

## ***Stock options e libertà***

Saggio sulla discrezionalità manageriale per  
la ricerca di soluzioni all'opportunità dei dirigenti d'impresa.

**di**

**Lorenzo Palumbo\***

(\*) Università degli Studi di Palermo

## **La libertà manageriale nel diritto societario**

L'ordinamento italiano, come quello dei paesi occidentali, attribuisce alla funzione manageriale autonomia e discrezionalità operativa nella scelta della migliore strategia di governo dell'impresa.

Il diritto societario istituisce l'autorità manageriale sotto il segno dell'indipendenza di giudizio nelle scelte di governo dell'impresa che viene sancita dall'articolo 2380-bis del Codice Civile, secondo comma: "la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale".<sup>1</sup>

Tale norma codifica un principio di autorità, di autonomia e indipendenza di giudizio che attribuisce agli amministratori, in via esclusiva, il potere di assumere le decisioni sulla conduzione dell'impresa ai fini del compimento dell'oggetto sociale, senza che vi sia alcuna interferenza da parte dell'assemblea degli azionisti nella sfera del potere gestorio.

La volontà del legislatore di attribuire al management una sfera di non interferenza da condizionamenti esterni viene ribadita dall'art. 2409 *septiesdecies* che al primo comma recita: "La gestione dell'impresa spetta esclusivamente al consiglio di amministrazione".<sup>2</sup>

Ne consegue che gli articoli 2380-bis e 2409 *septidecies* del Codice Civile disegnano artificialmente uno spazio di discrezionalità che consente a chi dirige un'impresa di agire in piena libertà rispetto alla pretesa potenziale di chiunque (azionisti, dipendenti, fornitori) di interferire nella conduzione dell'azienda. Tali norme stabiliscono una linea di demarcazione fra tutti gli *stakeholder*, proprietà compresa, e il controllo.

Linea che istituisce uno spazio artificiale - un'area di libertà negativa<sup>3</sup> - in cui il manager è libero di decidere autonomamente la migliore strategia per perseguire l'oggetto sociale, senza subire né il condizionamento proprietario, né, tantomeno, quello degli altri *stakeholder*. Un *arbiter super partes*, che ha la responsabilità di agire per il conseguimento delle finalità sociali, ma, nello stesso tempo, tale obbligo è vincolato ad una condizione di autonomia decisionale nella scelta di conduzione dell'impresa. Il dato giuridico conferma, dunque, che

la discrezionalità manageriale è un dovere della professione e tale dovere è istituito con delle norme e, quindi, perciò stesso, pienamente legittimato ad operare.

Il diritto societario, dunque, per quanto attiene le grandi società, anche in forza della separazione dei compiti fra proprietà e controllo, legittima la discrezionalità manageriale e attribuisce, di conseguenza, al *management* l'iniziativa autonoma e i poteri decisionali su tutte le più importanti materie di governo dell'impresa (politiche salariali e previdenziali, distribuzione dei dividendi, occupazione, impiego delle risorse delle imprese, sistema di premi e punizioni, promozioni, trasferimenti, scelta dell'informazione da riportare all'assemblea degli azionisti).

In altre parole, il dovere di amministrare un'impresa per il raggiungimento dello scopo sociale implica il potere (esclusivo) di decidere in assoluta libertà. Ora, il potere di agire in piena libertà si accompagna all'obbligo della responsabilità, del rendere conto agli altri di ciò che si fa in piena autonomia e indipendenza di giudizio.

Un carattere distintivo della professione manageriale, quindi, è esercizio di libertà e di autonomia, che è derivata dall'esclusività del compito di gestire l'impresa, secondo il dettato degli articoli citati del Codice Civile. Se i manager non avessero la possibilità di scegliere, non ci sarebbe neanche un dovere o una regola da osservare, ma soprattutto non potrebbero essere ritenuti responsabili per le scelte operate nella sfera del governo dell'impresa.

Agire in autonomia implica, di conseguenza, l'impossibilità da parte degli amministratori di sgravarsi delle proprie responsabilità per le decisioni assunte da loro stessi. Infatti, lo stesso codice attribuisce al management dell'impresa la responsabilità per i reati commessi per gli atti compiuti dagli stessi, come le false comunicazioni sociali, l'indebita ripartizione degli emolumenti, l'*insider trading*, l'agiotaggio e tutti gli altri. Il potere di decidere senza subire interferenze, è strettamente vincolato al dovere di responsabilità e quindi, di conseguenza, gli amministratori sono responsabili verso la società come persona giuridica,

e in secondo luogo rispondono dei danni procurati ai creditori sociali, ai singoli soci o a terzi in genere. A tale riguardo, il diritto societario prevede che, nei confronti della società, i manager devono agire con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e rispondere (responsabilità contrattuale) per i danni derivanti dall'inosservanza dei doveri imposti dalla legge e dallo statuto, anche senza una specifica prova della loro colpa nell'aver determinato il danno, ma solo per non avere fatto quanto potevano per evitarlo o per attenuarne le conseguenze dannose.<sup>4</sup>

Nel caso dei creditori, dei soci e di altri soggetti terzi, la norma societaria prevede una sanzione di responsabilità dell'amministratore<sup>5</sup>, ma il provvedimento sanzionatorio è subordinato alla produzione della prova da parte dell'azionista ricorrente, il quale deve dimostrare che la decisione dell'amministratore (*probatio diabolica*) era lesiva dell'interesse sociale generale, irrazionale, adottata in presenza di un conflitto di interessi, illegale, fraudolenta o, infine, priva di "*business purpose*".

In Italia, la questione della responsabilità manageriale, negli ultimi anni, è stata oggetto dell'attenzione del legislatore che ha adottato provvedimenti, sia in termini normativi con il varo del D. lgs. 8 giugno 2001, n.231 che disciplina la responsabilità delle imprese per gli illeciti amministrativi commessi dai dirigenti per loro conto<sup>6</sup>, sia in termini di *Corporate Governance* con la riforma del diritto societario varata con il D.lgs. 17 gennaio 2003 n.6 che ha ridisegnato l'organizzazione interna delle società per azioni italiane. In questa sede, il legislatore ha previsto che le imprese possono adottare un modello dualistico che, oltre ai manager esecutivi, istituisce la figura dei manager indipendenti (consiglio di sorveglianza) che hanno l'onere di controllare l'operato dei primi ai fini di prevenire reati di abuso manageriale<sup>7</sup>. In nessun caso, comunque tali provvedimenti hanno modificato il dettato degli artt.2380-bis e 2409, anzi la riforma del diritto societario, a differenza di quanto stabiliva l'ordinamento precedente, ha ampliato l'autonomia manageriale dall'azionariato, posto che: a) lo statuto delle società per azioni non può riservare alcun atto di gestione all'assemblea; b) gli amministratori non

possono sottoporre alla stessa, neppure per un eventuale parere, atti di gestione<sup>8</sup>.

Si può affermare, pertanto, che la riforma ha privilegiato una gestione non certo democratica dell'impresa, posto che ha allontanato gli azionisti dalla gestione, ma questo significa che il legislatore ritiene fondamentale l'autonomia decisionale dei manager pur mantenendo inalterato il divieto assoluto per gli amministratori, a perseguire interessi diversi da quelli dei soci. Di conseguenza, la libertà negativa, ovvero l'area di non interferenza in cui il manager è padrone ed ha il pieno controllo, gli consente di operare scelte di conduzione d'impresa in assoluta indipendenza, senza che questo, tuttavia, comporti in termini di risultato finale, una modificazione dei fini dell'impresa<sup>9</sup>.

*De iure*, il manager, dunque, ha il diritto a essere lasciato libero di agire, ma indipendentemente dalla sua personale adesione a una tavola di valori o a un'altra (*stockholder value o stakeholder value*), egli ha un dovere fiduciario verso gli azionisti, posto che il diritto societario italiano non consente di costituire una società per azioni per uno scopo diverso o dalla realizzazione di un utile da distribuire agli azionisti.

La libertà manageriale va quindi utilizzata sempre per il fine della remunerazione dei capitali investiti dai proprietari. Per tale ragione, deve essere considerata nulla una clausola statutaria che stabilisce una partecipazione agli utili da parte dei dipendenti, dei fornitori, dei clienti e della comunità locale. Invece, non può essere considerata nulla la clausola che obbliga gli amministratori, nel rispetto dei vincoli di economicità di gestione, ad adottare scelte di conduzione dell'impresa per il perseguimento del massimo del profitto per i soci, ma solo se questi atti di governo non sono pregiudizievoli per gli interessi degli *stakeholder*. Ad esempio, un manager non può danneggiare i consumatori immettendo nel mercato prodotti di scarsa qualità, ovvero senza osservare le norme in materia di igiene e di standard merceologici, al fine di diminuire i costi di gestione e quindi, così facendo, aumentare la redditività dell'impresa.

## **Il problema dell'opportunismo**

Come si può vedere, la discrezionalità manageriale implica un'indipendenza del giudizio nella conduzione d'impresa, riconosciuta dall'ordinamento giuridico in ragione dell'alto grado di complessità della funzione che si traduce in uno *status* di particolare ed esteso potere decisionale. Tale potere, tuttavia, secondo alcuni può essere esercitato dai manager in modo opportunistico a scapito degli interessi della proprietà e degli altri *stakeholder*.

