

RIVISTA DI DIRITTO CIVILE

FONDATA E RETTA DA

WALTER BIGIAVI

(1955-1968)

E DA

ALBERTO TRABUCCHI

(1968-1998)

DIREZIONE

C. MASSIMO BIANCA FRANCESCO D. BUSNELLI

GIORGIO CIAN ANGELO FALZEA GIOVANNI GABRIELLI

ANTONIO GAMBARO NATALINO IRTI GIUSEPPE B. PORTALE

ANDREA PROTO PISANI PIETRO RESCIGNO RODOLFO SACCO

VINCENZO SCALISI PIERO SCHLESINGER

PAOLO SPADA VINCENZO VARANO

REDATTORE CAPO

VITTORIO COLUSSI



CEDAM - CASA EDITRICE DOTT. ANTONIO MILANI

P A D O V A

CARLO AMATUCCI

Prof. ord. dell'Università di Napoli « Federico II »

I RIFLESSI DELLE *STOCK OPTIONS* SULLE CAUSE DETERMINANTI DELLA CRISI FINANZIARIA (*)

SOMMARIO: 1. Gli scandali di inizio secolo e la crisi del 2008/2009. — 2. *Segue: stock options* e crisi finanziaria: possibili correlazioni e dimensione della responsabilità dei gestori. — 3. Le *stock options* nella prospettiva delle Autorità di vigilanza italiane e dell'UE. — 4. Gli obiettivi di breve periodo e la trasparenza del mercato. — 5. L'induzione delle *stock options* all'assunzione di rischi eccessivi. — 6. *Stock options* e manipolazione del mercato. — 7. Una possibile e convincente soluzione. — 8. Innovazione finanziaria, scorretta valutazione dei rischi e ruolo delle *stock options*.

1. — All'indomani degli scandali finanziari americani di inizio secolo, il prof. John C. Coffee Jr., nel corso di un convegno napoletano ⁽¹⁾, sostenne che le frodi e le irregolarità finanziarie riscontrate non trovavano la loro spiegazione in fattori imponderabili — quali l'« avidità contagiosa » di cui parlò Alan Greenspan ⁽²⁾ o l'atteggiamento irrazionale delle masse di risparmiatori — bensì nel logico sviluppo di « tendenze e costumi societari » formati nel tempo ⁽³⁾. Ebbe ad affermare che « l'elemento maggiormente destabilizzante

(*) Lo scritto riproduce, con l'aggiunta delle note, la relazione tenuta al Convegno promosso dall'Università E-Campus, il 26 marzo 2009, su « *La grande crisi. Fattori di responsabilità ed effetti sui mercati finanziari* ».

(1) *I controlli esterni nelle società quotate. Ordinamenti ed esperienze a confronto*, Università di Napoli « Federico II », 23 giugno 2003.

(2) A proposito dell'esuberanza irrazionale dei mercati finanziari negli anni '90, il Governatore della Fed — *Testimony Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate*, 16 luglio 2002 —, interrogandosi sulle ragioni che avevano determinato il malfunzionamento dei poteri e dei controlli del governo societario di molte società quotate, parlò di un « infectious greed seemed to grip much of our business community ».

(3) *Il cedimento degli « intermediari reputazionali » e la riforma del Sarbanes-Oxley Act*, in *I controlli esterni nelle società quotate. Ordinamenti ed esperienze a confronto*, a cura di C. AMATUCCI, Milano 2005, p. 23. Nel contesto di quelle vicende, Coffee esamina i vantaggi e le controindicazioni dell'espansione delle *stock options* che, più di ogni altra tecnica remunerativa, hanno legato le sorti di amministratori e dirigenti all'andamento del mercato finanziario. Coffee riconduce al sistema di governo societario — che, attraverso il diffuso fenomeno delle remunerazioni manageriali, ha reso amministratori e *managers* più responsabili e sensibili verso il mercato finanziario — una delle principali ragioni di quegli scandali. Rileva che proprio « tale sensibilità verso il mercato può rivelarsi un'arma a doppio taglio, soprattutto quando il mercato diviene euforico, comportandosi acriticamente ». Il sistema di governo societario si è rivelato adeguato allorché gli incentivi pensati per indurre i *managers*, gli intermediari reputazionali e gli intermediari finanziari ad agire in modo opportunistico erano modesti. Esso è entrato in crisi « quando questi ultimi hanno

del sistema di governo societario americano è stata l'improvvisa modifica delle tecniche di remunerazione dei dirigenti nel corso degli anni '90. Nella misura in cui tali compensi sono stati correlati al capitale, anziché al reddito, è cresciuto enormemente l'incentivo, per i beneficiari di tali remunerazioni, di manipolare i profitti e di indurre i loro controllori ad acconsentire » ⁽⁴⁾.

Lucide conclusioni di una dottrina particolarmente accreditata che dicono molto sulle cause di una crisi — quella che, appunto, esplose col dissesto di alcune tra le prime società al mondo per capitalizzazione — non soltanto dalle conseguenze infinitamente meno gravi (in sostanza vera e propria bolla speculativa, come molte altre), rispetto alla crisi e alla recessione che stiamo attraversando ⁽⁵⁾, ma dalla natura diversa dei fatti e degli illeciti che furono contestati ed accertati.

Scandali finanziari, quelli di inizio secolo, che non conobbero le notevoli implicazioni derivanti dalla complessità dell'innovazione finanziaria e dai rischi (per molti versi ignoti) ad essa connessi. Che non sollevarono problemi di adeguatezza dei principi (trasparenza *in primis*) e degli strumenti di governo e regolamentazione di fenomeni assolutamente nuovi. A cominciare dal modello di intermediazione finanziaria — noto come *originate to distribute* ⁽⁶⁾ (OTD) — posto alla base dello sviluppo esorbitante di prodotti strutturati estremamente complessi ⁽⁷⁾, spesso opachi, ai quali ha corrisposto una profonda sottovalutazione dei rischi sottostanti da parte dei mercati e dei loro protagonisti.

A quella crisi che fu, più di tutto, una crisi del modello di governo societario americano — rappresentata dal cedimento dei c.d. « intermediari reputazionali » ⁽⁸⁾ — il Congresso reagì con il noto *Sarbanes-Oxley Act* del 2002, la

reagito a più forti incentivi, perseguendo razionalmente i loro interessi egoistici a detrimento di quelli delle società e dei loro azionisti ».

⁽⁴⁾ J.C. COFFEE JR., *op. loc. ult. cit.*

⁽⁵⁾ Tra le prime e più pregevoli ricostruzioni della crisi v. R. A. POSNER, *A failure of capitalism. The crisis of '08 and the descent into depression*, Cambridge 2009.

⁽⁶⁾ S. MIELI, *La crisi finanziaria internazionale e le banche italiane*, in Banca d'Italia http://www.bancaditalia.it/interventi/altri_int, per il quale « L'espansione dell'attività delle banche e degli altri intermediari finanziari poggia sul modello "originate-to-distribute" (OTD), che ha consentito di impacchettare e vendere, spesso attraverso una complessa rete di passaggi, quote crescenti di attività, quali i prestiti, tradizionalmente illiquide ». L'A. rileva che rispetto al tradizionale modello « buy-and-hold, nel quale gli intermediari generano attività che detengono nel proprio portafoglio fino alla scadenza », il modello OTD riduce gli incentivi delle banche a controllare adeguatamente la qualità dei crediti.

⁽⁷⁾ N. LINCIANO, *La crisi dei mutui subprime. Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le Autorità di vigilanza* (Quaderni di Finanza Consob n. 62), Settembre 2008, p. 1; F. SACCOMANNI, *Le problematiche relative agli strumenti finanziari derivati*, Audizione informale del Direttore Generale della Banca d'Italia, Camera dei Deputati, 6 novembre, 2007, M. ONADO, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Bari 2009, p. 59 ss.

⁽⁸⁾ Ossia di coloro che, come revisori, analisti, avvocati, offrono un'attività di verifica o di certificazione nell'interesse degli investitori, mettendo in gioco il patrimonio di reputa-

cui efficacia — in ordine alla risoluzione delle molte criticità affiorate, ivi inclusa la ritenuta insufficiente regolamentazione delle *stock options* ⁽⁹⁾ — fu al centro di dibattiti, evidentemente non inutili, visto quanto accaduto pochi anni dopo ⁽¹⁰⁾.

Bisogna riconoscere che l'intervento normativo in materia fu, tutto sommato, piuttosto blando, posto che la *Sect. 304* stabiliva che l'amministratore delegato (CEO) e l'amministratore finanziario (CFO) fossero tenuti a restituire alla società ogni forma di retribuzione aleatoria, quotativa etc., nel caso in cui la società fosse stata costretta, successivamente, ad effettuare rettifiche contabili « *as a result of misconduct* » ⁽¹¹⁾ e la *Sect. 403* abbreviava gli obblighi di comunicazione dell'acquisto di partecipazioni da parte degli *insiders*, includendovi le *stock options* ⁽¹²⁾. Ciò nondimeno, va preso atto che a tale intervento normativo seguì, comunque, un ridimensionamento degli investimenti rischiosi da parte dei *managers* ⁽¹³⁾. Profilo, questo del rischio, che assumerà una portata centrale nelle pagine che seguono.

2. — Occorre una precisazione preliminare. Negli Stati Uniti d'America — i quali, come è stato osservato, chiudendo un libro ⁽¹⁴⁾ di successo sul tema, rivestono una posizione di « *leadership* in questo settore di studi » ⁽¹⁵⁾ — le tecniche di remunerazione quotativa degli amministratori rientrano, a pie-

ziona guadagnato nel tempo. Le riflessioni J.C. Coffee Jr., sulla categoria degli intermediari reputazionali e sui rilevanti problemi che solleva la sua regolamentazione si riscontrano in numerosi contributi, tra i quali si segnala, in modo particolare, anche per l'ampiezza e l'articolazione dell'indagine, *Gatekeepers. The professions and corporate governance*, New York 2006.

⁽⁹⁾ D.A. COHEN, A. DEY, T.Z. LYS, *The Sarbanes Oxley Act of 2002: implications for compensation contracts and managerial risk-taking*, in SSRN, 2007, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1027448.

⁽¹⁰⁾ Per un'attenta ricostruzione del quale cfr., soprattutto, R. ROMANO, *The Sarbanes-Oxley at a crossroads*, in *Competitività dei mercati finanziari e interessi protetti. Il pendolo del diritto americano e le prospettive del diritto italiano*, a cura di C. AMATUCCI-V. BUONOCORE, Milano 2008, p. 1.

⁽¹¹⁾ Restituzione dei proventi realizzati, recita la *Sect. 304*, attraverso qualsiasi « *bonus or other incentive-based or equity-based compensation* », ricevuti nei dodici mesi dalla diffusione dei documenti contabili.

⁽¹²⁾ D.W. COLLINS-G. GONG-H. LI, *The effect of the Sarbanes-Oxley Act on the timing manipulation of CEO stock options awards*, in SSRN, 2005, <http://ssrn.com/abstract=850564>, M. TONELLO, *Corporate governance e tutela del risparmio*, in *Tratt. Galgano*, XXXV, Padova 2006, p. 340 ss.

⁽¹³⁾ Risultato, tuttavia, non plaudito da D.A. COHEN-A. DEY-T.Z. LYS, *The Sarbanes Oxley Act of 2002: implications for compensation contracts and managerial risk-taking*, cit., p. 28.

