; ne determina il compenso salvo che la relativa competenza sia attribuita all'assemblea;
Art. 2409-*noviesdecis* c.c – Nel sistema monistico richiama l'art. 2389.

Tipologia dei compensi e teorie sulla loro determinazione

La tipologia dei compensi può essere ripartita, in relazione alle indicazioni dei soci e alle attese degli amministratori, fra fissi e variabili, e tale ripartizione può a sua volta articolarsi diversamente per la durata del mandato.
In particolare le esigenze dei soci sono maggiormente rilevanti (e in parte soddisfatte) nella determinazione dei compensi variabili di determinazione assembleare, mentre sono più soddisfatte le attese degli amministratori nei compensi di determinazione interna.
Infatti, nel primo caso la trasparenza del piano di remunerazione, resta nella sfera di discrezionalità dei soci, gli organi di vigilanza hanno scarsa possibilità di influenzare il processo di determinazione.
Invece, nel secondo caso la minore trasparenza del piano di remunerazione è sottoposta al vaglio assembleare in seconda lettura (informativa), gli organi di vigilanza hanno maggiore possibilità di influenzare il processo.
In questi casi assumono rilevanza e criticità gli obiettivi di medio lungo termine che devono essere chiaramente e oggettivamente individuati e comunicati, onde evitare rischi di distorsione a una semplice ottica di breve o brevissimo termine, ovvero di assunzione di eccessivi rischi gestionali per l'azienda.
Infatti, secondo le teorie di contrattazione ottimale, gli obiettivi che influiscono sui principi di corretta amministrazione sono quelli di parziale derivazione della *Agency cost theory* di allineamento degli interessi tra chi amministra e la proprietà, incoraggiare la creazione del valore (nel MLT), attrarre e fidelizzare persone altamente qualificate, favorire l'identificazione con l'azienda; cioè, in estrema sintesi, tali obiettivi dovrebbero permettere di perseguire le finalità di efficienza ed efficacia nell'ambito del principio di economicità di medio e lungo periodo.
D'altra parte le attese degli amministratori sovente soverchiano i principi di corretta amministrazione e di conseguenza cercano di usufruire di una rendita di posizione, e quindi cercano di attribuirsi un valore in eccesso rispetto alla contrattazione ottimale, svantaggiando così i conferenti di capitale (*Rent extraction theory*).
Nel contesto italiano ed estero delle società quotate si sono rilevati effetti distorsivi, e quindi prodromici a crisi d'impresa, sia in situazioni in cui ha trovato reale applicazione la *optimal contracting theory*, sia a maggior ragione, dove ha trovato una più rilevante applicazione la *Rent extraction theory*.
In tale contesto i principi cui dovrebbe sottostare la determinazione della retribuzione degli amministratori possono essere così evidenziati:

Principi

1. La remunerazione degli amministratori è stabilita in misura sufficiente ad attrarre, trattenere e motivare consiglieri dotati delle qualità professionali richieste per gestire con successo l'emittente.
2. La remunerazione degli amministratori esecutivi è articolata in modo tale da allineare i loro interessi con il perseguimento dell'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo.
3. Il consiglio di amministrazione costituisce al proprio interno un comitato per la remunerazione, composto da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti.

A tali principi può far seguito una evidenziazione di criteri applicativi che implementino articolatamente e in linea con l'orientamento strategico di ogni singola azienda le indicazioni precedenti:

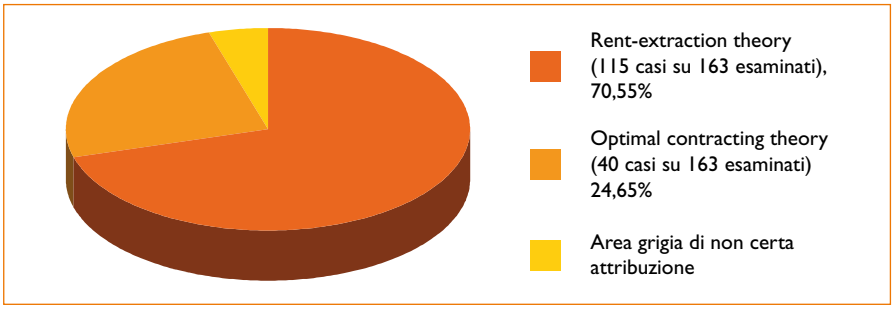
Criteri applicativi

1. Una parte significativa della remunerazione degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche è legata ai risultati economici conseguiti dall'emittente e/o al raggiungimento di obiettivi specifici preventivamente indicati dal consiglio di amministrazione ovvero, nel caso dei dirigenti di cui sopra, dagli amministratori delegati.
2. La remunerazione degli amministratori non esecutivi è commisurata all'impegno richiesto a ciascuno di essi, tenuto conto dell'eventuale partecipazione a 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.
3. Il comitato per la remunerazione:
   (i) presenta al consiglio proposte per la remunerazione degli amministratori delegati e degli altri amministratori che ricoprono particolari cariche, monitorando l'applicazione delle decisioni adottate dal consiglio stesso;
   (ii) valuta periodicamente i criteri adottati per la remunerazione dei dirigenti con responsabilità strategiche, vigila sulla loro applicazione sulla base delle informazioni fornite dagli amministratori delegati e formula al consiglio di amministrazione raccomandazioni generali in materia.
4. Nessun amministratore prende parte alle riunioni del comitato per la remunerazione in cui vengono formulate le proposte al consiglio di amministrazione relative alla propria remunerazione.

Il contesto italiano e internazionale: sintesi dei dati raccolti

Secondo alcune recenti indagini, la retribuzione variabile degli amministratori nelle società italiane i cui titoli sono quotati nei mercati finanziari regolamentati, è basata su strumenti finanziari (specialmente stock option) fondamentalmente determinati in base alla *Rent extraction theory*.
Tale indicazione, seppur basata sostanzialmente su analisi delle assegnazioni di stock option, permette di individuare nelle posizioni di forte soddisfazione delle attese dei manager alcune matrici distorsive degli equilibri economici e finanziari delle società.
Infatti, i meccanismi che regolano la retribuzione e l'incentivazione degli amministratori sono sovente ben lontani dal favorire la competitività delle aziende con il contemporaneo perseguimento della economicità di

Assegnazione di stock option in Italia, imprese quotate non finanziarie



Fonte: A. Melis, S. Carta, S. Gaia, Università di Cagliari, Facoltà di Economia e Roma Tre "Board remuneration in blockholder-dominated firms. Why do italian firms use stock options?" 2008.

lungo periodo e dalla prudente assunzione di rischio di impresa, mentre sono invece improntati a riconoscere bonus e incentivi specie al perseguimento di risultati di breve o brevissimo periodo.

Per quanto concerne le politiche di retribuzione negli Stati Uniti, da una ricerca del Wall Street Journal su un monte compensi e premi dei *Chief Executive Officer* (Ceo) di 200 grandi società statunitensi (con ricavi annui superiori ai 5 miliardi di dollari), emerge che oltre l'85% della retribuzione è determinata in base a perseguimento di parametri variabili, e solamente il 14,58% dei compensi è determinato in misura fissa.
Dei compensi variabili, ben il 64,1% è determinato su piani di stock option variamente collegati a risultati variabili.
Tali compensi hanno accusato un calo nel corso del 2008 dell'8,5% a 2,24 milioni di dollari. Tenendo conto di pacchetti di azioni, stock option e altri incentivi a lungo termine i compensi totali sono scesi del 3,4% a una media di 7,56 milioni. E mentre lo stipendio medio è cresciuto del 4,5%, i bonus hanno subito un calo del 10,9% come conseguenza di un decremento dei profitti del 5,8%.
Si tratta della prima diminuzione negli ultimi sette anni e del secondo da quando il Wsj ha iniziato a monitorare le buste paga dei Ceo, nel 1989. Molto più pesante nel settore più colpito dalla crisi, e che ne è stato anche il fulcro, ovvero banche commerciali e d'investimenti, che un tempo – ricorda il quotidiano finanziario americano – staccavano gli assegni di gran lunga più consistenti.
Così i compensi diretti inclusivi di azioni, stock option e incentivi, sono calati del 14,2% a una media di 7,6 milioni. Ben più consistente il crollo dei compensi cash per i Ceo dell'industria finanziaria: -43% a 976 mila dollari.