Se non vi sono dubbi sul fatto che la libertà sia connaturata alla funzione manageriale, non è così evidente che l'esercizio di tale libertà sia anche un presupposto o un fondamento per la moralità dell'agire.

E in effetti, piuttosto, sembrerebbe proprio il contrario e cioè che la libertà del manager può mettere in serio pericolo tutte le componenti aventi un interesse nell'impresa, con un conseguente effetto negativo sul piano della moralità.

L'invocazione, che viene da più parti, ad una maggiore capacità della legge di frenare l'opportunismo manageriale, è direttamente connessa all'assunto secondo il quale l'agire manageriale, in forza di questa libertà decisionale, può innescare problematiche di ordine sociale e morale che, per la loro rilevanza, non possono che essere ridimensionate verso una restrizione della libertà.

Ebbene, finora, il problema dell'opportunismo è stato visto sotto questo profilo e cioè come effetto della libertà decisionale e quindi dell'autorità del manager. E in effetti, secondo un'affermata letteratura di teoria dell'impresa e di legislazione, l'abuso manageriale è una conseguenza, un portato inevitabile, della discrezionalità manageriale.

Di conseguenza, gli sforzi sono stati rivolti alla ricerca di soluzioni per controllare al massimo grado possibile il potere dei manager.

In letteratura il problema dell'opportunismo manageriale è stato sollevato, negli anni trenta del secolo scorso, dall'indagine di A. Bearle e G.C. Means sulle 200 grandi *corporation* americane nella quale gli autori hanno sostenuto la tesi che il decadimento morale del *management* d'impresa non è altro che il frutto di un potere eccessivo (discrezionalità)

dei dirigenti, derivante dalla separazione fra la proprietà e il controllo, determinatasi in seguito alla nascita delle società per azioni, che si è tradotta in una perdita di controllo degli azionisti sui consiglieri di amministrazione e sui manager tecnici<sup>10</sup>.

Questa tesi, storicamente, costituisce il paradigma del capitalismo manageriale secondo il quale, nelle grandi società, ad esercitare il potere sono una casta di tecnocrati (manager e consiglieri di amministrazione), che tiene il controllo nelle proprie mani fino al punto di mettere in pericolo il dettato della massimizzazione del profitto per gli azionisti, per perseguire obiettivi di *status*, di potere o di denaro a titolo personale<sup>11</sup>.

L'indagine dà l'avvio ad una serie di studi, ricompresi nel filone managerialista, che successivamente portano alla formulazione della teoria dell'agenzia che definisce compiutamente il problema dell'abuso manageriale già prospettato nell'indagine di Bearle e Means.

L'alveo in cui si muove la *agency theory* è quello della "*Contractual theory of the firm*", ovvero la teoria secondo la quale l'impresa è un fascio o un nesso di contratti – *nexus of contracts*<sup>12</sup>.

La teoria dell'agenzia afferma, infatti, che vi è una relazione contrattuale, un rapporto di agenzia, tra il *principal* (il complesso degli azionisti) e l'*agent* (il manager). Il *principal* per perseguire il proprio fine di massimizzare il valore dei propri averi, ha bisogno di avvalersi dell'opera dell'*agent*, il quale però non ha lo stesso interesse del *principal*, in quanto il manager ha anch'egli un interesse personale nell'impresa, ma questo interesse si pone come opposto e divergente rispetto a quello della proprietà. L'interesse personale del manager, definito come "il problema d'agenzia", determina anche dei costi che sono proporzionali all'ampiezza della delega e all'incapacità del *principal* di controllare l'operato dell'*agent*.

Tali costi di agenzia derivano, dunque, dalla divergenza d'interessi tra proprietà e controllo, e consistono nell'impegnare risorse economiche dell'impresa per il monitoraggio del comportamento dell'*agent*, detti "costi di controllo". Poi vi sono dei costi che derivano dall'attività

dell'*agent* volti a dimostrare che il suo comportamento non è opportunistico, detti "costi di assicurazione".

Infine, vi sono altri costi residuali che non rientrano nelle due categorie precedenti derivanti da altri tipi di conflitto. Il problema dell'abuso delle informazioni derivante dall'asimmetria informativa che si istituisce in forza della separazione tra proprietà e controllo è, oltre alla divergenza d'interessi, la seconda causa che determina l'insorgere dei costi di agenzia. A tale riguardo la teoria dell'agenzia, sostiene che la posizione di potere di cui gode il manager, pone questo in una condizione di azzardo morale che è dato dalla possibilità che ha il manager (*agent*) di abusare moralmente del proprio ruolo, sfruttando la mancanza di informazioni del *principal*.

L'insorgenza morale in questo caso è data dal fatto che il manager, proprio perché dispone di una quota di informazione rilevante, può agire in modo opportunistico nei confronti dei titolari dell'impresa che, invece, siccome non possiedono adeguate informazioni, subiscono l'abuso di autorità manageriale<sup>13</sup>. Proprio per questo i contributi della teoria dell'agenzia sono stati mirati a trovare delle soluzioni per far collimare gli interessi dei manager a quelli dei proprietari, attraverso la messa in opera di sistemi di allineamento delle funzioni obiettivo di *principal e agent*, di cui i piani di *stock options* sono il tipico esempio.

Il problema posto dalla teoria dell'agenzia è strettamente collegato al tema degli assetti proprietari, posto che dalla struttura proprietaria dipende la capacità operativa ed effettiva degli azionisti di controllare l'operato degli amministratori. All'aumento della separazione tra proprietà e controllo, corrisponde un proporzionale aumento di costi di agenzia. Così nelle società a capitale diffuso, nelle quali è alta la separazione, secondo la tesi di Bearle e Means, i costi di agenzia risulteranno molto alti, di contro, nelle società a struttura proprietaria chiusa o ristretta, nelle quali gli azionisti riescono facilmente a tenere sotto controllo i dirigenti, i costi di agenzia sono molto bassi<sup>14</sup>.

## **La saldatura tra diritto societario e teoria dell'impresa**

Occorre dire che il diritto societario dei paesi occidentali riconosce validità alla teoria dell'agenzia e indirettamente anche alla tesi managerialista espressa dalla posizione storica di Bearle e Means, ritenendo che esiste un problema di agenzia, vale a dire un interesse personale del management, che contrasta con l'interesse proprietario e che deriva dalla possibilità di abusare della sua posizione di autonomia per scopi opportunistici, sfruttando la carenza o la mancanza di informazioni della proprietà.

La conferma di tale riconoscimento è la legittimazione per via giuridica, dell'uso dei sistemi di allineamento di funzione obiettivo tra la proprietà e il management, vale a dire i piani di *stock options*<sup>15</sup>.

Dalle considerazioni fatte, si può concludere che:

1. il diritto societario attribuisce al manager una discrezionalità operativa nella conduzione dell'impresa consistente in uno spazio di non interferenza, di libertà negativa, in forza del quale egli può decidere autonomamente sulle materie oggetto del governo dell'organizzazione, come previste dagli artt. 2380-bis e 2409 septiesdecies del Codice Civile.
2. dal momento che, secondo la teoria dell'agenzia, tale discrezionalità può essere utilizzata dal manager per scopi opportunistici e autointeressati, è legittimo e moralmente giustificato attribuire ai manager delle compensazioni aggiuntive consistenti in *stock options* al fine di far collimare gli interessi degli azionisti con quelli dei manager.

Così accade che il diritto societario, riconoscendo validità alla teoria dell'agenzia, legittimi l'uso delle *stock options* in quanto questi incentivi mirano a far coincidere perfettamente l'interesse della proprietà con quello degli azionisti, limitando o annullando il potenziale opportunismo manageriale.

La giustificazione di tale legittimazione, quindi, non è specificamente economica, cioè relativa al diritto di ciascuno a guadagnare il massimo possibile dalla propria attività lavorativa nel

rispetto delle leggi, ma precisamente morale, in quanto si ritiene che i piani di *stock options*, allineando le funzioni obiettivo degli azionisti e dei manager, diventano un antidoto, un vaccino che serve ad eliminare la divergenza di interessi tra la proprietà e il management, togliendo le spinte motivazionali all'opportunismo e all'avidità personale dei manager. Costoro, secondo tale visione, senza tale barriera di protezione potrebbero tradire il compito di creare valore per gli azionisti, utilizzando la loro posizione e quindi il potere decisionale per scopi autointeressati.

### **Discrezionalità manageriale *de facto***

In questa sede tenterò di mostrare che la situazione teorico-normativa appena descritta, presenta alcune aporie che mi sembrano degne di interesse.

Il primo dato. Il legislatore, integrando in norme le conclusioni della teoria dell'agenzia e indirettamente della tesi di Bearle e Means, riconosce una giustificazione di ordine morale all'incentivo, allo scopo di far collimare gli interessi della proprietà con quelli del management.

Il secondo dato. Secondo il diritto societario, il manager ha il compito esclusivo (vedi artt.2380-bis e 2409 *septidecies*) di gestire l'impresa autonomamente (discrezionalità operativa) senza subire l'interferenza di altre componenti.