⁽¹⁴⁾ L. BEBCHUK-J. FRIED, *Pay without performance. The unfulfilled promise of executive compensation*, Harvard 2004.

⁽¹⁵⁾ G. FERRARINI, *Grandi paghe, piccoli risultati: « rendite » dei managers e possibili rimedi (a proposito di un libro recente)*, in *R. soc.*, 2005, p. 889.

no titolo, tra gli strumenti volti a mitigare i problemi di *agency* ⁽¹⁶⁾ che, come è noto, sono il frutto dell'accentuata separazione fra proprietà e controllo, tipica della grande società azionaria. Attraverso il diretto coinvolgimento dei gestori dell'impresa nel suo andamento, esse puntano ad un allineamento dell'interesse dei primi con quello degli azionisti.

L'utilizzo poco ortodosso di tali tecniche solleva, tuttavia, seri problemi di estrazione di benefici da parte dei *managers* ⁽¹⁷⁾ e degli amministratori esecutivi. È questione che riguarda, infatti, i dirigenti apicali più che i componenti dell'organo amministrativo; che tocca più gli amministratori esecutivi rispetto a quelli indipendenti ⁽¹⁸⁾. Il che pone, per il sistema americano ⁽¹⁹⁾, problemi e soluzioni di stretto governo societario, relative ai rapporti tra tali organi e, all'interno di questi, tra le diverse figure che li compongono ⁽²⁰⁾.

È vero, tuttavia, che il problema dell'incentivazione degli amministratori si pone anche in un sistema come il nostro, caratterizzato da assetti proprietari più concentrati ⁽²¹⁾. Benché, la prevalente adozione del modello tradiziona-

⁽¹⁶⁾ G. FERRARINI-N. MOLONEY, *Executive remuneration in the EU: the context for reform*, in *ECGI Working paper*, n. 32/2005, in SSRN <http://ssrn.com/abstract=715862>, p. 2 ss., per i quali: « executive pay remedies the agency costs generated by the misalignment of management and shareholder interests in the dispersed ownership company ».

⁽¹⁷⁾ S.L. SCHWARCZ, *Conflicts and financial collapse: the problem of secondary-management agency costs*, in *Duke Public Law & Legal Theory Research Paper No. 230*, 2009, prende atto che la letteratura in materia di *corporate governance* (delle *public companies*) si è sempre particolarmente soffermata sul potenziale conflitto di interessi tra la società e i suoi vertici aziendali. Ritiene, tuttavia, che il crescente ricorso all'indebitamento finanziario e la complessità dei mercati finanziari abbiano posto all'attenzione del giurista anche il conflitto di interessi tra la società ed i managers che si collocano ad un livello inferiore della gerarchia aziendale, i c.d. *secondary managers*, in ordine ai quali pure si pongono, naturalmente, problemi legati alla loro remunerazione.

⁽¹⁸⁾ R.S. THOMAS, *Should directors reduce executive pay?*, in *54, Hastings Law Journ.*, 2003, p. 2.

⁽¹⁹⁾ In argomento, M. TONELLO, *Corporate governance e tutela del risparmio*, cit., p. 304 ss.

⁽²⁰⁾ Scrive, infatti, G. FERRARINI, *Grandi paghe, piccoli risultati*, cit., p. 879, che « le distorsioni nelle paghe dei managers sono il frutto del dominio esercitato dagli esecutivi sui Cda. [...] I compensi degli esecutivi non sono il frutto di una negoziazione libera e bilanciata tra dirigenti e società e che il processo di fissazione delle paghe viene influenzato dai managers al punto da generare contratti inefficienti e poco trasparenti ».

⁽²¹⁾ S. CAPIELLO, *La remunerazione degli amministratori. « Incentivi azionari » e creazione di valore*, Milano 2005, p. 23; A. MELIS-S. CARTA-S. GAIA, *Shareholder rights and director remuneration in blockholder-dominated firms. Why do italian firms use stock options?*, in SSRN, 2008, <http://ssrn.com/abstract=1102152>, segnalano come, nel modello italiano di proprietà concentrata, ci sia scarso bisogno di ricorrere a strumenti come le *stock options*, concepiti per allineare gli interessi degli amministratori a quelli della società, posto che a stento essi possono essere considerati « completely separated from dominant blockholders », p. 19. Ne deriva che una spiegazione plausibile e convincente è che il ricorso alle remunerazioni quotate nelle imprese italiane avvenga in chiave di « rent extraction » a favore degli azionisti di comando, p. 20.

le di gestione e controllo presenti il fenomeno in una prospettiva lievemente diversa, richiedendo soluzioni di governo societario ritagliate *ad hoc* ⁽²²⁾.

Ricordo soltanto, non potendo occuparmene in questa sede, che i rimedi tradizionalmente predisposti dai legislatori per scongiurare gli eccessi ⁽²³⁾ e le distorsioni di queste tecniche di remunerazione si concentrano — come conferma la recente e, per molti aspetti, lacunosa disciplina italiana di cui all'art. 2389 c.c. ⁽²⁴⁾ — sulla competenza ⁽²⁵⁾ e sulla trasparenza ⁽²⁶⁾ del procedi-

⁽²²⁾ Osserva S. CAPIELLO, *op. ult. cit.*, p. 71-72: « Le *stock options*, pur potendo essere, in via di principio, uno strumento capace di ridurre i costi di delega tra azionisti e manager, sono nella realtà statunitense un mezzo attraverso cui gli amministratori esecutivi si appropriano di risorse della società in modo surrettizio: facendo leva sull'influenza che esercitano sul CdA, gli amministratori esecutivi ottengono *stock options* regolate da condizioni contrattuali tali da consentire guadagni sproporzionati rispetto a quelli che risulterebbero da un corretto processo di contrattazione tra società e manager [...] tali da premiare anche scelte gestionali non corrette in un'ottica di creazione di valore nel lungo periodo per la società ».

⁽²³⁾ Cfr. D.U. SANTOSUOSSO, *Il principio di ragionevolezza nella disciplina della remunerazione degli amministratori*, in *Il nuovo diritto delle società* — Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. ABBADESSA-G.B. PORTALE, vol. 2, Torino 2006, p. 374 ss., che in relazione ai casi in cui v'è una evidente sproporzione tra i guadagni maturati dai beneficiari di tali strumenti e la loro « scarsa performance », prende in esame il principio della *rule of reason*, in base al quale « il compenso deve essere adeguato ma anche ragionevole, ossia non eccessivo rispetto alle performance », p. 377.

⁽²⁴⁾ Giuste le osservazioni critiche di S. CAPIELLO-U. MORERA, *Del merito e delle ricompense dei vertici dell'impresa bancaria*, in *AGE*, 2007, p. 412, a proposito della più diffusa ipotesi di Spa non quotata, il cui statuto non attribuisca all'assemblea (o l'assemblea non si avvalga del potere) la facoltà « di determinare un importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori, inclusi quelli investiti di particolari cariche » (così recita il comma 3° dell'art. 2389 c.c.). In tal caso, gli A. rilevano l'assenza di ogni « voce in capitolo dell'assemblea » e la esclusiva concentrazione del potere in capo allo stesso organo — fermo restando il parere del collegio sindacale —, con le inevitabili ricadute sul piano dei rischi di conflitto di interessi e di « autoreferenzialità ». Positiva è invece la valutazione che gli stessi A. danno della disciplina codicistica della remunerazione nel modello dualistico, l'attribuzione di ogni decisione in materia al Consiglio di sorveglianza consentendo « un'adeguata composizione tra le istanze di tutela degli azionisti e l'esigenza di assumere decisioni tecnicamente complesse », p. 413.

⁽²⁵⁾ Cfr. M. FRANZONI, in *Comm. Scialoja-Branca*, sub art. 2389, Bologna 2008, p. 355 e, diffusamente, A.L. BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, Milano 2005, p. 371 ss., anche per un'accurata disamina del comma 3° dell'art. 2389 che contempla la remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche, p. 97 ss.; G.D. MOSCO, in *Comm. Niccolini-Stagno d'Alcontres*, sub art. 2389, Napoli 2004, p. 634 ss.; N. POLLIO, *La remunerazione degli amministratori di società quotate: aspetti societari e profili di trasparenza informativa nel nuovo art. 114-bis t.u.f.*, in *G. comm.*, 2009, I, p. 130, che analizza, altresì, il rapporto tra l'art. 2389 c.c. e l'art. 114 bis, comma 1°, T.U.F.

⁽²⁶⁾ Per R. RORDORF, « *Stock options* » ed informazione al mercato, in *Le società*, 2001, p. 147, diversi sono gli interessi da tutelare in relazione all'emissione dei piani di remunerazione aventi ad oggetto *stock options*, a cominciare dagli stessi beneficiari, quindi gli azionisti e il mercato. Quest'ultimo, in particolare, è ritenuto meritevole di informazioni in occasione di operazioni di pubblica sottoscrizione quando occorre comprendere l'eventuale

mento ⁽²⁷⁾ per la loro determinazione. Ciò, soprattutto, al fine di prevenire l'insorgenza di conflitti di interessi, particolarmente incombenti e latenti in materia. Rimedi che, tuttavia, anche quando predisposti (come nella maggior parte degli ordinamenti europei) non mostrano una particolare efficacia ⁽²⁸⁾.

Qualche spunto originale, sicuramente denso di prospettive, lo si riscontra invece in alcune recenti interpretazioni della giurisprudenza americana ⁽²⁹⁾ che ha introdotto un timido scrutinio della *Business Judgment Rule*, allorché applicata proprio alla materia della remunerazione dei dirigenti.

Non è però di tali accorgimenti — volti, in fondo, a mitigare le pretese dei dirigenti e a ristabilire l'allineamento degli interessi di questi ultimi con quelli delle società da loro amministrate, nonché a placare i sentimenti di indignazione che tali compensi suscitano nei momenti di crisi — che mi occuperò. Né tantomeno del conseguente problema dell'indipendenza di giudizio di coloro che partecipano (comitati per le remunerazione ⁽³⁰⁾ etc.) al procedimento di determinazione della remunerazione o dell'opacità che spesso contraddistingue le tecnicità di questi compensi. La loro considerazione, proprio perché implicherebbe di affrontare problemi di *corporate governance* in senso stretto, mi porterebbe lontano, esulando, peraltro, dal tema dell'odierno incontro dedicato alla « grande crisi ».

Proverò invece a fare un'indagine sull'accaduto, circoscrivendo le osservazioni alle *stock options*, cioè alla tecnica di remunerazione più invalsa nella prassi societaria, oramai anche italiana ⁽³¹⁾. Categoria oggi veementemente sotto accusa non solo per ragioni che toccano l'etica dell'impresa, ma per l'adombrata ipotesi — la cui fondatezza racchiude la questione centrale di queste brevi note — di un loro ruolo nella complessa miscela di concause che hanno provocato la crisi finanziaria.

L'efficacia delle *stock options* — quella che dovrebbe valere a non ren-

presenza di interessi in grado di influenzare « i comportamenti degli amministratori delle società offerenti o di quelle che hanno emesso le azioni oggetto di offerta », p. 149. N. POLLIO, *op. ult. cit.*, p. 136.

⁽²⁷⁾ In argomento cfr. A.L. BONAFINI, *op. ult. cit.*, p. 97 ss., per un esame delle modalità di attuazione dei piani di remunerazione, realizzabili attraverso l'aumento del capitale a servizio o attraverso l'acquisto di azioni proprie, (p. 437 ss.).