Compenso fisso annuale	Compensi variabili (incentivi)	Stock Option (grants)	Restricted stock grants	Totale Compensi	
217.267,1	317.765,4	670.523,9	284.934,7	1.490.491,1	In USD thousand
14,58%	21,32%	44,99%	19,12%	100,00%	Le stock Op sono il 64,11% del totale, i variabili il 85,42%
	85,42% DEL TOTALE COMPENSI				**Variabili**
		64,11% DEL TOTALE COMPENSI			**Stock option**

Fonte: The Wall Street Journal Survey of CEO Compensation (Estratto)
Dati di sintesi (rielaborazione dei relatori importi in USD/000)

Effetti distorsivi

Nello studio recente di A. Melis, S. Carta, S. Gaia, già citato, in cui si analizzano 163 assegnazioni di stock option aventi come beneficiari consiglieri di amministrazione di imprese italiane non finanziarie quotate, ha evidenziato come in Italia l'utilizzo di tali strumenti non possa essere spiegato sulla base di logiche di "contrattazione ottimale", ossia di perseguimento di efficienza ed efficacia.
Risulta che la *Rent extraction theory* sembra, invece, fornire una spiegazione che meglio rappresenta la realtà delle imprese esaminate dallo studio citato, tutte caratterizzate dalla presenza di un azionista di riferimento.
L'effetto distorsivo è marcato: l'uso di stock option quale strumento di incentivazione appare, dallo studio, più funzionale al soddisfacimento degli interessi dell'azionista di riferimento.
Questo perché, nel contesto domestico, il beneficiario dell'assegnazione spesso coincide (direttamente o per il tramite di familiari) con il soggetto economico che controlla l'impresa o comunque ha un'influenza dominante sull'assemblea (in grado di controllare direttamente e tramite la catena di controllo una frazione di capitale almeno pari al 10% dei diritti di voto) con poche ma significative eccezioni (Geox, Benetton Group tra i casi di *Optimal contracting theory*).
Ne deriva il pericolo che l'azionista di riferimento che ricopre incarichi operativi e che è assegnatario dei benefici possa esercitare il proprio potere per attribuirsi extra ricchezza a scapito delle minoranze.

Principi di corretta amministrazione: il ruolo degli organi di vigilanza e della governance

Le assegnazioni di stock option che soddisfano i requisiti della "contrattazione ottimale" si caratterizzano per essere state approvate più di frequente mediante un buon sistema di governance coerente con la presenza dei seguenti fattori:

- presenza di amministratori indipendenti;
- un presidente privo di deleghe esecutive;
- amministratori nominati dalle minoranze e meccanismi che diano alle minoranze la possibilità di nominarli (cosiddetto voto di lista);
- un comitato per la remunerazione "adeguato".

Strisce di pensieri

La presenza di un adeguato numero di amministratori indipendenti e di un presidente non esecutivo può limitare il potere del soggetto economico beneficiario del piano che esprime il controllo dell'impresa.
La presenza di amministratori nominati dalle minoranze permette una maggiore tutela degli interessi degli azionisti.
Il comitato per la remunerazione è considerato "adeguato" quando in linea con il codice di autodisciplina e i cui membri non sono beneficiari dei compensi variabili.
Ma è necessario altresì che:

a) i piani di incentivazione dovrebbero prevedere un periodo medio lungo durante il quale il diritto di opzione non può essere esercitato e devono essere soddisfatte tutte le condizioni necessarie affinché il beneficiario possa, alla scadenza del periodo stesso, esercitare le opzioni (*periodo di vesting*);
b) i piani di incentivazione dovrebbero prevedere un adeguato periodo durante il quale i beneficiari non possono cedere le azioni derivanti dall'esercizio delle stock option (*periodo di lock-up*);
c) i piani di incentivazione dovrebbero limitare la possibilità di concedere significativi benefici ai soggetti che sono anche espressione del soggetto economico che controlla l'impresa o sono a quest'ultimo strettamente collegati;
d) i parametri economici e gli obiettivi da conseguire per accedere al beneficio dovrebbero essere sempre di medio lungo periodo;
e) al contempo, i sistemi retributivi non devono essere in contrasto con le politiche di prudente gestione del rischio e con le sue strategie di lungo periodo;
f) in particolare, le forme di retribuzione incentivante, basate su strumenti finanziari (es. stock option) *o* collegate alle performance aziendali, devono essere parametrate al rischio e strutturate in modo da evitare il prodursi di incentivi in conflitto con l'interesse della società in un'ottica di lungo periodo;
g) l'assemblea ordinaria, oltre a stabilire i compensi spettanti agli organi dalla stessa nominati, approva: (i) le politiche di remunerazione a favore dei consiglieri di amministrazione e di gestione, (ii) i piani basati su strumenti finanziari (es. stock option). Dall'approvazione delle politiche e dei piani deve risultare la coerenza degli stessi rispetto alla prudente gestione del rischio e alle strategie di lungo periodo, anche prevedendo un corretto bilanciamento tra le componenti fisse e quelle variabili della remunerazione e, con riguardo alle seconde, sistemi di ponderazione per il rischio e meccanismi volti ad assicurare il collegamento del compenso con risultati effettivi e duraturi. All'assemblea deve essere assicurata adeguata informativa sull'attuazione delle politiche di remunerazione (in tal senso si è espressa anche la Banca d'Italia recentemente nella indicazione data per l'organizzazione e governo societario delle banche nel bollettino di vigilanza n. 3 del 2008).

E dunque, sotto il profilo quantitativo e dei parametri:

1. *periodo di vesting,* dovrebbe essere superiore ai 36 mesi;
2. *periodo di lock-up*, dovrebbe essere sempre presente e sufficientemente lungo;
3. presenza di un *target* di *perfomance* cui legare il beneficio, che identifichi un corretto rapporto tra saggio di sviluppo, redditività e contenimento del rischio.

Qualche proposta

Da quanto precede emerge che appare opportuno modificare il codice di autodisciplina con la raccomandazione alle imprese per:

1. non emettere piani di incentivazione caratterizzati da un breve periodo di *vesting* e senza meccanismi di *lock-up* inferiori a almeno un periodo di 36 mesi;
2. limitare i piani di incentivazione in favore di beneficiari che sono parte del soggetto economico che controlla l'impresa o a esso strettamente collegato,
3. prevedere che nei comitati per le remunerazioni, composti da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti, sia presente almeno un amministratore espresso dalle minoranze e/o un membro dell'organo di vigilanza;
4. siano introdotti meccanismi (Rating), per la misurazione della qualità della governance;
5. presenza di un target di perfomance cui legare il beneficio, che identifichi un corretto rapporto tra saggio di sviluppo, redditività e contenimento del rischio;
6. sia fornita adeguata informativa all'assemblea sui punti 4) e 5) che precedono;
7. nelle società che non ricorrono al mercato introdurre l'obbligo che anche i compensi agli amministratori investiti di particolari cariche siano predeterminati da una deliberazione assembleare e/o ratificati successivamente.

Conclusioni

La retribuzione degli amministratori, soprattutto nella parte variabile, può comportare rischi di degenerazione, limitabile da una governance che deve essere improntata a principi di economicità di medio-lungo periodo.
L'informativa sulla governance e sull'attività del comitato nomine e del comitato di remunerazione e i criteri di determinazione delle retribuzioni nella parte variabile deve essere corretta e trasparente.
La correlazione fra risultati e retribuzione deve essere collegata a obiettivi di medio-lungo periodo, anche oltre la scadenza del mandato degli amministratori (ad esempio a un periodo di non meno di 3 anni dopo la scadenza del mandato).
I parametri economici dovrebbero essere correlati anche a parametri di espressione del rischio di iniziative specifiche, di investimenti aziendali che permettano comunque il contenimento del rischio complessivo di impressa.
Infine gli organi di vigilanza dovrebbero esprimere un motivato parere sulla corretta correlazione fra parametri espressione di performance aziendali, retribuzioni (nella accezione più ampia possibile, comprensivi di incentivi, bonus ed altro) e assunzioni di rischio di impresa che possa essere considerato prudentemente accettabile.