In primo luogo, osservo che tale discrezionalità prevista dagli articoli citati del Codice Civile, ma anche del Codice di Autodisciplina delle società quotate<sup>16</sup>, di fatto, tuttavia, si misura con la reale, non legale, tenuta dell'area di libertà negativa in termini di permeabilità. In altre parole, l'istituzione di uno spazio di libertà negativa legalmente stabilito (discrezionalità operativa), non si traduce, *ipso facto*, in reale facoltà di giudizio indipendente, in forza della quale il manager può svolgere il suo compito senza subire interferenze, anche se, legalmente potrebbe, anzi dovrebbe.

In realtà, la discrezionalità, seppur istituita in via di diritto, viene sistematicamente annullata o limitata di fatto, da forme di intromissione e di interferenza, altrettanto legali, che producono gravi distorsioni della

funzione manageriale. Per tale ragione ritengo che l'aver integrato le conclusioni della teoria dell'agenzia nell'ordinamento societario, abbia dato luogo ad un cedimento delle norme sul piano morale, dato che persiste una contraddizione tra l'istanza della discrezionalità e quella dell'allineamento delle funzioni obiettivo tra proprietà e management.

Da una parte, il legislatore esige il compito esclusivo del governo dell'impresa in regime di non interferenza, tanto che ascrive le corrispondenti responsabilità ai manager opportunisti nei riguardi di tutte le componenti e li declina in reati; dall'altra, la non interferenza viene annullata da un'altra norma che, per supposte ragioni morali, tende ad allineare gli interessi proprietari con quelli del management, attraverso gli incentivi economici.

A tale riguardo, ritengo impossibile e impensabile che il manager possa agire liberamente nelle scelte di governo dell'impresa se le sue scelte sono informate e dirette ad accrescere il valore dei titoli di cui è in possesso per il mezzo delle *stock options*. Ogni volta che quel manager dovrà adottare decisioni e operare delle scelte, il suo agire sarà condizionato inesorabilmente dal calcolo circa il possibile esito di quell'atto per ciò che lo riguarda e, prima di ogni altra considerazione, ai fini della sua convenienza personale. Di conseguenza, nella decisione e nella scelta operata, interverrà un elemento di condizionamento che preclude la possibilità legale di agire in piena discrezionalità.

Tale incoerenza che permane sul piano della *ratio* legale, sarebbe tuttavia giustificata se l'area di non interferenza fosse sacrificata effettivamente per uno scopo morale. Purtroppo, anche da un punto di vista morale, la saldatura di interessi tra proprietà e management, procurata a mezzo di incentivo economico, non si può giustificare moralmente per almeno due ragioni: A) l'incentivo mette in scacco la libertà che è condizione essenziale di ogni agire morale e B) l'incentivo non agisce come una limitazione dell'opportunismo manageriale, anzi lo istiga.

## **A) L'incentivo mette in scacco la libertà che è condizione essenziale di ogni agire morale**

Non si dà nessuna etica senza libertà, pertanto non possiamo aspettarci comportamenti etici dai manager d'impresa che liberi non sono, anche se è possibile l'accadere di un comportamento opportunistico in virtù della libertà. Se la libertà, dunque, è una condizione essenziale dell'agire morale, non è così evidente che vi sia una relazione di causa-effetto fra la libertà dell'agire e la moralità della decisione.

Berlin considera la libertà come la condizione essenziale dell'uomo, al di là da ogni applicazione in sede economica o etica, di teoria del mercato o di filosofia morale.

Egli dice: "Senza un minimo di libertà ogni scelta è esclusa e perciò non c'è possibilità di restare umani nel senso che attribuiamo a questa parola, ma può essere necessario mettere limiti alla libertà per fare spazio al benessere collettivo, per sfamare gli affamati, per vestire gli ignudi, per dare un alloggio ai senza tetto, per consentire agli altri di essere liberi, per non ostacolare la giustizia e l'equità"<sup>17</sup>.

Ma se la libertà per Berlin è costitutiva dell'essere umano, questo non significa che della libertà si possa fare un uso illimitato quando, per il suo esercizio, si mettono in pericolo i diritti essenziali delle persone.

Quindi il limite alla libertà è dato dalla legge che deve tracciare la linea oltre la quale, la libertà arreca danno a ciò che è giusto e punire giustamente coloro che oltrepassano quella linea.

Coerentemente con questo assunto, Berlin, infatti, pensa che: "libertà ed uguaglianza sono tra gli scopi primari perseguiti per secoli dagli esseri umani; ma libertà totale per i lupi significa la morte per gli agnelli; una totale libertà dei potenti e dei capaci, non è compatibile col diritto che anche i deboli o i meno capaci hanno a una vita decente"<sup>18</sup>.

La libertà totale è un pericolo per i deboli e i bisognosi, ma anche una libertà limitata, usata per commettere abusi contro la proprietà o gli *stakeholder*, può dare adito ad insorgenze morali nella sfera d'azione del *management*. E' un rischio. E senza alternative bisogna correrlo! Senza la libertà l'agire non è etico, anche se per causa di una libertà male utilizzata, l'agire morale non è affatto scontato. E allora delle due l'una. O

scelgo la libertà e potrò aspettarmi una modificazione dei comportamenti nel senso della moralità, oppure dovrò rinunciare alla libertà e con questa anche alla possibilità di avere comportamenti etici.

L'area della discrezionalità è istituita dalla legge e, pertanto, il manager, per assicurarsi uno spazio di autodeterminazione, non dovrebbe fare altro che respingere ogni intromissione da parte di altri in forza di una norma che gli riconosce una libertà "da", nei confronti di tutte le altre componenti dell'impresa. Ma se il manager decide di non proteggere questa area di libertà dalle ingerenze esterne, la norma legale non considera ciò un reato e dunque non prevede alcuna sanzione o altro tipo di provvedimento.

Questo significa che il manager ha la facoltà di avvalersi della libertà negativa nei confronti del resto del mondo, ma nel caso in cui dovesse rinunciare a tale facoltà e quindi rinunciare alla discrezionalità, il suo comportamento, comunque, non avrebbe alcuna rilevanza legale.

Così stando le cose, la perdita di discrezionalità non pone in essere questioni legali, ma certamente pone problemi morali di grande importanza.

Se la libertà di scelta viene completamente sacrificata alle ragioni di una parte e quindi se la discrezionalità viene perduta, i comportamenti che ne deriveranno non potranno essere conformi ad alcun principio morale, ma saranno piegati al soddisfacimento di interessi particolari che nel nostro caso fanno capo, per un verso, alla pretesa proprietaria di far collimare l'agire manageriale al paradigma della creazione di valore per gli azionisti, per un altro verso alla pretesa del manager di trarre profitto dalla quotazione delle azioni della società delle quali è in possesso per via delle *stock options*.

Detto altrimenti, se il manager è condizionato o influenzato per interesse, non può agire discrezionalmente e pertanto non può adottare neanche alcun comportamento di tipo morale. Di contro, se il manager è indipendente da interessi particolari, compreso i suoi, l'area di discrezionalità prevista dall'art.2380-bis del C.C., è protetta e quindi agibile sul piano morale.

L'agire morale implica la volontarietà, ma questa volontarietà non può operare se non si è nelle condizioni per deliberare autonomamente.

Aristotele, nel libro terzo dell'Etica Nicomachea, ci dà un'analisi puntigliosa della questione, affermando che la forza vizia la volontarietà dell'azione perché ciò che si può definire come volontario, è ciò il cui principio è in chi agisce<sup>19</sup>.

Quindi ciò che ci costringe ad agire in un modo piuttosto che in un altro o che restringe il campo delle possibili alternative che potremmo seguire, influenza o annulla la nostra decisione, che non è più volontaria, cioè libera. Una volontà obbligata a scegliere qualcosa è in totale opposizione alla volontà di chi, se non fosse circoscritta o annullata, potrebbe scegliere di produrre corsi di azione più aderenti ai propri ideali pratici.

Su questo solco ancora Aristotele, parlando della deliberazione (*proairesis*), sostiene che noi deliberiamo sulle cose che dipendono da noi e che sono realizzabili, ovvero non impossibili in quanto non possiamo scegliere per esempio di essere immortali, ma possiamo scegliere su tutto quello che dipende dalla nostra conoscenza e cioè che si genera per nostra causa<sup>20</sup>. Gli incentivi annullano la moralità delle decisioni che si potrebbero generare da un manager libero che trova in se stesso, come la legge stabilisce, il principio del suo agire.

Peraltro, una discrezionalità formale o legale, se non è resa effettiva dall'indipendenza del manager da interessi particolari, semplicemente si svuota di ogni contenuto e quindi, *de facto*, non è utilizzabile, con la conseguenza di vanificare i benefici per cui era stata pensata e istituita.

Per completezza, è d'uopo dire che le armi attraverso le quali la proprietà invade la sfera di libertà negativa, di cui legalmente dovrebbe godere il manager per condizionarne le scelte, non sono solo le *stock options*. Gli incentivi possono essere utilizzati singolarmente, ovvero alternati a seconda delle situazioni con altre forme di interferenza tra le quali si possono annoverare misure di incentivazione come le *stock*

*grants* o i *benefits* non monetari (regali, viaggi, cure termali ecc.); o forme di tipo punitivo: declassamento, *takeover*, licenziamento.