⁽²⁸⁾ N. POLLIO, *op. ult. cit.*, p. 144.

⁽²⁹⁾ Quella molto specialistica dello Stato del Delaware nella nota vicenda: *In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, 906 A.2d 27, 67 (Del. 2006), *In Re Citigroup Inc. Derivative Litig.*, Civ. A. (Del. 2009).

⁽³⁰⁾ In argomento, N. POLLIO, *op. ult. cit.*, p. 131, con ampi riferimenti al Codice di Autodisciplina delle società quotate.

⁽³¹⁾ Cfr. i dati attentamente esaminati da A. ZANARDO, *I piani di stock options dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano*, in *G. comm.*, 2006, I, p. 761, dai quali emerge « una forte diffusione dello strumento delle *stock options* tra le società quotate » e, nel contempo, una loro strutturazione volta a ridurre il pericolo di un uso distorto ed inefficiente.

derle uno « strumento mal concepito di incentivazione dei *managers* »⁽³²⁾ — si gioca, in modo particolare, intorno all'adeguatezza ed affidabilità dei parametri e dei criteri di *performance*⁽³³⁾ dell'impresa, ai quali andrebbe ancora la remunerazione degli amministratori. Trattasi di indicatori di redditività che possono misurare « l'andamento di borsa del titolo [...] il fatturato, i profitti o i dividendi »⁽³⁴⁾.

Il punto è che l'esperienza di questi ultimi anni attesta — con varia intensità nei diversi mercati — una frequente e marcata divaricazione tra remunerazione ed andamento dell'impresa. Denuncia la diffusione di piani « *poorly structured* »⁽³⁵⁾, che, per dirla con dottrina specialistica, sono stati « *perverse incentives for reckless conduct* »⁽³⁶⁾, così da contraddire l'autentica logica dell'incentivazione azionaria. Fenomeno deprecabile che giustifica il biasimo per i recenti dissesti societari, molto spesso associati alla percezione di lucrosi compensi⁽³⁷⁾.

Tenterò, allora, di valutare l'esistenza di eventuali correlazioni tra il ricorso a tali tecniche e i fattori scatenanti della crisi finanziaria in corso.

⁽³²⁾ R.A. POSNER, *Are American CEOs overpaid, and, if so, what if anything should be done about it?*, in 58, *Duke Law Journ.*, 2009, p. 1044.

⁽³³⁾ Per una loro considerazione, cfr., M. TONELLO, *Corporate governance e tutela del risparmio*, cit., p. 320, A. ZANARDO, *op. ult. cit.*, p. 745. Cfr. N. POLLIO, *La remunerazione degli amministratori di società quotate: aspetti societari e profili di trasparenza informativa nel nuovo art. 114-bis t.u.f.*, cit., p. 140, sulle informazioni richieste dalla Consob in tema di « descrizione delle modalità e delle clausole di attuazione del piano », alle quali, rileva l'A., pongono attenzione particolare gli investitori istituzionali internazionali.

⁽³⁴⁾ M. TONELLO, *Corporate governance e tutela del risparmio*, cit., p. 320.

⁽³⁵⁾ A. GREENSPAN, *Testimony Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate*, cit.

⁽³⁶⁾ S. BHAGAT-R. ROMANO, *Reforming executive compensation: focusing and committing to the long-term*, in SSRN, 2009, http://papers.ssrn.com/abstract_id=1336978, p. 1. Allo stesso modo si pronunciavano i vertici della vigilanza bancaria americana, all'indomani degli scandali del 2001/2002, quando, pur rilevando la desiderabilità dei compensi quotativi per i managers, osservavano che la loro diffusione aveva innescato un incentivo perverso a tenere artificialmente elevata la redditività dell'impresa e, quindi, altrettanto elevati i corsi azionari. Così A. GREENSPAN, *op. ult. cit.*, per il quale la inefficiente struttura di tali opzioni aveva impedito loro di allineare, correttamente, gli interessi di lungo periodo degli azionisti e dei soci, « paradigma essenziale per un efficiente *corporate governance* ».

⁽³⁷⁾ G. SAPELLI, *La crisi economica mondiale*, Torino 2008, p. 21 ss., per una schietta e cruda rappresentazione del fenomeno all'interno delle grandi società quotate, in cui si evidenzia la forte propensione dei beneficiari delle *stock options* all'assunzione di rischi elevati e all'elevato indebitamento. Aspetti che risulteranno cruciali nell'indagine in corso. Cfr. anche M. ONADO, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, cit., p. 119 cc., sulle origini della dinamica dei compensi nel settore finanziario, rappresentate, sostanzialmente, dall'assunzione di « posizioni speculative su qualsiasi strumento finanziario », attraverso il ricorso « a modelli matematici sempre più sofisticati » (p. 120). Attività che hanno consentito ricavi di gran lunga superiori rispetto a quelli derivanti dalle attività tradizionali della banche.

Alla luce di analisi empiriche — condotte su campioni di società rappresentativi dal punto di vista qualitativo e temporale — che hanno messo in luce le più diffuse controindicazioni delle *stock options*, nonché talune vere e proprie condotte illecite, mi occuperò della loro incidenza su quelle che vengono, oramai, accreditate tra le principali cause determinanti della crisi finanziaria. Proverò a rintracciare un collegamento, anche tenue — nel senso di un'efficacia causante condivisa con altri sicuramente più rilevanti e scatenanti fattori — tra gli effetti che tali tecniche remunerative hanno esercitato sulle condotte manageriali e le gravi perdite che hanno colpito istituzioni bancarie e finanziarie di primissimo rango ⁽³⁸⁾, provocandone in taluni casi l'insolvenza, in altri pesanti ed imbarazzanti svalutazioni patrimoniali ⁽³⁹⁾.

Questione che, indipendentemente dai risultati cui approderà, presenta, a mio avviso, elementi di indubbio interesse — ma che non potrò affrontare in questa sede — anche per una riflessione sul più generale tema della responsabilità dei gestori delle società quotate (certamente sede privilegiata, sebbene non più esclusiva, di assegnazione delle *stock options*) e sui rimedi giuridici per garantirne l'effettività. D'altra parte, nel corso di un convincente approfondimento ⁽⁴⁰⁾ di quest'ultimo tema si è proprio rilevata la sua specificità. Nel senso che le condotte degli amministratori delle società quotate, a prescindere dagli effettivi risultati sulla gestione — dipendenti direttamente dalla qualità (in termini di efficienza o meno) di dette condotte — sono in grado di incidere sul valore delle azioni attraverso la semplice diffusione di informazioni. Cioè anche per il tramite di comportamenti che hanno un significato informativo.

Si delinea, dunque, per dirla diversamente, un'altra dimensione della responsabilità degli amministratori delle società quotate, diversa da quella cui siamo tradizionalmente abituati per gli amministratori *tout court*, che può toccare la sfera dei singoli investitori, influenzando la loro decisione di entrare nel mercato (è lo scenario delle IPO, del prospetto informativo etc.), senza generare necessariamente alcun danno alla società.

Ebbene, con riferimento a questa diversa dimensione della responsabilità dei gestori, alla luce delle analisi che saranno riportate, emergerà che le *stock options* hanno giocato un ruolo essenziale nel determinare talune condotte informative scorrette. Viceversa, il distinto effetto che emergerà — cioè quello delle *stock options* quale causa dell'assunzione di rischi eccessivi — lascia la

⁽³⁸⁾ E. BARUCCI-F. PIEROBON, *Investment banking: non la causa ma il cuore della crisi*, in *Oltre lo shock. Quale stabilità per i mercati finanziari*, a cura di E. BARUCCI-M. MESSORI, Milano 2009, p. 77.

⁽³⁹⁾ E. BARUCCI-D. MAGNO, *Il propagarsi della crisi: svalutazioni, rischio liquidità, ricapitalizzazioni*, in *Oltre lo shock. Quale stabilità per i mercati finanziari*, cit., p. 145.

⁽⁴⁰⁾ C. ANGELICI, *Responsabilità dei gestori nelle società quotate nei mercati regolamentati*, relazione al Convegno « Governo dell'impresa e responsabilità dei gestori », Roma 15 maggio 2009.

condotta (a questo punto negligente) degli amministratori nella dimensione tradizionale della loro responsabilità, dalla quale possono discendere immediati effetti negativi per la società.

3. — Sembra utile un rapido cenno preliminare alla valutazione che delle più diffuse tecniche di remunerazione hanno le autorità di vigilanza italiane, nonché la Commissione UE attraverso la Raccomandazione del 30 aprile 2009.

La Consob ⁽⁴¹⁾, pur giudicandole « importanti per l'allineamento degli interessi degli amministratori e degli azionisti e, pertanto, utili per la riduzione dei relativi conflitti », rileva che esse, « sia pure in modo non univoco, da un lato, sono considerate potenziali mezzi con cui i *top manager* assumono compensi non appropriati e, dall'altro, possono costituire incentivo per gli stessi manager ad effettuare politiche gestionali non favorevoli alla generalità degli azionisti ovvero, addirittura, abusi di tipo contabile e di mercato » ⁽⁴²⁾. Ciò al fine di influenzare il valore delle azioni stesse e, conseguentemente, la remunerazione ad esso legata, come meglio dirò.

L'Autorità di vigilanza italiana prende, dunque, atto sia della prospettiva che gli amministratori, attraverso la fissazione di una retribuzione sproporzionata o irragionevole, estrarrebbero benefici dalla società — anche in collusione con gli azionisti di controllo ⁽⁴³⁾ — sia della prospettiva (che più interessa ai fini delle presenti note) delle *stock options* quali fonte di condotte non conformi all'interesse sociale o, addirittura, illecite.

Parimenti condivisa dalla Consob è, tuttavia, la considerazione — in linea con la concezione consolidata che si registra in letteratura ⁽⁴⁴⁾ — che un'adeguata e corretta struttura della remunerazione, opportunamente collegata ad indici affidabili sull'andamento delle società, possa costituire un efficace strumento per l'allineamento degli interessi degli amministratori (al compenso più adeguato) a quello degli azionisti ⁽⁴⁵⁾ (la nomina dei migliori *managers* e, in ultima analisi, la creazione di valore in un orizzonte di medio-

⁽⁴¹⁾ Cfr. *Documento di consultazione sulla disciplina attuativa dell'art. 114-bis del t.u.f.*, 23 febbraio 2007, disponibile sul sito *internet* della Commissione, p. 6.

⁽⁴²⁾ Cfr. CONSOB, *op. loc. ult. cit.*

⁽⁴³⁾ E quindi in potenziale pregiudizio per le minoranze azionarie. Per un'aggiornata sintesi delle principali criticità rilevate sul punto dalla dottrina cfr. N. POLLIO, *op. ult. cit.*, p. 129; A. ZANARDO, *I piani di stock options dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano*, cit., p. 743.

⁽⁴⁴⁾ *Ex multis*, S. BHAGAT-R. ROMANO, *Reforming executive compensation: focusing and committing to the long-term*, cit., p. 5; R.S. THOMAS, *Should directors reduce executive pay?*, cit., p. 22. M. TONELLO, *Corporate governance e tutela del risparmio*, cit., p. 316, parla di « tesi suffragata da riscontri empirici ».

⁽⁴⁵⁾ Cfr. CONSOB, *Documento di consultazione sulla disciplina attuativa dell'art. 114-bis del t.u.f.*, cit., p. 6.

lungo periodo) ⁽⁴⁶⁾ e, per tale via, contribuire ad accrescere la produttività dell'impresa.