Altresì, a monte di queste forme, riveste una grande importanza anche la modalità con la quale si procede generalmente all'elezione degli amministratori. Come spesso succede nelle assemblee, il *management* di un'impresa è scelto ed eletto dal gruppo di controllo azionario, attraverso il sistema delle deleghe. In questi casi, vi sono rischi più che fondati che il manager sia in balia degli investitori e dei gruppi di controllo per quanto attiene alle scelte di dirigenza dell'impresa. In tale condizione, il gruppo d'interesse opera la scelta di eleggere al vertice di un'impresa un amministratore o un dirigente tecnico fedele che "dipende da" e che dunque, perciò stesso, non è "libero da".

Tale visione delle cose è confermata da una notevole quantità di casi nei quali i manager, pur avendo la possibilità di operare in condizioni di libertà negativa nella sfera della discrezionalità, per obbedienza o per interesse, conformano le loro scelte ai desideri della cordata proprietaria, del patto di sindacato, cioè del gruppo di interesse che è in grado di eleggerlo come amministratore, o di blandirlo con cospicui incentivi, ma anche, al limite, di licenziarlo<sup>21</sup>.

La libertà negativa in questo caso non si genera a causa di una mancanza di indipendenza del manager dall'interesse del gruppo elettore, che ha sempre la possibilità di condizionarlo nella sua azione di direzione dell'impresa, con la conseguenza che in questa condizione non si costituisce un'area di libertà negativa perché, o per paura della punizione o per interesse personale, il dirigente subisce l'interferenza del dante causa della sua elezione.

Accade così che l'azione del manager viene intrappolata dalle pressioni che si presentano sotto forma di minacce e nel contempo di cospicui incentivi, di conseguenza, il movente che produce la decisione è pertanto imperativamente subordinato o alla volontà di neutralizzare le minacce o a quella di fruire al massimo grado degli incentivi e in entrambi i casi, comunque, in osservanza del *diktat* proprietario.

Il manager, in questo contesto, non è più un essere autonomo e indipendente, libero di scegliere e di decidere le strategie di governo dell'impresa, posto che la volontà proprietaria non si limita a valutare l'impegno e la capacità del manager per raggiungere il fine della remunerazione del capitale, ma si estrinseca in una serrata pressione *in itinere* che atrofizza le scelte di governo dell'impresa, trasformando il dirigente d'impresa in un mero esecutore delle richieste che vengono dalla proprietà.

A questo punto, il risultato è che il manager non è più nelle condizioni di agire liberamente e questo significa che la sua decisione non è altro che la meccanica esecuzione di un atto che è stato voluto e deciso da altri. Le conseguenze di questo, sul piano morale, sono evidenti: senza libertà non è possibile una scelta morale. La volontà di far collimare gli interessi proprietari con quelli del management, secondo lo schema della teoria dell'agenzia, preclude la libertà ai manager che, per ciò stesso, di conseguenza, non possono agire moralmente, ma neanche legalmente giacché il dettato del Codice Civile che attribuisce in via esclusiva il compito di governo dell'impresa al *management* rimane lettera morta.

## **B) L'incentivo agisce come un'istigazione all'opportunismo manageriale**

Negli ultimi anni Le *stock options* sono state offerte in quantità tali da diventare la principale voce dei compensi dei manager. Non ci sono precedenti infatti in tutta la storia del capitalismo occidentale sulle enormi quantità di risorse che la proprietà ha messo in campo per governare l'impresa agendo con la sola leva dell'incentivo. Inoltre, se si considera che durante gli anni '90 il corso delle azioni è aumentato di 4-6 volte e in alcuni casi di 20-30 volte, si comprende come il meccanismo delle opzioni sulle azioni sia stato un possente incentivo per ottenere dai manager il perseguimento di strategie societarie concentrate sulla massimizzazione del valore delle azioni. Con questo sistema il compenso dei manager è stato legato al valore delle azioni fino ad arrivare all'assurdo che lo

stipendio di un manager, in alcuni casi estremi, è di 1000 volte superiore al salario medio dei lavoratori al di sotto del livello di quadro<sup>22</sup>.

Le ragioni che sottendono alla scelta della proprietà di offrire incentivi ai dirigenti, attengono all'esigenza di fidelizzare i comportamenti del *management* alla causa della creazione di valore per gli azionisti, ma ciò evidentemente, presume, come sostiene la teoria dell'agenzia, che il *management*, per ragioni di opportunismo, potrebbe adottare comportamenti autointeressati e o divergenti, e che dunque non è "naturalmente" vocato a quella causa.

Il rimedio al problema, ossia l'enorme diffusione delle pratiche di incentivazione dello sforzo di direzione dell'impresa, dimostra che la proprietà riconosce l'esistenza di uno spazio di discrezionalità manageriale che genera indipendenza dall'interesse proprietario che va controllato o attraverso la punizione o attraverso l'incentivo<sup>23</sup>.

Ciò che accade invece è che i manager hanno tutto l'interesse a fare crescere il valore delle azioni della società di cui possiedono i diritti di opzione, ma questo dato pone questioni etiche che confliggono decisamente con le intenzioni del legislatore italiano e della teoria dell'agenzia. Pur di far crescere le azioni, infatti, i manager, in molti casi, hanno addirittura portato al fallimento le imprese dopo avere accumulato pesanti perdite e avere prodotto, a causa degli effetti reputazionali, enormi perdite di valore dei titoli. Oppure le hanno costrette ad attuare programmi di licenziamento e di delocalizzazione della produzione. Si pone dunque un problema morale di sicurezza e di tutela degli interessi degli azionisti e degli *stakeholder*, in quanto le esternalità sociali direttamente ascrivibili ai comportamenti opportunistici dei manager incentivati, hanno prodotto distruzione di valore economico e costi pubblici di grandi dimensioni e di devastante impatto, come si può facilmente evincere da recenti studi<sup>24</sup>.

L'incentivo economico, se nelle intenzioni del legislatore che assume come valide le conclusioni della teoria dell'agenzia, doveva allineare le funzioni obiettivo della proprietà e del *management*, producendo un risultato sul piano morale, di fatto mostra la sua

pericolosa inefficacia non solo nei confronti delle componenti non proprietarie, ma soprattutto, smentendo in ciò la teoria dell'agenzia, nei confronti della proprietà, posto che istiga il manager ad adottare pratiche di governo che mettono in pericolo gli interessi legittimi degli stessi azionisti.

Quindi l'annullamento dell'area di libertà manageriale per mezzo d'incentivo, di fatto, non può essere giustificata moralmente perché non è a garanzia del patto di fedeltà tra la proprietà e il *management*, bensì è causa di una saldatura tra potere e denaro che muove contro gli interessi degli stessi azionisti e che quindi, moralmente non è giustificabile. Vediamo perché.

### **B1) Potere e moralità**

La giustificazione che offre la tesi di Bearle e Means ripresa dalla teoria dell'agenzia in ordine al problema morale dell'abuso di autorità manageriale, consiste nell'asserire che vi è una relazione causale tra posizione ricoperta dal *manager* e insorgenza morale. Per cui è il potere (la posizione) del *manager* a consentirgli di abusare della carenza informativa del *principal* (gli azionisti) e così di produrre atti di gestione dell'impresa che non avrebbero potuto essere effettuati se non avesse ricoperto quella posizione. Tale spiegazione, tuttavia, non dà ragione del perché si debba porre necessariamente una relazione diretta tra potere e cedimento morale. Il potere di agire in modo opportunistico implica di per sé che il manager debba sporcarsi le mani? A ben vedere non c'è alcuna ragione, non gratuita, del perché il *manager* debba agire opportunisticamente se il potere non è funzionale all'interesse. Non è in discussione il fatto che tra chi gestisce il potere e chi ne subisce gli effetti, vi sia asimmetria informativa. E in effetti chi governa l'impresa dispone di una quota maggiore di informazione rilevante ai fini economici rispetto a chi ha messo i capitali, ma questo non basta a spiegare il motivo per cui, da uno squilibrio informativo, si debba produrre necessariamente un cedimento morale. In realtà, a mio giudizio, il problema morale che insorge non è dato dalla condizione di privilegio

gerarchico e quindi dalla posizione, ma dalla forza che distorce la funzione di quella posizione, piegandola ad un interesse. Mi spiego meglio. E' vero che il valore di mercato delle azioni subisce variazioni in alto o in basso non solo per i cosiddetti "capricci" del mercato e quindi della valutazione fatta sui titoli dal mercato stesso, ma anche per effetto delle decisioni che gli amministratori delle società hanno adottato in virtù della loro posizione, secondo lo schema del capitalismo manageriale, ma ciò non è sufficiente per inferire che gli stessi abbiano potuto effettuare operazioni moralmente eccezionabili solo perché si trovavano nelle condizioni per farlo (la posizione).

Non è per nulla inconcepibile un *manager* apicale che adotta decisioni eque nei confronti di tutti gli azionisti, agendo in piena diligenza così come previsto dal codice, senza pregiudicare in alcun modo l'interesse dell'azionariato. Quindi l'insorgenza morale non è data dalla posizione in cui si trova l'amministratore, ovvero dalla sua autorità che gli consente di disporre di informazioni rilevanti, ma dal fatto che questi ha un interesse preciso ad utilizzarle a proprio vantaggio o a vantaggio di coloro ai quali è legato (patto elettorale), e di condizionare l'esito delle transazioni, relegando l'azionista a cui non è legato, o il "resto del mondo" in una posizione di svantaggio. In altri termini, il manager agisce in modo immorale e illegale perché lui stesso ha un interesse per farlo, e questo interesse è generato dal possesso di *stock options* o di altre forme compensative, cioè di incentivi, o per fedeltà al dante causa della sua nomina. Questo significa che l'azzardo morale non si pone per il fatto di avere utilizzato nella transazione dei titoli la sua posizione di potere, ma per avere abusato di quella posizione in vista di un interesse suo o della cordata di cui è espressione all'interno del *board of directors*.

Se la discrezionalità operativa è stata manomessa da un interesse, perciò stesso la funzione dirigente è stata distorta e la distorsione non è dovuta alla divergenza di interessi o all'asimmetria informativa, quanto piuttosto alla mancanza di libertà negativa. Di conseguenza, la scelta del manager, in forza del possesso di *stock options*, non corrisponde all'esigenza morale perché viene appiattita sull'interesse personale.

Come si può vedere, il problema in questione mette in luce che il cedimento morale del *management* non è dovuto all'eccesso di discrezionalità, ma al contrario ad un *deficit* di libertà negativa, di non interferenza, cioè di indipendenza ed esclusività nella conduzione d'impresa in quanto è l'interesse personale, e specificatamente patrimoniale, che istiga all'utilizzo dell'asimmetria informativa per scopi opportunistici e quindi moralmente deprecabili. In particolare, la decisione del *manager* produce un corso di azione immorale a causa della dipendenza da un interesse patrimoniale che non fa parte della funzione dirigente, ma che viene artatamente generato e costituito in forza dell'incentivo.

D'altra parte non si vede per quale ragione un *manager* dovrebbe commettere abusi, mettendo a rischio il proprio lavoro, l'integrità personale e la propria reputazione se non avesse un preciso interesse.

E dunque, il gioco di prestigio sui titoli non è esercizio di potere manageriale *sic et simpliciter*; sarebbe così se quel potere fosse esercitato in piena libertà, ma di fatto la volontà che informa l'agire manageriale nei casi in cui è incentivato, è una volontà coatta dall'interesse di tipo patrimoniale che abdica al ruolo dirigenziale e si appiattisce alla logica di creazione del valore delle azioni di cui si è indirettamente proprietari, in virtù del possesso di diritti sui titoli dell'impresa.

In tale situazione, il *manager* non fa il suo dovere e quindi, non corrisponde al compito per cui è stato nominato, ovvero non dirige l'impresa in piena discrezionalità per il perseguimento dell'oggetto sociale. Lo scopo del *management* è quello di creare valore e cioè profitti per gli azionisti, non per se stesso. Quindi il profitto personale del dirigente non può essere indicato tra i doveri e gli scopi della funzione dirigente che, invece, è quella di allocare le risorse dell'impresa per remunerare i capitali investiti, integrando i valori e le istanze che promanano dai rapporti con gli *stakeholder* e con l'ambiente secondo il dettato del *green paper* dell'Unione Europea<sup>25</sup>.

## **B2) La trasformazione della figura manageriale in proprietà irresponsabile**

In questa sede tenterò di mostrare che la mancanza di un'area di non interferenza procurata attraverso la pratica dell'incentivo, lungi dal produrre quella saldatura di interessi tra la proprietà e il *management* che si era prefigurata erogando l'incentivo, perviene ad una trasformazione della figura manageriale in un tipo di proprietà irresponsabile, giacché mette in pericolo gli stessi interessi proprietari. Sostengo la tesi secondo la quale l'incentivo, tradendo l'intento per cui era stato erogato, acuisce la divergenza con gli interessi proprietari, procurando una trasformazione della figura manageriale in un tipo di proprietà irresponsabile che mette in moto corsi di azione lesivi degli interessi di tutte le componenti, ma soprattutto della proprietà. Questo equivale a dire che l'incentivo è il pericolo fondamentale per il rispetto dei diritti-pretese delle componenti dell'impresa. Vediamo perché.

Il manager ha ricevuto autorità dalla proprietà, quale funzione delegata per condurre l'impresa e conseguire lo scopo di massimizzare la remuneratività degli investimenti in capitale. Di conseguenza, secondo la teoria dell'agenzia, lo stesso manager non può perseguire altri scopi che non rientrano nel dettato della delega.

Il manager, tuttavia, può utilizzare la sua autorità per raggiungere scopi non collimanti con quelli della proprietà e che, di fatto, sono in conflitto con la delega. L'autorità del *management* nel governo dell'impresa può, infatti, deflettere o divergere dall'interesse proprietario in quanto tale scopo non appartiene direttamente alla funzione manageriale che, per interesse personale, può sfruttare a proprio vantaggio l'asimmetria informativa che si istituisce a causa della divisione dei compiti fra proprietà e controllo, con effetti di riduzione dei margini di *surplus* dovuto agli azionisti.

Come si vede, esiste una contrapposizione tra le pretese del *management* e quelle della proprietà, indipendentemente dal fatto che il *management* è incentivato, e questa contrapposizione è data dalla

naturale e strutturale presenza di un *self interest* uguale e contrario tra le due componenti.

Quindi è pacifico che fra le due componenti ci sono interessi in competizione e contrastanti facenti capo a valori e a pretese opposte, tanto che la proprietà si muove per regolare e disciplinare i comportamenti dei manager attraverso le pratiche punitive, ma per lo più nella stragrande maggioranza dei casi, attraverso l'incentivo. In effetti, la modalità di invasione dell'area di non interferenza, attraverso il mezzo dell'incentivo, è quella che rispetto alle altre è la più diffusa perchè non produce resistenze da parte dei destinatari. Non è pensabile un'azione di resistenza da parte del manager all'invasione dell'area attraverso l'incentivo, per le stesse ragioni per le quali sarebbe giustificabile in caso di punizione. In effetti l'incentivo, a differenza della punizione, si presenta sotto le forme attraenti di un bene, ammannito e gratuito, verso il quale il manager non ha motivo di assumere atteggiamenti difensivi per evitarlo, anzi cerca di ottenerne il massimo possibile. In tale mancata resistenza però, si consuma la caduta morale del manager che rinuncia alla sfera di libertà negativa in nome del guadagno personale.

Nel caso dell'incentivo, quindi, il disegno della proprietà è quello di creare una perfetta coincidenza di fini tra le pretese di remunerazione del capitale e l'agire interessato del manager. Ma il risultato finale di un tale proponimento non è affatto scontato, anzi in molti casi, rispetto alle attese, è il perfetto contrario e ciò perchè quella comunanza di interessi che si voleva creare *ad hoc*, dato che naturalmente o strutturalmente non esiste, non può neanche essere artatamente costruita attraverso una promessa di un guadagno, posto che l'averlo fatto ha prodotto un corto circuito nel sistema che ha messo in pericolo i fini dell'impresa e cioè la creazione di valore per gli azionisti. In questo contesto, insorge così il problema morale di proteggere la proprietà, dalla creatività avventuristica dei manager incentivati.

Se la proprietà offre incentivi al *management* allo scopo di avvicinare al proprio un interesse divergente, il risultato che si ottiene non è la convergenza dei due interessi, ma una trasformazione della

funzione manageriale in una tipologia proprietaria che presenta alcune caratteristiche comuni a quella propriamente intesa (chi possiede i mezzi di produzione) in quanto mira come la prima al guadagno, ma che ha scopi differenti da quella, in quanto il fine dell'impresa inteso come creazione di valore per gli azionisti non viene perseguito in sé, ma solo funzionalmente e subordinatamente al proprio interesse, fino a mettere a rischio la stessa esistenza dell'impresa.

La causa di questo corto circuito è in capo agli incentivi che trasformano il potere manageriale costituito dalla sfera di non interferenza proprio della funzione dirigente, in un potere che viene esercitato in vista di un interesse proprietario di tipo patrimoniale, posto che riguarda solo il guadagno monetario e le utilità, giacché per il resto questo potere non ha sufficienti ragioni per difendere il valore dell'impresa come tale e quindi subordina questo valore che appartiene ai molti *stakeholder* (dipendenti, fornitori, collettività) e *stockholder* (azionisti) al valore che così diventa soverchiante: l'utilità personale.

L'incentivo trasforma la figura manageriale in un proprietario, con un interesse uguale a quello proprietario: il guadagno, ma non alla stessa maniera in quanto il manager incentivato, pur avendo un interesse per il guadagno, non ha alcun interesse per la sorte dell'impresa, infatti, molte società sono state portate al fallimento mentre i manager percepivano compensi altissimi.