Anche le disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia del 4.3.2008 ⁽⁴⁷⁾, in materia di organizzazione e governo societario delle banche, hanno stabilito che « [...] i sistemi retributivi non devono essere in contrasto con le politiche di prudente gestione del rischio della banca e con le sue strategie di lungo periodo. In particolare, le forme di retribuzione incentivante, basate su strumenti finanziari (es. *stock option*) o collegate alla *performance* aziendale, devono essere parametrare al rischio assunto dalla banca e strutturate in modo da evitare il prodursi di incentivi in conflitto con l'interesse della società in un'ottica di lungo periodo ».

Valutazioni interessanti per la loro convergenza sulla necessità che tali forme di remunerazione favoriscano l'assunzione, da parte dei loro beneficiari, di obiettivi economici di lungo periodo delle società — che si ritiene possano impedire proprio le loro conseguenze deteriori — ed altresì per la presa d'atto delle degenerazioni cui esse hanno dato luogo. Indicando la prospettiva del « dover essere » le Autorità aiutano a comprendere bene la portata dello strumento e i pericoli di un suo uso distorto.

Le stesse *Revised Regulations*, emanate nel 2006 ⁽⁴⁸⁾ dall'americana SEC, astenendosi da ogni interferenza nel merito delle tecniche e della misura delle remunerazioni — in un ordinamento che, peraltro, non attribuisce in materia alcuno scrutinio assembleare ⁽⁴⁹⁾ —, hanno ancora puntato, fondamentalmente, sulla trasparenza ⁽⁵⁰⁾ dei contenuti e del pro-

⁽⁴⁶⁾ Valutazioni non dissimili sono quelle contenute nel Principio 7.P.2 del Codice di Autodisciplina delle società quotate del 2006 — ai sensi del quale « 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 » — nonché dal n. VI.D.4 dei Principi di governo societario dell'OCSE 2004, che, tra i compiti fondamentali del consiglio di amministrazione, individua quello di « allineare le remunerazioni dei principali dirigenti e del consiglio di amministrazione con gli interessi di lungo periodo della società e dei suoi azionisti ».

⁽⁴⁷⁾ Pur prendendo atto del dato che: « Adeguati meccanismi di remunerazione e di incentivazione degli amministratori e del management della banca possono favorire la competitività e il governo delle imprese bancarie. La remunerazione, in particolare di coloro che rivestono ruoli chiave all'interno dell'organizzazione aziendale, tende ad attrarre e mantenere nell'azienda soggetti aventi professionalità e capacità adeguate alle esigenze dell'impresa ».

⁽⁴⁸⁾ *Executive Compensation and Related Party Disclosure*, 71 Fed. Reg., 6542 (Feb. 8, 2006). Per una loro valutazione, cfr. D.I. WALKER, *The challenge of improving the long-term focus of executive pay*, in SSRN, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1396663>, p. 15-16-...

⁽⁴⁹⁾ N. POLLIO, *La remunerazione degli amministratori di società quotate: aspetti societari e profili di trasparenza informativa nel nuovo art. 114-bis t.u.f.*, cit., p. 141, considera alcune recenti proposte di legge che vorrebbero dar voce agli azionisti, anche attraverso un voto non vincolante. Rileva la presenza di tale potere nella Sect. 439 del *Companies Act*, modificato dal legislatore inglese nel 2006 (p. 142).

⁽⁵⁰⁾ Per un esame delle più recenti scelte regolamentari della SEC e del ruolo della tra-

cedimento di loro attribuzione. In linea, d'altra parte, con l'opzione di vertice che assegna alla trasparenza una funzione decisiva nella politica delle remunerazioni manageriali, riscontrabile già a partire dalla legislazione federale degli anni '30 e, in buona sostanza, ribadita dai più recenti interventi normativi.

Sul versante europeo, interessante appare il quadro di principi che la Commissione ha inteso riformulare in una recente Raccomandazione ⁽⁵¹⁾, alla luce degli accadimenti emersi con il manifestarsi della crisi finanziaria ⁽⁵²⁾. Tra questi, significativa è la premessa — se non altro per la diversa prospettiva rispetto alle raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE — sulla complessità e sull'eccessiva proiezione di certi meccanismi retributivi verso obiettivi di breve termine « che in alcuni casi hanno dato luogo a remunerazioni eccessive, non giustificate dai risultati » ⁽⁵³⁾.

Consequenziale ed opportuna — perché fondata su un'auspicabile aderenza di tali tecniche remunerative all'effettivo andamento dell'impresa — l'esortazione della Raccomandazione a che le componenti variabili delle remunerazioni siano legate « a criteri predeterminati e misurabili in materia di risultati, tra cui criteri di natura non finanziaria » ⁽⁵⁴⁾, e che, dunque, la struttura della remunerazione debba essere fondata sui risultati conseguiti dalla società ⁽⁵⁵⁾. Pertanto, ad integrazione della Raccomandazione 2004/913/CE, si precisa non solo che l'esercizio delle opzioni sulle azioni non possa aver luogo « prima che siano trascorsi almeno tre anni dalla data di concessione » ⁽⁵⁶⁾, ma altresì che la stessa concessione del diritto di esercitare le opzioni sulle azioni debba essere subordinata ai suddetti criteri predeterminati e misurabili sul piano dei risultati conseguiti dalla società ⁽⁵⁷⁾.

sparenza, anche alla luce di alcuni interessanti pronunziamenti della giurisprudenza in materia di poteri e responsabilità del *board* nel determinare il compenso degli amministratori esecutivi americani, cfr. J.S. MARTIN, *The house of mouse and beyond: assessing the Sec's efforts to regulate executive compensation*, in 32, *Del. Journ. of Corp. Law*, 2006, p. 481, S.M. DONAHUE, *Executive compensation: the new executive compensation disclosure rules do not result in complete disclosure*, in http://works.bepress.com/sean_donahue/1, 2007. Entrambi gli A. esprimono una notevole dose di scetticismo sull'adeguatezza di una rafforzata trasparenza nel far fronte agli effetti deteriori cui possono dar luogo i piani di incentivazione degli amministratori.

⁽⁵¹⁾ Pubblicata sulla *G.U.U.E.* 15 maggio 2009.

⁽⁵²⁾ Il riferimento alla crisi è contenuto nel secondo considerando.

⁽⁵³⁾ Secondo considerando.

⁽⁵⁴⁾ Sesto considerando. In materia di struttura della politica di remunerazione, la nuova raccomandazione introduce il principio della proporzionalità della remunerazione all'interno della società, in particolare comparando la remunerazione degli amministratori a quella degli altri amministratori con incarichi esecutivi e a quella dei quadri superiori della società.

⁽⁵⁵⁾ Prassi, in verità, già riscontrabile presso alcuni emittenti, anche italiani.

⁽⁵⁶⁾ Sez. II - punto 4.1.

⁽⁵⁷⁾ Sez. II - punto 4.2.

4. — Nonostante la letteratura economica ⁽⁵⁸⁾ assegni alle politiche aziendali e finanziarie di lungo periodo la funzione più idonea a realizzare l'auspicato allineamento dell'interesse degli amministratori con quello della società ⁽⁵⁹⁾, sorprende constatare che, oramai, questa stessa letteratura prenda atto di come le *stock options* abbiano finito per indurre gli amministratori e i *managers* alla massimizzazione « del valore delle azioni nel breve periodo, anziché nel lungo » ⁽⁶⁰⁾.

Anche nei nostri studi la prospettiva che le *stock options* inducano gli amministratori a politiche aziendali di breve periodo — il c.d. *short termism* — è stata relativamente ridimensionata. A condizione però, si osserva, che il mercato sia in grado di verificare la discrasia « tra le prospettive della società sul breve periodo e quelle sul lungo periodo » ⁽⁶¹⁾. I rischi dello *short termism* sarebbero scongiurati *ex ante* se il mercato, attraverso la disciplina sull'abuso di informazioni privilegiate e sugli obblighi di informazione, funzionasse in modo corretto, impedendo ai *managers* di « sfruttare il loro vantaggio informativo (rispetto ai dati *price sensitive*) esercitando le opzioni di cui dispongono e vendendo le relative azioni » ⁽⁶²⁾.

Il punto è che anche negli ordinamenti, come quello americano, che vantano la più antica e collaudata tradizione di prevenzione e repressione di questi tipici abusi di mercato, assistiamo — come sta dimostrando la crisi in atto

⁽⁵⁸⁾ G.P. BAKER *et al.*, *Compensation and incentives: practice vs. theory*, in 43 *J. Fin.*, 1988, p. 593; J.E. GAREN, *Executive compensation and principal-agent theory*, in 102 *J. Pol. Econ.*, 1994, p. 1175; M.C. JENSEN-K.J. MURPHY, *Performance pay and top-management incentives*, in 98 *J. Pol. Econ.*, 1990, p. 225.

⁽⁵⁹⁾ R.S. THOMAS, *Should directors reduce executive pay?*, cit., p. 11, nota 20, osserva come la letteratura economica, nell'analisi dei temi legati alle retribuzioni manageriali, si sia ampiamente dedicata anche ai problemi della definizione e dell'attuazione delle forme di contrattazione più adeguate.

⁽⁶⁰⁾ J.C. COFFEE JR., *Il cedimento degli « intermediari reputazionali » e la riforma del Sarbanes-Oxley Act*, cit., p. 53: « Se i titolari di diritti gonfiano il prezzo delle azioni — attraverso lo strumento dei ricavi anticipati o di altre tecniche *ad hoc* — essi possono rapidamente esercitare i propri diritti e rivendere le azioni, facendo gravare sugli azionisti il peso della diminuzione del valore dei titoli, qualora il valore sovrastimato non possa essere mantenuto in futuro ». Nello stesso senso R.S. THOMAS, *op. ult. cit.*, p. 23. Per D.I. WALKER, *The challenge of improving the long-term focus of executive pay*, cit., p. 4, gli obiettivi di breve periodo del *management* possono essere perseguiti sia attraverso vere e proprie pratiche illecite — come la manipolazione dei profitti — sia attraverso pratiche lecite, ma altamente esposte a rischio, come per le banche l'adozione di criteri poco rigidi nella valutazione del merito creditizio o l'acquisizione di rilevanti posizioni in derivati.

⁽⁶¹⁾ Condizione che, sulla base dei postulati della teoria dei mercati efficienti, si ritiene che non ricorra quando il mercato « non dispone delle informazioni capaci di incidere sul prezzo di cui i *manager* sono in possesso o, peggio ancora, se le informazioni che sono rese pubbliche sono state oggetto di una dolosa alterazione da parte del *management* », così S. CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori. « Incentivi azionari » e creazione di valore*, cit., p. 54.

⁽⁶²⁾ S. CAPPIELLO, *op. ult. cit.*, p. 55.

— ad un'oggettiva difficoltà di *enforcement*. Direi, ancor meglio, di « intercettazione » degli abusi di mercato e, quindi, di effettività dell'apparato normativo di prevenzione e contrasto. Pertanto, i mercati finanziari — anche quelli appartenenti all'ordinamento che, per primo, impose la *mandatory disclosure* all'indomani della grande crisi del '29 ⁽⁶³⁾ — restano inefficienti e squilibrati dal punto di vista informativo. E ancor più dovrebbero esserlo negli ordinamenti come il nostro che, solo da alcuni anni, sperimentano una funzione deterrente, per quanto blanda, delle norme sanzionatorie degli abusi di mercato ⁽⁶⁴⁾, mostrando un grave deficit di effettività della disciplina ⁽⁶⁵⁾. Con evidenti ripercussioni sulla capacità dei *managers* di utilizzare questa posizione di superiorità informativa, anche ai fini del più conveniente esercizio delle loro opzioni.