Al riguardo, secondo Guido Rossi, le *stock options* hanno alimentato l'epidemia moltiplicazione dei casi di conflitto d'interesse tra i dirigenti e tutti gli altri *stakeholder*, proprietà compresa tanto da sostenere che "Il caso più vistoso di conflitto di interesse è quello delle *stock options*, ovvero l'assegnazione come compenso ad amministratori e dirigenti di diritti di opzione sulle azioni della società in cui lavorano che possono essere vendute a scadenza. Ora se l'interesse sociale dipende dalla quotazione in borsa - più la quotazione aumenta, attraverso manipolazioni di ogni tipo, più si tutela l'interesse della società - salvo poi a vendere in proprio le azioni quando queste hanno raggiunto il massimo valore, magari subito prima del fallimento. Il diritto non può fare nulla e ancora più complicato è il discorso nelle società piramidali"<sup>26</sup>.

Il risultato di questa dinamica è che la proprietà dell'impresa, se offre incentivi ai manager, toglie ad essi il potere di decidere in senso morale sulla conduzione dell'impresa scambiando questo potere con una promessa di guadagno. Il corso d'azione che si genera, tuttavia, smentisce il disegno originario di fidelizzare il comportamento manageriale all'interesse proprietario. Infatti, se il potere manageriale viene disciplinato con promesse di guadagno, tale potere si ribalta contro chi pensava di usarlo a suo vantaggio, vanificando il disegno di chi elargisce incentivi e così conta di disporre del potere manageriale per allinearlo alla causa proprietaria. Infatti, i manager che non sono naturalmente "vocati" al dettato della massimizzazione del profitto per gli azionisti, quando sono istigati a farlo attraverso l'incentivo, creano un *vulnus* nel sistema perchè mettono in atto comportamenti che vanno nella direzione opposta a quella voluta dalla proprietà, approfittando della posizione privilegiata che occupano nell'impresa.

Non è un caso che le aziende americane, alle quali è stata fatta una completa radiografia dei bilanci da parte della magistratura, sono quelle in cui sono state messe in luce gravi irregolarità contabili che coinvolgono direttamente i *top* manager che percepivano enormi compensi.

L'indagine si è concentrata sulle aziende che sono passate sotto le istruttorie della S.E.C. (la Consob statunitense), del Dipartimento della Giustizia e di altre agenzie statali, e che hanno superato il miliardo di dollari di capitalizzazione di mercato nel 2001: Adelphia, AOL Time Warner, Bristol Myers Squibb, CMS Energy, Duke Energy, Dynegy, El Paso, Enron, Global Crossing, Halliburton, Hanover Compressor, Homestore, Kmart, Lucent Technologies, Mirant, Network Associates, Peregrine Systems, PNC Financial Services, Reliant Energy, Qwest, Tyco, WorldCom, e Xerox<sup>27</sup>.

I risultati confermano che l'operato di *top* manager e amministratori delegati - i CEO (Chief Executives Officer) - è stato mirato ad innalzare i livelli di guadagno personale fino al 70% in più, rispetto agli anni precedenti dal 1999 al 2001. Se nel 1982 il rapporto tra lo

stipendio degli *executives* e quello dei lavoratori era di 41 a 1, le più recenti analisi registrano un *gap* dieci volte superiore. Per un dollaro guadagnato da un impiegato di livello quadro, il suo top manager ne percepisce 411<sup>28</sup>. A fronte di questo dato, mentre collettivamente i C.E.O. di queste società hanno intascato 1,4 miliardi di dollari nei tre anni, i piccoli azionisti, in proprio o attraverso i fondi comuni, hanno accumulato perdite anch'esse molto oltre la media. Tra il primo gennaio del 2000 e il 21 luglio del 2002, infatti, i ricercatori hanno calcolato che il valore delle azioni è precipitato di 530 miliardi, circa il 73% del loro valore. Nella stessa indagine sugli eccessi dei *top* manager americani, risulta che ancora più tremendo è stato l'effetto dei cedimenti etici dei manager sui dipendenti: dal gennaio 2001 i licenziati delle 23 ditte messe sotto indagine sono stati 162mila<sup>29</sup>.

Come si può vedere, l'irresponsabilità manageriale, sul fronte opposto, si riflette anche sugli interessi degli *stakeholder*, i quali sono fortemente dipendenti dalle scelte manageriali, ma accampano pretese diametralmente opposte a quelle.

Nella valutazione di questi dati, la questione che interessa, ai fini del presente lavoro, è l'analisi e la comprensione della relazione tra la perdita di libertà negativa per mezzo di incentivo e la perdita di moralità nell'agire, determinato dall'avidità manageriale nella conduzione d'impresa.

La soluzione del problema non consiste nell'annullamento dell'interesse personale del manager, quanto, piuttosto, nel mantenere tale interesse separato da quello della proprietà, posto che l'averlo artatamente unito ha causato danni a quest'ultima.

Quindi la separazione delle sfere del potere e dell'interesse è la migliore cura che l'impresa possa fare per affrancarsi dall'opportunismo manageriale, che agisce sotto l'effetto "dopante" del meccanismo dell'incentivo che gli viene offerto dalla proprietà. In questa meccanica dazione, si coglie perfettamente una trasformazione dialettica della tesi nel suo contrario.

Ragion per cui, non è l'autonomia - l'autorità - il potere e quindi la discrezionalità in sé a produrre la *debacle* morale e sociale dei manager negli scandali delle grandi *corporation* a cui abbiamo assistito negli ultimi anni, ma è piuttosto il *mix* fra questa autorità e l'uso sconsiderato delle pratiche di incentivo da parte della proprietà per fidelizzare il *management* al paradigma della creazione di valore per gli azionisti, che ha trasformato tutta una classe di dirigenti in classe proprietaria irresponsabile.

Per un altro verso, il nesso tra la remunerazione incentivante dei manager e i risultati aziendali è una pura illusione che contrasta con la realtà delle cose, dal momento che una maggiorazione esponenziale dei compensi agli amministratori negli ultimi anni non ha portato ad una maggiore creazione di valore per gli azionisti, ma nella maggioranza dei casi ha messo in serio pericolo la solidità finanziaria delle società o addirittura ne ha provocato la fine.

Come già detto, la teoria dell'agenzia, in via teorica, assume che le *stock options* e le *stock grants* siano solo un mezzo per allineare gli interessi dei manager a quelli degli azionisti e quindi per creare una coincidenza di interessi fra la parte proprietaria dell'impresa e chi detiene le leve di comando della stessa.

Nella realtà però, come i dati ci dimostrano, succede che gli incentivi diventano innanzitutto delle sovracompenzazioni che istigano i manager a gonfiare il più possibile il corso delle azioni, quindi a occultare perdite o a far apparire profitti inesistenti, anche con la complicità a pagamento degli analisti e dei revisori contabili, proprio perché egli possa realizzare la promessa di guadagno legata al valore delle azioni.

Ma anche in caso di perdite rilevanti di valore delle azioni, i *top manager* hanno la possibilità di lucrare abbassando liberamente il prezzo delle azioni e operando di conseguenza operazioni di acquisto e vendita delle stesse, in vista dei propri guadagni e non per gli interessi generali dell'impresa.

Su questo solco, il giudizio dei senatori americani sullo scandalo Enron non lascia dubbi: "Il consiglio di amministrazione di Enron non è riuscito

a proteggere gli azionisti e ha contribuito al collasso della settima più grande public company degli stati uniti permettendo che Enron adottasse contabilità azzardate e scorrette, realizzasse operazioni inadeguate in palese conflitto di interesse su importanti attività rimaste occulte alle scritture sociali versando altresì compensi eccessivi ad amministratori e dirigenti. Il consiglio ha infine deliberatamente ignorato qualunque prova, a danno degli azionisti, dei dipendenti e di tutti coloro che erano in rapporto con la Enron<sup>30</sup>.

Nello stesso rapporto del senato americano si dice che il consiglio di amministrazione deliberando compensi smodati per loro stessi e per i manager esecutivi (265 milioni di dollari nel 2000), hanno compromesso i dividendi degli azionisti ed hanno consentito al C.E.O. Kenneth Lay, di ottenere 140 milioni di dollari di compenso di cui 123 milioni in *stock options*, mentre la Enron era in già in crisi finanziaria<sup>31</sup>.

Le *stock options*, dunque, hanno spinto i manager a comportarsi in modo contrario al disegno per cui quegli incentivi erano stati creati. E cioè hanno stimolato la "creatività" manageriale ad adottare comportamenti discutibili o illegali per gonfiare artificialmente il valore dei titoli e quindi i loro compensi. Per realizzare tali propositi essi hanno dovuto offrire consulenze ben pagate alle società di revisione e agli analisti di bilancio che invece di accertare e certificare la correttezza dei bilanci, hanno chiuso gli occhi sui buchi provocati dalla volontà manageriale di coprire le difficoltà contabili. Un caso emblematico è quello della Arthur Andersen, la società di revisione più gloriosa del mondo, che ha certificato come "corretti" comportamenti manageriali lesivi nei confronti degli azionisti ed ha consentito loro di continuare a lucrare sui compensi. Al momento, dopo lo scandalo, detta società è sul banco degli imputati insieme ai manager di Enron.