5. — Piena consapevolezza c'è — anche nella letteratura specialistica italiana ⁽⁶⁶⁾ — attorno ai riflessi delle *stock options* sull'assunzione dei rischi eccessivi da parte dei loro beneficiari. Un'induzione che, come è stato osservato ⁽⁶⁷⁾ proprio alla luce della crisi finanziaria in atto, non ha caratterizzato solo i vertici, bensì anche i livelli inferiori della gerarchia aziendale.

In verità, l'origine delle *stock options*, come si è bene evidenziato ⁽⁶⁸⁾, le

⁽⁶³⁾ *Ex multis*, R. ROMANO, *The Sarbanes-Oxley at a crossroads*, cit., p. 2, osserva come, da allora, la storia della regolamentazione dei mercati finanziari americani ruoti attorno al principio di trasparenza, diversamente valorizzato nei vari momenti di riforma del diritto positivo realizzati dal Congresso e dalla SEC; A.R. PALMITER, *Securities regulation*, 3^a ed., New York 2005, p. 20 ss. Per una disamina degli obblighi di trasparenza alla luce dell'interpretazione della SEC, cfr. J.C. COFFEE JR.-J. SELIGMAN-H.A. SALE, *Securities regulation. Cases and materials*, 10^a ed., New York 2007, p. 136 ss.

⁽⁶⁴⁾ In materia, cfr. F. ANNUNZIATA, *Abusi di mercato e tutela del risparmio*, Torino 2006.

⁽⁶⁵⁾ Una documentata ed approfondita indagine che delinea un quadro tutt'altro che positivo del grado di effettività del diritto societario italiano in generale è quella di P. STELLA, *L'enforcement nei mercati finanziari*, Milano 2008.

⁽⁶⁶⁾ *Ex multis*, S. CAPPIELLO-U. MORERA, *Del merito e delle ricompense dei vertici dell'impresa bancaria*, cit., p. 410, osservano come le varie tecniche retributive — quindi non soltanto le *stock options*, ma anche i *bonus* monetari ed i c.d. paracaduti d'oro assegnati in sede di scioglimento del rapporto — « se non adeguatamente calibrate » e sottoposte a « meccanismi di supervisione endosocietaria », possono pregiudicare l'efficienza della gestione, inducendo il *management* a « privilegiare l'assunzione di rischi eccessivi e la redditività di breve periodo dell'azienda a scapito degli obiettivi di lungo periodo ».

⁽⁶⁷⁾ S.L. SCHWARCZ, *Conflicts and financial collapse: the problem of secondary-management agency costs*, cit., p. 5, per il quale i c.d. *secondary managers* sono compensati in ragione degli obiettivi assegnati, indipendentemente dalle conseguenze di lungo periodo delle loro decisioni.

⁽⁶⁸⁾ R.S. THOMAS, *Should directors reduce executive pay?*, cit., p. 22: « *Stock options were originally promoted as a means of inducing risk averse managers to act more like shareholders* ». Il fenomeno è bene illustrato anche da R.A. POSNER, *Are American CEOs overpaid, and, if so, what if anything should be done about it?*, cit., p. 1034, per il quale un

vorrebbe collegate al problema di una scarsa propensione al rischio dei *managers* i quali, avrebbero poco da guadagnare se la società produce utili e molto da perdere se il suo andamento è negativo. Quest'ultima prospettiva potrebbe, difatti, risolversi in un ridimensionamento dei loro compensi o, nei casi peggiori, nella perdita della carica o della posizione lavorativa. Di qui l'idea di indurli ad una maggiore intraprendenza operativa, quindi all'assunzione di rischi più elevati, attraverso l'assegnazione di opzioni sulle azioni, al fine di consentire il godimento delle plusvalenze realizzate per effetto della crescita dei valori di quotazione ⁽⁶⁹⁾.

Verrebbe da dire che se questo è l'*humus* socio-economico — oggetto, evidentemente, di studi appartenenti al campo della *behavioral economics* — nel quale è germogliato il fenomeno delle *stock options*, non ci si dovrebbe meravigliare del fatto che, allorquando l'eccessiva assunzione di rischi non ha più premiato i beneficiari delle prime, il passo per mantenere surrettiziamente (o illecitamente) elevati i corsi azionari sia stato per loro molto breve.

Studi specialistici ⁽⁷⁰⁾, di prevalente matrice economico-aziendalistica, comprovano l'esistenza di una forte correlazione tra il ricorso alle *stock options*, da un lato, e la volatilità dei corsi azionari e l'assunzione di rischi, dall'altro. In particolare, i beneficiari delle opzioni sarebbero indotti a massimizzare i profitti di breve periodo a scapito di quelli di medio-lungo periodo, adottando strategie e decisioni d'impresa eccessivamente rischiose, idonee ad incrementare la volatilità dei titoli e a mantenere elevato il loro valore entro un arco temporale molto limitato ⁽⁷¹⁾. L'incapacità dei mercati, come si accennava, di incorporare completamente ed istantaneamente tali scelte rende possibile l'acquisizione dei vantaggi legati all'immediata crescita della quotazione per le opzioni esercitabili ⁽⁷²⁾.

CEO « is likely to be risk averse because his human capital, financial capital, and reputation capital are all likely to be highly positively correlated with the performance of the firm ». Nella nostra letteratura, cfr. A. ZANARDO, *I piani di stock options dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano*, cit., p. 742.

⁽⁶⁹⁾ R.S. THOMAS, *op. ult. cit.*, p. 23, « Stock options give managers incentives to undertake more risky, high return projects because the expected value of stock options rises with the volatility of the underlying stock's price ».

⁽⁷⁰⁾ S. RAJGOPAL-T. SHEVLIN, *Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking*, in SSRN, 2001, <http://ssrn.com/abstract=172689>; M. HANLON-S. RAJGOPAL-T. SHEVLIN, *Large sample evidence on the relation between stock option compensation and risk taking*, in SSRN, 2004, <http://ssrn.com/abstract=427260>.

⁽⁷¹⁾ G. FERRARINI-N. MOLONEY, *Executive remuneration in the EU: the context for reform*, cit., p. 7.

⁽⁷²⁾ L'effetto è bene esplicitato quando si osserva che « da un lato le *stock options* possono, nel caso in cui il prezzo delle azioni sia sceso ben al di sotto dello *strike price*, indurre i manager ad assumere decisioni gestionali che comportano un livello di rischio eccessivo per l'impresa, pur di riportare il prezzo dell'azione al di sopra dello *strike price* », così S. CAPPIELLO, *op. ult. cit.*, p. 60-61. Prosegue l'A.: « Dall'altro lato, esse possono paradossalmente rendere i manager più avversi al rischio [...] quando le *stock options* possedute ab-

C'è poi da considerare che l'induzione all'assunzione di rischi eccessivi dipende anche dall'asimmetria tra prospettive di guadagno e di perdita per i beneficiari delle *stock options*, dal momento che mentre le prime sono illimitate le seconde sono insussistenti. Sono, infatti, strutture di remunerazione che « assicurano compensi elevati in caso di risultati positivi, ma non tengono conto di risultati negativi »⁽⁷³⁾.

Applicando queste premesse alla crisi finanziaria in atto — innescata, come è noto, nel comparto dei mutui immobiliari — si è, pertanto, convincentemente concluso, con particolare riguardo al settore del credito, che « la remunerazione legata alla *performance* positiva, ma non alla penalizzazione nel caso di una *performance* negativa, ha incentivato i manager delle banche ad assumere un rischio oltre misura e ad alimentare la bolla speculativa »⁽⁷⁴⁾. Conclusione tanto più vera se si pone mente alla circostanza che « per le banche la corretta gestione del rischio costituisce un'esigenza fondamentale; molto più che nelle altre imprese »⁽⁷⁵⁾.

Coincidenti le valutazioni di dottrina straniera particolarmente accreditata,⁽⁷⁶⁾ per la quale le opzioni legate al valore azionario hanno incentivato i *managers* ad un uso elevato della leva finanziaria⁽⁷⁷⁾, cioè del rapporto tra

biano acquistato un valore positivo » così inducendoli a temere operazioni rischiose tali da ridurre il valore dell'azione sino ad un livello inferiore allo *strike price* « con conseguente perdita dell'intero guadagno annesso alle *stock options* sino a quel momento detenute ».

⁽⁷³⁾ M. ONADO, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, cit., p. 119, per il quale le *stock options* « offrono un incentivo perverso a massimizzare i ricavi a breve, con ogni espediente ». Espedienti rischiosi, ma leciti, contabili « che possono arrivare sino alla truffa vera e propria ».

⁽⁷⁴⁾ E. BARUCCI-M. MORINI, *Cartolarizzazioni: che cosa non ha funzionato*, in *Oltre lo shock. Quale stabilità per i mercati finanziari*, cit., p. 60-61, per i quali i *managers*, non avendo un orizzonte di lungo periodo, hanno sperato « di cavalcare la bolla speculativa prima che scoppiasse ». G. TABELLINI, *Idee e regole per il mondo dopo la tempesta*, in *Sole24Ore*, 7 maggio 2009, affrontando, a tutto campo, i fattori determinanti della crisi, ha sostenuto che tali tecniche di remunerazione dei *manager* « abbiano incoraggiato comportamenti miopi e l'eccessiva assunzione di rischi: se il bonus dipende da indicatori di *performance* di breve periodo il singolo gestore è indotto a esporsi a rischi grandi ma rari ».

⁽⁷⁵⁾ « [...] considerate le peculiari caratteristiche della struttura di bilancio delle banche », così efficacemente S. CAPPIELLO-U. MORERA, *Del merito e delle ricompense dei vertici dell'impresa bancaria*, cit., p. 415, che segnalano la particolare attenzione dedicata alla materia dalle autorità di vigilanza anche in relazione all'interesse non solo degli azionisti bancari ma, soprattutto, dei depositanti.

⁽⁷⁶⁾ R.A. POSNER, *Are American CEOs overpaid, and, if so, what if anything should be done about it?*, cit., p. 1041. Ampiezza di prospettive e profondità di analisi caratterizzano il saggio di L.A. BEBCHUK-H. SPAMANN, *Regulating bankers' pay*, in SSRN, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1410072>, per i quali le tecniche di remunerazione in voga nel settore del credito hanno consentito ai « dirigenti bancari di conseguire guadagni prima che risultasse evidente l'illusorietà degli incrementi di reddito e delle quotazioni », p. 1.

⁽⁷⁷⁾ Il concetto di leva finanziaria si basa sull'ipotesi che l'ammontare di un investimento non sia necessariamente uguale al capitale a disposizione, ma possa superarlo abbondantemente. La leva finanziaria consente di moltiplicare sia i profitti che le perdite. Un

indebitamento finanziario netto e patrimonio netto. Indebitamento cresciuto, soprattutto, attraverso l'ampio ricorso a strumenti derivati emessi nel comparto immobiliare ⁽⁷⁸⁾. Evidente che la crescita significativa di questo rapporto abbia reso fragili gli intermediari, almeno sul piano finanziario.