A questo si aggiunge la risposta del mercato al cedimento etico della Arthur Andersen che dopo la diffusione della notizia sulla sua complicità negli scandali, viene cancellata dalla Borsa prima ancora che il magistrato possa muoverle causa e ciò in ragione di una sanzione da parte degli investitori. Per inciso, in questo caso, c'è stata una sanzione reputazionale del mercato così drastica perché, evidentemente, l'investitore ha ritenuto che la violazione della Arthur Andersen della

norma di trasparenza e di verità sui bilanci per coprire i trucchi dei manager di Enron e poi di Worldcom, sia stata imperdonabile<sup>32</sup>.

Dopo i grandi scandali negli Stati Uniti, molte imprese hanno preso decisioni che confermano l'inadeguatezza e la pericolosità delle *stock options* come strumento di fidelizzazione dei manager agli interessi proprietari<sup>33</sup>.

**Possibile conclusione. L'agire morale nella sfera dell'agire manageriale è osservabile solo se si protegge lo spazio di libertà negativa istituito, ma non protetto, dal Codice Civile.**

Il dovere manageriale è quello di agire in regime di libertà negativa, e quindi, coerentemente con le norme societarie, in piena discrezionalità e indipendenza da interessi particolari.

Ma se l'agire manageriale, secondo la tesi della libertà negativa, deve essere un agire in regime di libertà e indipendenza, ogni interferenza a mezzo incentivo nei confronti di questo dovere produce una distorsione della funzione dirigente che diventa parte interessata al guadagno. Questa distorsione che diventa elemento portante dell'apparato motivazionale dell'agire del *manager* che concentra e finalizza ogni atto per remunerare i titoli di cui è proprietario.

Di conseguenza, come ho spiegato, il *manager* mette in pericolo il possesso dei mezzi di produzione della proprietà poiché agisce con interesse uguale e contrario a quello proprietario: la remunerazione del capitale posseduto, un interesse di ordine patrimoniale derivante dal possesso di titoli o di diritti sugli stessi.

A questo punto, l'insorgenza morale paventata nell'indagine di Bearle e Means e poi ripresa dall'*agency theory*, ha una spiegazione razionale non nell'eccesso di discrezionalità manageriale, ma, al contrario, in una privazione di discrezionalità che viene manomessa dall'invasione dell'interesse monetario nella sfera di amministrazione dell'impresa. Si può affermare, dunque, che l'incentivo economico opera una trasformazione dell'agire manageriale che, in assenza di discrezionalità e indipendenza da interessi di parte, diventa un agire di

tipo patrimoniale, snaturando completamente la funzione dirigente che ha l'unico scopo di perseguire il fine sociale dell'impresa. Inoltre, l'agire nella condizione di *manager*-proprietari, esclude la possibilità di agire eticamente per gli *stakeholder*, posto che l'appiattimento alla causa del guadagno personale non può che considerare in sub-ordine le istanze connesse con i diritti e i valori delle altre componenti nel senso della responsabilità sociale delle imprese.

Ne consegue che se il problema morale è l'opportunismo del *management*, occorrerebbe eliminare le cause che lo producono e cioè gli incentivi che peraltro, come abbiamo visto, sono abnormi. Purtroppo la legge finora ha considerato valide le conclusioni della teoria dell'agenzia e di conseguenza non ha vietato ai *manager* di percepire incentivi, ma questo ha comportato la mancata protezione dell'area di libertà negativa che si istituisce con gli artt.2380-*bis* e 2409 *septiesdecies* del Codice Civile. Ragion per cui il problema potrebbe essere risolto in via di autoregolazione e cioè di etica degli affari.

L'opportunismo manageriale, secondo la tesi della libertà negativa, pertanto è causato dalla stessa proprietà che, attraverso l'incentivo, mette in scacco lo spazio della discrezionalità manageriale in cambio di una promessa di guadagno, giacché questa produce un svuotamento, di fatto, dell'area di non interferenza generantesi dal dettato del Codice Civile che attribuisce il compito della gestione della società, esclusivamente alla dirigenza. Se i manager agissero infatti in un'area di libertà negativa protetta dall'ingerenza dell'incentivo, verrebbe meno anche l'interesse monetario di costoro e quindi non potrebbero mettere in pericolo gli interessi proprietari. Di contro, i manager incentivati per ogni atto di gestione dell'impresa dovranno operare una valutazione di convenienza personale connessa al possesso di incentivi. Così ogni volta che dovranno decidere e operare delle scelte, non potranno fare a meno di chiedersi se quella scelta è conveniente per loro oppure no.

Concordemente con tale assunto, Cesare Romiti, amministratore delegato della Fiat negli anni '80 e '90, sostiene che: "le stock options non sono uno strumento valido, non hanno funzionato, nè in Italia nè altrove e

addirittura possono essere considerate tra le cause della crisi del capitalismo". E ancora " Il mio atteggiamento è sempre stato critico tant'è che non ho mai voluto accettare stock options nei miei 25 anni di lavoro in Fiat. Ho sempre considerato che avendo in quel momento un gran potere non potevo farmi suggestionare nelle decisioni dalle stock options. A volte nella vita di un'azienda si devono prendere decisioni che hanno effetto nel medio-lungo periodo mentre le opzioni sono più spesso legate a piani industriali di breve periodo. In questo modo si finisce per snaturare la vita della società. Penso che sia più giusto dare un riconoscimento al lavoro del management sotto altre forme"<sup>34</sup>.

La distorsione della figura manageriale sta proprio in questo divenire parte interessata al guadagno, cioè una specie di proprietà. I manager non sono proprietari e non devono esserlo, ma quando vengono incentivati dalla proprietà con le *stock options*, vengono istigati ad agire come se lo fossero. Purtroppo il *management*, agendo con la stessa spinta motivazionale della proprietà, si pone in concorrenza a questa e ciò accade perchè l'incentivo trasforma la figura manageriale in un particolare tipo di proprietà che ha un interesse uguale e contrario a quello proprietario. Di conseguenza, la dimensione del potere o della discrezionalità dei dirigenti non essendo disgiunta dall'interesse personale, crea un mix di interesse e potere che produce un *vulnus* prima di tutto sui diritti-pretesa della stessa proprietà. Se invece, il potere fosse separato dall'interesse, si creerebbe una zona di libertà negativa, prevista già dagli artt.2380-*bis* e 2409 *septiesdecies*, che ha come risultato tangibile una distanza tra la funzione dirigente e l'interesse proprietario, la quale si tradurrebbe in una protezione degli interessi proprietari dalle bieche pratiche opportunistiche del *management*, ma soprattutto in un aumento del valore economico dell'impresa. A tale proposito Peter Wallison, *Senior Fellow* dell'America Enterprise Institute, così scrive in un recentissimo articolo: "The corporate form developed because, by centralizing authority to use capital in a board of directors, distinct from the shareholders, it promoted the creation of economic value"<sup>35</sup>. La tesi di Wallison è che l'impresa si è sviluppata ed ha creato valore economico perché ha centralizzato l'autorità di governo dell'impresa e le scelte,

sull'impiego del capitale sociale in un consiglio di amministrazione, distinto dall'assemblea dei soci.

Il fondamento della posizione che vede nella libertà negativa il presupposto e la *conditio sine qua non* per migliorare l'agire morale dei manager d'impresa, sta proprio nella separazione delle sfere dell'interesse e del potere. Se la proprietà tiene chiusa la borsa degli incentivi e offre al manager una retribuzione congrua al ruolo e alle responsabilità, senza ulteriori forme di compensazione dello sforzo, mette al sicuro anche la sua sfera di libertà negativa e cioè l'area di non interferenza che si genera dal diritto di proprietà e cioè dalla libertà di non subire interferenza da parte di un *management* opportunistico e autointeressato sulle giuste pretese degli azionisti alla remunerazione del capitale investito.

Stando così le cose, ne consegue che la discrezionalità e dunque il potere dei manager costituiscono un reale pericolo per gli interessi proprietari solo se sono intrecciati all'interesse personale dei dirigenti attraverso la pratica dell'incentivo. Se invece separiamo la sfera del comando o del potere o della discrezionalità, dalla sfera dell'interesse abbiamo che la discrezionalità (libertà negativa) non solo non costituisce un'emergenza morale, ma al contrario, rendendo effettiva la separazione netta tra il *management* e la proprietà sul piano degli interessi, si pone come l'unica garanzia possibile di moralità dell'agire manageriale sia verso la proprietà, sia verso il "resto del mondo". Da un canto l'agire dei manager infatti, come già mostrato, non confligge con l'interesse della proprietà alla remunerazione degli investimenti.

Da un altro canto, la libertà manageriale ha una qualità morale, quale garante delle pretese valoriali di tutte le parti in campo (*stakeholder*), proprio perchè non è legata all'interesse proprietario, ma è mossa solo dal dovere di perseguire l'oggetto sociale, il che mette il manager in condizioni di potere svolgere un ruolo di equilibrio e di mediazione per la considerazione equa di tutti gli interessi in campo.