L'assunzione di rischi eccessivi – segnalata anche sotto forma di pericoloso incentivo delle *stock options* all'adozione di strategie aventi prospettive di grandi, anche se improbabili, profitti, rispetto a strategie meno ambiziose ma di più sicuro conseguimento – è in altri contributi ⁽⁷⁹⁾ strettamente collegata alla crisi in atto.

Le condizioni particolarmente favorevoli del mercato immobiliare hanno fatto apparire ancor più seducente l'uso della leva finanziaria ed appetibile la prospettiva di sostanziosi profitti, ai quali non si è rinunciato neppure quando è apparso chiaro che la tendenza si sarebbe, prima o poi, bruscamente arrestata ⁽⁸⁰⁾. Quando sarebbe stato, viceversa, opportuno e sufficiente ridurre la marcia dell'indebitamento ⁽⁸¹⁾. Ma i guadagni di breve periodo dei vertici aziendali, legati alla quotazione dei titoli, hanno contribuito ad impedirlo ⁽⁸²⁾.

Sarebbero sufficienti i segnalati riflessi delle *stock options* sulle politiche di assunzione dei rischi — senza, dunque, considerare quanto si sta per dire a proposito di altre meno nobili pratiche manageriali — per convenire con il giudice Richard Posner quando riconosce l'esistenza di una correlazione indiretta tra la crisi e la *executive overcompensation* ⁽⁸³⁾ e conclude che l'apporto causativo di tali forme remunerative sarà stato anche modesto, « ma pur sempre un apporto ad una catastrofe » ⁽⁸⁴⁾.

investimento favorevole genererà profitti superiori, perché c'è un effetto moltiplicativo, mentre un investimento sbagliato comporterà una perdita maggiore, rispetto all'utilizzo del solo capitale proprio. In alcuni casi, particolarmente avversi, una leva finanziaria elevata ed uno sfavorevole movimento dei prezzi (sia nei mercati finanziari che in quelli immobiliari) può generare una perdita totale del capitale, ed a volte le perdite possono superare anche le garanzie.

⁽⁷⁸⁾ R.A. POSNER, *op. loc. ult. cit.*, osserva che « many of the assets held by banks and other financial institutions were in the form of securities backed by mortgages », vale a dire le ben note ABS (Asset Back Securities).

⁽⁷⁹⁾ L.A. BEBCHUK-H. SPAMANN, *Regulating bankers' pay*, cit., p. 27.

⁽⁸⁰⁾ R.A. POSNER, *op. loc. ult. cit.*

⁽⁸¹⁾ R.A. POSNER, *op. loc. ult. cit.*

⁽⁸²⁾ Scrive, infatti, R. A. POSNER, *op. loc. ult. cit.*: « The greater a CEO's compensation is, and the closer it is tied to the price of his corporation's stock, the greater his incentive to maximize short-run profits ». Le prospettive dei guadagni legati all'esercizio delle opzioni, così come le generose liquidazioni di fine rapporto, fungono per l'A. da garanzia rispetto all'eventualità di un'intempestiva fuoriuscita del mercato prima che la bolla speculativa produca i suoi danni.

⁽⁸³⁾ R.A. POSNER, *op. loc. ult. cit.*

⁽⁸⁴⁾ R.A. POSNER, *op. ult. cit.*, p. 1042.

6. — Oltre a tali acclarati effetti delle *stock options* ve ne è un altro che, come si diceva in apertura, getta più di un'ombra sul loro ruolo negli scandali dei primi anni duemila e nei più recenti *defaults*.

Approfondite indagini economiche ⁽⁸⁵⁾, prendendo in esame campioni rappresentativi di società quotate, hanno fatto emergere una stretta e significativa correlazione statistica tra gli alti livelli dei compensi — sempre conseguiti attraverso l'esercizio delle opzioni da parte di amministratori e dirigenti — e la frequenza dei *financial restatements*, ossia delle rettifiche contabili, dettate da errori, o spesso da veri e propri illeciti contabili ⁽⁸⁶⁾. Nel migliore dei casi si è accertato un « utilizzo discrezionale delle componenti di reddito finalizzate ad influenzare le *performances* delle società » ⁽⁸⁷⁾, nel peggiore sono stati registrati ritardi nella diffusione di informazioni *price sensitive*, nonché condotte che rientrano nell'ambito della c.d. manipolazione del mercato ⁽⁸⁸⁾.

I dati scrutinati hanno evidenziato il ricorso a prassi contabili particolarmente creative ⁽⁸⁹⁾, volte a fornire una rappresentazione ottimistica e di breve periodo dei risultati economici delle società ed, inoltre, una correlazione tra i compensi collegati al valore delle azioni ed una politica contabile delle società molto aggressiva ⁽⁹⁰⁾.

⁽⁸⁵⁾ D. BERGSTRESSER-T. PHILLIPPON, *CEO incentives and earnings management*, in SSRN, 2004, <http://ssrn.com/abstract=640585>; J. DENIS-P. HANOUNA-A. SARIN, *Is there a dark side to incentive compensation?*, in SSRN, 2005, <http://ssrn.com/abstract=695583>; N. BURNS-S. KEDIA, *The impact of performance-based compensation on misreporting*, in 79, *Journ. Fin. Econ.*, 2006, p. 35; J. EFENDI-A. SRIVASTAVA-E.P. SWANSON, *Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors*, in SSRN, 2007, <http://ssrn.com/abstract=547922>. Indagini che evidenziano, anzitutto, la crescita esponenziale delle remunerazioni legate al capitale registrata nelle società americane nel corso degli anni '90.

⁽⁸⁶⁾ I risultati della ricerca di J. DENIS-P. HANOUNA-A. SARIN, *op. ult. cit.*, p. 5, pur prendendo atto che le *stock options* producono nel *management* un incentivo alla massimizzazione delle azioni dell'emittente — favorendo l'adozione di « *fraudolent activities in order to accomplish this objective* » — non depongono per un abbandono dell'istituto, bensì per interventi correttivi che prevengano tali effetti in grado di squilibrare il rapporto costi/benefici.

⁽⁸⁷⁾ D. BERGSTRESSER-T. PHILLIPPON, *CEO incentives and earnings management*, cit., p. 3, « *Highly incentivized executives appear more likely to manipulate reported measures of corporate performance* », p. 13.

⁽⁸⁸⁾ L'indagine di N. BURNS-S. KEDIA, *The impact of performance-based compensation on misreporting*, cit., p. 24, evidenzia la stretta correlazione tra le *stock options* e la diffusione di false informazioni al mercato, rimarcando che alla più elevata dipendenza dei guadagni dei managers dal prezzo delle azioni corrisponde una « *greater propensity to misreport* », p. 2.

⁽⁸⁹⁾ M. ONADO, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, cit., p. 118, rileva come in Enron fossero attuate « *pratiche contabili fantasiose* » o in grado di occultare perdite e costi.

⁽⁹⁰⁾ J. DENIS-P. HANOUNA-A. SARIN, *op. ult. cit.*, p. 3, Anche N. BURNS-S. KEDIA, *op. ult. cit.*, p. 1, parlano di prassi contabili « *aggressive* ».

Prassi quest'ultima, tuttavia, rientrando in un'area di sostanziale liceità, consentita dall'elasticità dei principi contabili, come osservava il Governatore della *Federal Reserve*, allorquando attribuiva a mal concepite *stock options* la responsabilità di avere indotto i loro titolari a sostenere artificialmente i risultati sulla redditività aziendale « in order to keep stock prices high and rising »⁽⁹¹⁾.

Le citate indagini⁽⁹²⁾ hanno però anche segnalato una preoccupante percentuale di vere e proprie manipolazioni di mercato⁽⁹³⁾, volte a condizionare l'andamento delle quotazioni o attraverso l'omessa diffusione di dati e informazioni negative, in grado di deprimere queste ultime o, viceversa, attraverso la diffusione di false informazioni positive, idonee a risollevarle il corso dei titoli, soprattutto nell'imminenza della fine del *vesting period* e, quindi, dell'esercizio dell'acquisto o della sottoscrizione delle azioni al prezzo prefissato⁽⁹⁴⁾. Abusi di mercato ai quali ha fatto seguito, sovente, la proposizione di azioni collettive risarcitorie da parte degli investitori danneggiati o la comminazione di sanzioni da parte della SEC.

La tipologia degli abusi e delle condotte manipolative rilevate è varia ed è stata, in prevalenza, costituita da fattispecie di manipolazione informativa o di manipolazione derivante — per usare il linguaggio normativo del nostro T.U.F. — dal compimento di operazioni o altri artifici, nonché da vere e proprie false comunicazioni sociali.

Prima dei succitati obblighi informativi⁽⁹⁵⁾ imposti dal legislatore americano, frequenti erano, inoltre, le manipolazioni dirette ad influenzare in negativo la quotazione dei titoli al momento dell'assegnazione delle *stock options*, così da rendere più vantaggioso il c.d. *strike price*⁽⁹⁶⁾, ossia il prezzo predeterminato al

⁽⁹¹⁾ A. GREENSPAN, *Testimony Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate*, cit. Per un aggiornato ed accurato panorama della materia dei principi contabili internazionali, cfr. *Diritto della contabilità delle imprese e principi contabili internazionali*, a cura di E. BOCCHINI, Napoli 2009.

⁽⁹²⁾ N. BURNS-S. KEDIA, *op. ult. cit.*; J. DENIS-P. HANOUNA-A. SARIN, *op. ult. cit.*, p. 1. Questi ultimi hanno riscontrato una « positive association between the likelihood of securities fraud allegations and a measure of executive stock option incentives ».

⁽⁹³⁾ Sulle fattispecie di manipolazione del mercato, in generale, v., diffusamente, F. ANNUNZIATA, *Abusi di mercato e tutela del risparmio*, cit., p. 33 ss., per il quale « si sostanziano o determinano una perturbazione nelle condizioni di fisiologico funzionamento del mercato mobiliare ».

⁽⁹⁴⁾ J. DENIS-P. HANOUNA-A. SARIN, *op. ult. cit.*

⁽⁹⁵⁾ V. *infra*, § 1. Obblighi di comunicazione che hanno impedito la pratica della retrodatazione del giorno di assegnazione delle *stock options* e reso, se non altro, evidenti gli scostamenti più eclatanti del valore dei titoli — dipendenti, come si dice nel testo, da calibrate diffusioni di informazioni societarie — in concomitanza con i giorni di assegnazione delle opzioni.

⁽⁹⁶⁾ S. CAPIELLO, *op. ult. cit.*, p. 59, prezzo « che viene determinato facendo riferimento alla quotazione del titolo nel giorno dell'adozione del piano »; lo *strike price* è per A.L. BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., p. 416, 430, « il principale elemento di convenienza del piano », dipendendo l'aleatorietà delle *stock options*

quale le azioni sarebbero state in futuro acquistate o sottoscritte dai beneficiari ⁽⁹⁷⁾.

Ciò avveniva sia decidendo il tempo più favorevole di assegnazione delle opzioni ⁽⁹⁸⁾, sia calibrando il momento in cui diffondere certe notizie ⁽⁹⁹⁾. Sia, ancora, retrodatando la data di assegnazione delle opzioni, facendola cadere nel giorno in cui più basso era il valore dei titoli oggetto delle opzioni in assegnazione.

Parimenti, i *managers* sono stati indotti — in prossimità della scadenza del c.d. *vesting period* ⁽¹⁰⁰⁾, ossia del periodo di stasi durante il quale le opzioni non possono essere esercitate — a nascondere eventuali notizie negative sulle prospettive reddituali della società ⁽¹⁰¹⁾, rinviandone la diffusione a dopo l'esercizio delle opzioni di acquisto e di rivendita delle azioni, al fine di non deprimerne il valore di mercato.

Il filo conduttore di queste indagini — dalle quali affiora, come si è scritto, un vero e proprio « lato oscuro » ⁽¹⁰²⁾ del fenomeno — è che l'incremento delle remunerazioni quotate avrebbe incentivato la commissione di atti di manipolazione e di frode contabile, al fine di massimizzare il valore delle azioni delle società ⁽¹⁰³⁾. Si è verificato, insomma, che il valore di mercato delle azioni, anziché poggiare su un aumento del loro valore reale, è risultato il frutto di manipolazioni della percezione che il mercato aveva del valore della società e, quindi, dei suoi titoli. Più elevata era la facoltà per amministratori e dirigenti di vendere nel breve periodo le azioni acquistate più forte era

« proprio dalla differenza tra il prezzo prefissato per l'acquisto e il valore di mercato del titolo sottostante », p. 430.

⁽⁹⁷⁾ Per una dettagliata disamina di queste pratiche, v. D.W. COLLINS-G. GONG-H. LI, *The effect of the Sarbanes-Oxley Act on the timing manipulation of CEO stock options awards*, cit., p. 2. Per gli amministratori assegnatari di tali opzioni sarà, infatti, conveniente acquistare ad un prezzo, quanto più basso possibile, azioni il cui valore di mercato potrà in futuro essere ben più elevato, così da conseguire margini di guadagno più appetibili.

⁽⁹⁸⁾ Individuandolo in alcuni giorni prima della diffusione di notizie positive sull'andamento della società o in alcuni giorni dopo la diffusione di notizie negative.

⁽⁹⁹⁾ Ritardando la diffusione di notizie positive o accelerando la diffusione di quelle negative.

⁽¹⁰⁰⁾ In argomento, cfr. A.L. BONAFINI, *op. ult. cit.*, p. 429, anche per una dettagliata considerazione delle varie modalità di maturazione dei diritti di opzione.

⁽¹⁰¹⁾ R.S. THOMAS, *Should directors reduce executive pay?*, cit., p. 23.

⁽¹⁰²⁾ J. DENIS-P. HANOUNA-A. SARIN, *Is there a dark side to incentive compensation?*, cit.

⁽¹⁰³⁾ J. DENIS-P. HANOUNA-A. SARIN, *op. ult. cit.*, p. 5, rilevano che, ad esempio, in un campione di 266 società quotate che hanno effettuato rettifiche contabili, la remunerazione dei dirigenti e degli amministratori era rappresentata, in misura massiccia, da opzioni sulle azioni. Anche G. FERRARINI-N. MOLONEY, *Executive remuneration in the EU: the context for reform*, cit., p. 6-7, ritengono che i dirigenti in possesso di tali opzioni siano « *perversely incentivized to engage in very risky or fraudulent activity to maintain a high share price over a short time frame* », p. 7.

l'incentivo a manipolare i conti della società ⁽¹⁰⁴⁾. Si è parlato di « incentivo perverso non solo a massimizzare i ricavi e gli utili, ma addirittura a manipolare i conti fino a presentare risultati migliori della realtà » ⁽¹⁰⁵⁾.

7. — Stando a tali difficilmente contestabili risultanze empiriche, prima di trarre qualche considerazione finale sulla pericolosa combinazione tra i rilevati effetti delle *stock options* e la gestione del rischio, vorrei segnalare una proposta che mi è parsa convincente, tra quelle (ivi incluse le soluzioni delineate dal governo americano per le imprese beneficiarie dei sussidi pubblici) ⁽¹⁰⁶⁾ che circolano in questi tempi di indignazione morale e, quindi, anche di meditazione attorno ai confini dell'etica dell'impresa e degli affari.

Mi riferisco all'idea di Roberta Romano e Sanjai Bhagat, formulata in un recente scritto ⁽¹⁰⁷⁾, secondo la quale le azioni acquistate o sottoscritte dai dirigenti non potrebbero essere rivendute se non entro un congruo lasso di tempo — da due a quattro anni — decorrente dal momento in cui si sia sciolto il rapporto tra il beneficiario delle opzioni e la società. Si tratterebbe di opzioni rigorosamente vincolate rispetto alle già note *restricted stock options* ⁽¹⁰⁸⁾. Queste ultime si caratterizzano in quanto la rivendita delle azioni acquistate o sottoscritte dal beneficiario, benché soggetta a determinati limiti o condizioni (temporali o di altra natura), è pur sempre consentita quando il rapporto con la società è ancora in essere.

Per contro, due anni dalla cessazione del rapporto per la rivendita sono giudicati il tempo sufficiente di esaurimento degli effetti delle eventuali mani-

⁽¹⁰⁴⁾ O. BAR-GILL-L. BEBCHUK, *Misreporting corporate performance*, in SSRN, 2003, http://papers.ssrn.com/abstract_id=354141, p. 3.

⁽¹⁰⁵⁾ Così M. ONADO, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, cit., p. 117-118, riferendosi agli scandali di Enron, Worldcom etc., il cui sistema di compensi poggiava su strategie che fossero in grado di anticipare i ricavi « indipendentemente dal rischio relativo ». Aspetto questo cruciale anche nella crisi in corso, come sta emergendo.

⁽¹⁰⁶⁾ Per un'autorevole riflessione sulle prospettive di regolamentazione da parte del legislatore americano cfr. R.A. POSNER, *Are American CEOs overpaid, and, if so, what if anything should be done about it?*, cit., p. 1040.

⁽¹⁰⁷⁾ *Reforming executive compensation: focusing and committing to the long-term*, cit., p. 5.

⁽¹⁰⁸⁾ L'idea di ricorrere ad una combinazione di rimedi, ivi inclusa questa categoria di opzioni, è di recente stata avanzata da R.A. POSNER, *Are American CEOs overpaid, and, if so, what if anything should be done about it?*, cit., p. 1045-1046. L'illustre giurista, che muove dalla premessa concettuale della necessità di introdurre limiti normativi efficaci ai compensi degli amministratori — scartando dunque l'ipotesi del « se » regolarli — sostiene che occorrerebbe, innanzitutto, elevare il grado di trasparenza di tutte le voci che compongono i piani di remunerazioni. Propone, inoltre, di legare il compenso alla « future performance of the firm », attraverso, appunto, le *restricted options*, di aumentare la pressione fiscale su tali profitti ed, infine, di rendere più efficiente il sistema delle deleghe in occasione delle delibere di nomina degli amministratori, così da elevare la competitività tra i candidati e, quindi, il loro grado di fedeltà ai soci-elettori.

polazioni da parte del *management*. Quattro anni il tempo ragionevolmente sufficiente di realizzazione degli effetti di certe decisioni strategiche.

Si introdurrebbe, per tale via, l'auspicato incentivo al perseguimento di orizzonti di lungo periodo, e, soprattutto, si scoraggerebbero le condotte manipolative che, normalmente, esercitano sui titoli un impatto di breve periodo. L'inevitabile emersione di frodi e di *financial restatements* eliminerebbe l'aspettativa dei dirigenti di influire sul corso delle azioni, consentendo la rivendita solo quando si siano, plausibilmente, esauriti gli effetti immediati delle loro decisioni di breve periodo e maturati quelli delle loro decisioni di lungo periodo.

8. — Tra le interpretazioni che oggi si confrontano nel tentativo, davvero difficile, di individuare le principali ragioni della crisi finanziaria o, perlomeno, quelle il cui contributo causale sia stato determinante, va sempre più accreditandosi quella che assegna un ruolo non trascurabile allo sviluppo di un'innovazione finanziaria ⁽¹⁰⁹⁾ spintasi sovente su territori sottratti a regolamentazione ⁽¹¹⁰⁾ o non adeguatamente regolata. Tale innovazione ha, indiscutibilmente, generato un grado di complessità dei mercati finanziari — quindi degli strumenti e dei servizi che ivi si negoziano ⁽¹¹¹⁾ — sino ad oggi scon-

⁽¹⁰⁹⁾ N. JENKINSON-A. PENALVER-N. VAUSE, *Financial Innovation: What Have We Learnt?* (*Bank of England Quarterly Bulletin No. 2008 Q3*), in SSRN, 2008, <http://ssrn.com/abstract=1275792>; E. BARUCCI-M. MORINI, *Cartolarizzazioni: che cosa non ha funzionato*, cit., p. 58. I riferimenti che si riscontrano in questa letteratura sono, soprattutto, alla proliferazione delle menzionate innumerevoli tecniche di separazione e trasferimento dei rischi, in modo particolare alle cartolarizzazioni.

Anche il Governatore della Banca d'Italia, M. DRAGHI, *Convegno Aiaf, Assiom, Atic Forex*, Bari, 19 gennaio 2008, nel fornire una rappresentazione di quanto accaduto nel settore creditizio a livello globale, parlava di « un'ondata di innovazione finanziaria che ha interessato specialmente il credito al consumo, i prodotti strutturati, i derivati. [...] La tecnologia finanziaria trasformava attività ad alto rischio in investimenti giudicati di buon merito creditizio. L'introduzione di meccanismi di assicurazione e di *swap* permetteva un'agevole copertura contro il rischio di credito, che diveniva facilmente trasferibile; ne seguiva l'esplosione dell'indebitamento, che accresceva il rischio sistemico; il mercato si convinceva che distribuzione e diversificazione del rischio avrebbero più che compensato il suo maggior livello. Nello stesso tempo, in alcuni paesi, gli *standard* di valutazione del credito peggioravano, fino a configurare in alcuni casi comportamenti fraudolenti ».

⁽¹¹⁰⁾ M. ONADO, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, cit., p. 66, osserva come i governi e le autorità di vigilanza « hanno permesso che la nuova finanza si sviluppasse in terreni diversi da quelli della regolamentazione tradizionale ». Il riferimento è, soprattutto, ai c.d. veicoli societari utilizzati per le cartolarizzazioni (Spv, Siv) ed ai titoli emessi in occasione di queste ultime. Contratti derivati « trattati in mercati esterni alle borse tradizionali, organizzati liberamente da intermediari e gruppi di intermediari », cioè nei c.d. *Over the Counter* « privi dei meccanismi automatici di gestione dei rischi ».

⁽¹¹¹⁾ Mi permetto di richiamare V. BUONOCORE-C. AMATUCCI, *I servizi finanziari: il punto di vista del giurista*, in corso di pubblicazione, *I servizi del mercato finanziario. In ricordo di Gerardo Santini*, Atti del Convegno di Bologna, 24 ottobre 2008, per alcune riflessioni

sciuto. La complessità ha reso oltremodo indecifrabili alcuni degli strumenti finanziari — e « non conoscibili le possibili perdite »⁽¹¹²⁾ da essi scaturibili — in cui i *managers* investivano. Ciò avrebbe acuito, a sua volta, l'assunzione di investimenti rischiosi e di breve periodo⁽¹¹³⁾. L'affidamento nella correttezza dei sofisticati modelli matematici a base delle valutazioni degli analisti — che spingevano, appunto, verso investimenti in prodotti strutturati di cui i dirigenti non comprendevano a fondo la natura — è risultato ancora maggiore allorquando quelle stime si coniugavano con i risultati di breve periodo a cui erano collegati le loro opzioni⁽¹¹⁴⁾.

Pur non potendo andare oltre un mero cenno a tali considerazioni, esse mi paiono di sicuro interesse. Certo è che la scarsa consapevolezza delle implicazioni destabilizzanti dei nuovi strumenti finanziari e delle nuove tecniche di trasferimento e copertura dei rischi alimentano il sospetto che i compensi legati all'andamento delle quotazioni dei titoli, abbiano potuto, nel migliore dei casi, favorire l'assunzione di rischi eccessivi e, nel peggiore, offuscare la percezione del reale stato di salute degli intermediari, aggravando la loro già elevata opacità e quella delle loro transazioni.

Difficile negare — mi riferisco sempre al settore dell'intermediazione finanziaria (il cui peso nei bilanci bancari è notevolmente cresciuto negli ultimi anni) nel quale la crisi è esplosa — che il prima segnalato effetto delle *stock options*, rappresentato dall'induzione dei *managers* all'assunzione di rischi elevati, abbia potuto incidere sulla già denunciata propensione del sistema ad « assumere rischi in misura ben maggiore che in passato »⁽¹¹⁵⁾, aggravando, in tal modo, l'esposizione complessiva del settore. Tutto ciò in una pericolosa spirale di crescita incontrollata dei rischi di credito, rivelatisi poi assolutamente insostenibile.

sulla straordinaria complessità assunta dai servizi e dagli strumenti finanziari, dunque sulla impossibile loro decifrabilità anche da parte degli stessi intermediari, e sulla conseguente inadeguatezza del paradigma della trasparenza a favore di un paradigma più solido ed affidante costituito dalla conoscenza e dalla conoscibilità.

⁽¹¹²⁾ Bene, sul punto, M. ONADO, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, cit., p. 64, per il quale ciò che è mancato è stata un'adeguata informazione sulla composizione dei portafogli. Il mercato non è stato in grado di valutare correttamente il rischio che si celava dietro tali strumenti finanziari. La variegata famiglia dei derivati generati dalle operazioni di cartolarizzazione (Abs, Cdo, Cds etc.) ha reso queste ultime talmente complesse che « nonostante i ponderosi documenti informativi prodotti — [...] a parte la banca che organizza l'emissione e l'agenzia di *rating* che la valuta — nessun altro è in grado di "vedere attraverso" e, dunque, gli investitori non possono valutare il rischio effettivo dei titoli ».

⁽¹¹³⁾ Si è trattato, osserva S.L. SCHWARCZ, *Conflicts and financial collapse: the problem of secondary-management agency costs*, p. 6 ss., di un sovraffidamento da parte dei *managers* secondari nella correttezza delle valutazioni di *rating* legate all'utilizzo di sofisticati modelli matematici: « there was an enormous faith in the market's ability to analyze and measure risk through mathematical models », (p. 8).

⁽¹¹⁴⁾ S.L. SCHWARCZ, *op. loc. ult. cit.*

⁽¹¹⁵⁾ M. DRAGHI, *op. ult. cit.*

Non meno difficile contraddire l'ipotesi che l'ulteriore effetto delle manipolazioni contabili e informative abbia, a sua volta, potuto intorbidire la conoscibilità della situazione finanziaria degli intermediari, impedendo a questi ultimi di comprendere quale fosse il loro rispettivo grado di esposizione.

Delle due ragioni ⁽¹¹⁶⁾ cui ricondurre la sottovalutazione o la scorretta valutazione dei rischi connessi alle cartolarizzazioni di tali mutui una sarebbe stata individuata proprio nello *short termism* dei *managers* prima considerato ⁽¹¹⁷⁾. Difficile negare, anche in questo caso, che le *stock options* abbiano aggravato il quadro delle forze che già spingevano verso il deprecato fenomeno dell'ottica di breve periodo, contribuendo all'inefficiente valutazione dei rischi.

Certo è che quanto avvenuto a proposito della divergenza tra interessi degli amministratori e interessi delle società corrisponde ad un più ampio e generale fenomeno che caratterizza quest'epoca di innovazione finanziaria. Anche le *stock options*, alla pari di molti sofisticati modelli di finanza strutturata, hanno finito per far perdere del tutto il collegamento con la produttività delle imprese. Sempre meno centrato è risultato l'obiettivo essenziale — che giustifica la loro stessa esistenza — della creazione di ricchezza, del conseguimento di andamenti positivi e redditizi della gestione sociale. Puntando esclusivamente sull'andamento finanziario dei titoli azionari, tali tecniche hanno favorito vere e proprie rendite di posizione mediante il travisamento, spesso illecito, dei « fondamentali ». Si è assistito alla stessa profonda divergenza — registrata in altri segmenti dell'attività d'impresa — tra economia e finanza ⁽¹¹⁸⁾.

⁽¹¹⁶⁾ E. BARUCCI-M. MORINI, *op. ult. cit.*, p. 60-61. L'altra sarebbe rappresentata dal fatto che « il rischio non è mai uscito dal sistema dell'intermediazione ».

⁽¹¹⁷⁾ E. BARUCCI-M. MORINI, *op. ult. cit.*, p. 59 ss., per i quali i fenomeni di c.d. *moral hazard* e di *adverse selection*, ben noti alla teoria economica dell'informazione, aiutano a spiegare la ragione per cui i mutui cartolarizzati « hanno tipicamente una qualità inferiore rispetto a quelli che non subiscono la stessa sorte ». Gli A. (p. 49), analizzano gli errori e le inefficienze emerse nel mercato delle cartolarizzazioni immobiliari. Lo stesso Presidente della Consob — Audizione dinanzi alla Commissione Finanze e Tesoro del Senato, tenuta il 14 ottobre 2008 — rimarcando la necessità dell'introduzione « di norme più stringenti, volte ad incrementare la trasparenza nei mercati primari e secondari dei prodotti strutturati, ha fatto esplicito riferimento alla necessità di maggiori informazioni sull'effettiva distribuzione del rischio tra gli operatori e sui loro modelli di gestione dei rischi ».

Con riguardo ai mutui *subprime*, N. LINCiano, *La crisi dei mutui subprime. Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le Autorità di vigilanza*, cit., p. 1, ha evidenziato che « il modello di intermediazione finanziaria OTD, pur allentando i vincoli di accesso al credito delle famiglie, ha stimolato comportamenti di deresponsabilizzazione e di *short-termism* negli attori coinvolti ». In relazione alla possibilità di trasferimento dei rischi scaturenti dai finanziamenti erogati e della conseguente riduzione degli incentivi delle banche nel monitorare le capacità di rimborso dei debitori — con inevitabile abbassamento degli standard di valutazione della qualità del credito — l'A. rileva che le operazioni di cartolarizzazione « hanno generato prodotti strutturati molto complessi, poco standardizzati e scambiati prevalentemente *over the counter*, ossia in mercati secondari connotati da scarsa liquidità e non in grado di esprimere prezzi significativi ».

⁽¹¹⁸⁾ Quando diversi anni addietro le *stock options* presero ad affermarsi nelle società italiane c'era già chi — RORDORF, « Stock options » ed *informazione al mercato*, cit., p. 151

Se dunque, e conclusivamente, la crisi che stiamo attraversando è stata, in modo particolare, determinata da una scorretta valutazione dei rischi ⁽¹¹⁹⁾ — non solo quelli legati alle cartolarizzazioni — appare molto plausibile la tesi che tutto quanto abbia permesso, anche lecitamente, l'assunzione di maggiori rischi, da parte degli intermediari bancari, debba portare con sé il peso di una responsabilità non trascurabile.

Non può, a questo punto, che negativamente sorprendere la preoccupazione — espressa in taluni ambienti imprenditoriali ⁽¹²⁰⁾ italiani e stranieri — per la perdita di « *managers preziosi* ». Si legge che poiché le Borse continuano « a scendere da oltre un anno e mezzo », i compensi quotativi « appaiono sempre meno incentivanti ».

Accade, insomma, che mentre in questa, come in altri sedi — ne sono prova confortante talune indicazioni che spingono proprio per una revisione della filosofia che ha ispirato la materia dei compensi nell'industria finanziaria ⁽¹²¹⁾ — si discute attorno alla ragionevolezza e alla controversa efficienza di tali strumenti e si prospettino i più appropriati interventi regolatori — in grado di restituire alle società l'autentica funzione di compensi legati all'effettiva *performance* dei dirigenti — altrove si levino voci preoccupate della minore attrattività delle *stock options*. L'inquietudine che serpeggia non discende da un senso di responsabilità per gli errori ed, in alcuni casi, per gli illeciti commessi da certi dirigenti, bensì dal timore della perdita di talenti non più motivati da remunerazioni strettamente dipendenti dai depressi corsi azionari. Depressione che, paradossalmente, trova la sua causa efficiente in una singolare concentrazione di insipienza ed incapacità tecnica degli stessi beneficiari di quei lucrosi compensi nel comprendere a fondo i rischi e i pericoli della complessa innovazione finanziaria.

— indicava, saggiamente, come esse fossero espressione « di un ordinamento societario più orientato al mercato, più sensibile alle esigenze finanziarie che a quelle prettamente industriali ».

⁽¹¹⁹⁾ E. BARUCCI-M. MORINI, *op. ult. cit.*, p. 62. Per M. DRAGHI, *op. ult. cit.*: « Gli operatori, anche i più sofisticati, hanno scoperto d'improvviso quanto fosse stata sopravvalutata la dispersione del rischio, quanto inadeguati fossero, in periodi di crisi, i metodi di valutazione e di gestione dello stesso, quanto fosse approssimativa e indulgente la conoscenza dei prodotti che erano oggetto di scambio ». Anche il Premio Nobel R.F. ENGLE, in *Il Sole 24Ore*, 16 maggio 2009, ha segnalato la presenza di « molti, troppi incentivi nel sistema bancario ad ignorare una corretta valutazione del rischio ».

⁽¹²⁰⁾ Cfr. C. CASADEI, *Finisce l'era delle stock option*, in *Il Sole 24Ore*, 25 febbraio 2009, p. 21.

⁽¹²¹⁾ Cfr. il rapporto *Compensation in financial services. Industry progress and the agenda for change*, redatto dall'*Institute of International Finance*, Marzo 2009, <http://www.iif.com/>. Muovendo da una diffusa ammissione degli eccessi delle remunerazioni dei banchieri, il rapporto individua i principi ai quali dovranno in futuro ispirarsi i piani di remunerazione degli intermediari. Vanno positivamente segnalate sia la raccomandazione che invita ad incorporare nei compensi alcuni aggiustamenti legati al rischio ed altri legati ad un'effettiva produttività dell'impresa, sia la raccomandazione a misurare la *performance* aziendale su un arco temporale di più anni.

J'accuse temperata, tuttavia, da un'« attenuante generica », posto che persino la *Federal Reserve* americana — lo riferisce una fonte di comprovata esperienza ⁽¹²²⁾ — non sarebbe stata « in grado di cogliere per tempo l'importanza delle innovazioni finanziarie [...], tra queste le complesse tecniche adottate nella cartolarizzazione che hanno reso più nebuloso il rischio di credito ».

⁽¹²²⁾ H. KAUFMAN, *Il dogma Fed e i sei peccati capitali*, in *Il Sole 24Ore*, 30 aprile, 2009, p. 15.