In sostanza, la libertà dall'interesse economico del manager produce risultati morali sia per la proprietà sia per gli *stakeholder* in

quanto fornisce alla figura manageriale uno spazio di operatività, una zona di arbitralità, per trovare una mediazione tra l'istanza proprietaria e quella del "resto del mondo". A tale riguardo ritengo che solo un manager libero da interferenze possa esprimere un dovere fiduciario verso la totalità della società e non solo verso gli azionisti, se riteniamo che gli interessi degli *stakeholder* abbiano diritto ad una qualche cittadinanza all'interno dell'impresa. In proposito, vedrei con favore la promozione di studi e ricerche per tentare un approccio normativo alla teoria degli *stakeholder* basato sulla libertà negativa.

## Note

---

<sup>1</sup> art.2380-bis, Codice Civile, a cura di Giuseppe Finocchiaro, Il sole 24 ore, Roma, 2006, p.478.

<sup>2</sup> art.2409, *ibid.*, p.488.

<sup>3</sup> Cfr. I.Berlin, *Quattro saggi sulla libertà*, Feltrinelli, Milano,1989. Si tratta della concezione negativa della libertà o libertà "da". Ossia la libertà dalle interferenze esterne che ostacolano o annullano la possibilità dell'individuo di fare o essere ciò che vuole, entro un'area individuata. Una libertà, per seguire la metafora di Berlin, che ci rende padroni di uno spazio in cui il controllo è totalmente nostro. Questa concezione richiede che ogni uomo abbia diritto ad uno spazio in cui è sovrano e la sua libertà sia considerata sacra e inviolabile da tutti gli altri soggetti. L'ampiezza dell'area è ovviamente limitata, posto che la sua non-limitatezza porterebbe ad una situazione in cui ogni individuo, non avendo limiti alla sua azione, interferirebbe continuamente con gli altri e ciò procurerebbe una situazione di caos che metterebbe in scacco la stessa libertà. Tale limite dell'area è stabilito dalla legge, ma la legge stessa deve prevedere che vi sia una sfera personale in cui gli altri non possono e non devono entrare. Il senso negativo della libertà risponde alla domanda: "quale è l'area entro cui si lascia o si dovrebbe lasciare al soggetto – una persona o un gruppo di persone – di fare o di essere ciò che è capace di fare o di essere, senza interferenze da parte di altre persone?". Cfr. I. Berlin, *op.cit.*,p.189. La libertà, dunque, è data dalla costituzione di una zona protetta, da una sfera d'azione in cui si dà la possibilità ad un individuo di scegliere fra possibilità differenti senza dovere subire l'interferenza e quindi la limitazione da parte di altri individui.

<sup>4</sup> art.2392, Codice Civile, a cura di Giuseppe Finocchiaro, Il sole 24 ore, Roma, 2006, p481.

<sup>5</sup> artt.2393-bis, 2394 e 2395, *ibid.* pp.481-482.

<sup>6</sup> D.lgs. 8 giugno 2001, n.231 pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n.140 del 19 giugno 2001.

<sup>7</sup> D.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6 pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n.17 del 17 gennaio 2003, S.O. n.8. Si vedano al riguardo gli artt.2409-*octies, novies, duodecies,terdecises, quaterdecies* del Codice Civile, a cura di Giuseppe Finocchiaro, Il sole 24 ore, Roma, 2006, pp486-488.

<sup>8</sup> Renzo Costi, *La responsabilità sociale dell'impresa e il diritto azionario italiano* in Guida critica alla responsabilità sociale e al governo d'impresa, Bancaria Editrice, Milano 2005, p.427.

<sup>9</sup> Sull'argomento ha fatto scuola la sentenza della corte suprema dello Stato del Michigan del 1919 (<http://www.lapres.net/dodge.html>) che vedeva contrapposti i fratelli Dodge a Henry Ford, azionisti importanti i primi e fondatore e presidente il secondo della *Ford Motors*. Ford annunciò che, anche se la società aveva fatto registrare in quel periodo, una quantità spettacolosa di utili, i dividendi

---

distribuiti agli azionisti non sarebbero stati più alti rispetto agli anni precedenti, e ciò per favorire un'espansione delle fabbriche, un aumento dei salari e altri provvedimenti finalizzati a espandere benefici dell'impresa a un maggior numero di persone. I fratelli Dodge si opposero in tribunale alla decisione di Ford sostenendo la tesi che i dividendi dovevano essere interamente distribuiti agli azionisti, negando la validità dell'esercizio della discrezionalità manageriale, allorché questa fosse orientata a perseguire scopi e propositi altri rispetto al guadagno per gli azionisti. La corte diede ragione ai Dodge e torto a Ford in forza delle motivazioni riportate nella sentenza in cui i giudici sostenevano che: "un'impresa è organizzata e gestita primariamente per il profitto degli azionisti. Dunque i poteri dei direttori devono essere impiegati a tal fine. La discrezionalità dei direttori va esercitata nella scelta dei mezzi per raggiungere detto fine e non si estende al mutamento del fine stesso".

<sup>10</sup> A. Bearle e G.C. Means, *The Modern corporation and private property*, 1932, Trad. in Italiano Società per azioni e proprietà privata, ed. Einaudi 1966.

<sup>11</sup> Cfr. Bearle e Means op.cit.p.7. "Questo evento è avvenuto per cause finanziarie dovute all'esigenza di creare grandi imprese che in virtù di economie di scala potevano realizzare profitti molto alti. Ovviamente queste imprese avevano bisogno di capitali enormi che né il capitalismo familiare, né le banche potevano sostenere. Così entrano nella proprietà dell'impresa una moltitudine di piccoli risparmiatori che acquistano piccolissime, ma numerosissime quote di capitale per sostenere i costi industriali delle grandi imprese. L'effetto indiretto di tale ingresso nel capitale da parte di piccoli segmenti proprietari è che la proprietà aveva perso il controllo delle imprese data la polverizzazione e frammentazione dell'azionariato che relegava la proprietà a semplice percettore di dividendi, abdicando totalmente al governo dell'impresa. Conseguentemente questo potere era andato nelle mani di manager di professione che amministravano le imprese in totale autonomia e discrezionalità, senza dovere rispondere ad una proprietà che, proprio per la sua enorme frammentazione, non aveva più la capacità di disciplinare l'operato della dirigenza". La trasformazione in forza della quale si ha una profonda modificazione dei rapporti di proprietà nelle grandi società per azioni, secondo Bearle e Means, è una forma di governo d'impresa nella quale il potere dei manager è tale da annullare la legittima pretesa della proprietà di esercitare le funzioni di governo nell'impresa. Da un punto di vista morale, questa trasformazione implica anche la disintegrazione del diritto di proprietà nelle sue componenti fondamentali: il potere di disporre dei propri beni e la facoltà di godimento.

<sup>12</sup> Coase R.H., *Impresa, Mercato, Diritto*, Bologna, Il mulino, 1995.

<sup>13</sup> Fama E.F., Jensen M.C., *Separation of ownership and Control*, Journal of Political Economy, n.88, 1980, pp.288-309.

<sup>14</sup> Ibid.

<sup>15</sup> art.2389, Codice Civile, a cura di Giuseppe Finocchiaro, Il sole 24 ore, Roma, 2006, p.480. Le *stock options* definiscono un meccanismo di incentivazione del *management* che sostanzialmente prevede la concessione di un'opzione (promessa unilaterale del datore di lavoro) al dipendente (il manager), per potere acquistare azioni della società per la quale lavora (o anche delle collegate e delle controllate) ad un prezzo prefissato (di norma è il prezzo alla data della concessione dei diritti di opzione, ma a volte sono anche retrodatati) ad una data determinata. Al verificarsi di un aumento delle azioni rispetto alla data di concessione, il manager può esercitare l'opzione e così entrare in possesso di titoli azionari dell'impresa rivalutati. Se il manager decide di venderli, il beneficio si traduce in un ricavo monetario extra, ma qualora il titolo non dovesse aumentare di valore allora il manager può astenersi dall'esercitare il diritto di opzione sulle azioni e così non perdere nulla. Come si vede il meccanismo delle *stock option* è senza rischi per il dirigente in quanto se non esercita il diritto, in caso di abbassamento del valore dei titoli, lui non perde nulla.

<sup>16</sup> Cfr. Codice di autodisciplina delle società quotate - [www.borsaitaliana.it/documenti/codiceautodisciplina\\_pdf.htm](http://www.borsaitaliana.it/documenti/codiceautodisciplina_pdf.htm), p.13.

<sup>17</sup> I.Berlin, *Alla ricerca dell'ideale* in Etica ed economia, la Stampa, Torino 1990, p.20.

---

<sup>18</sup> *ibid.*, p.19.

<sup>19</sup> Aristotele, *Etica Nicomachea*, Laterza Bari 2005, Libro III, 1111a, 21-25, p.83.

<sup>20</sup> *Ibid.*, Libro III, 1112a, 30-35, p.89.

<sup>21</sup> Un esempio di intromissione nell'area di non interferenza, è dato dalla situazione tipo in cui i proprietari esercitano pressioni nei confronti dei manager al fine di determinarne le scelte e, in forza di questa ingerenza, ricavare il massimo profitto dall'attività imprenditoriale. Il pensiero di Gallino al riguardo è molto chiaro: "Le iniziative che gli azionisti hanno intrapreso dagli anni '80 ai nostri giorni per prendere o riprendere un maggior controllo delle imprese di cui detengono quote di titoli, al fine precipuo di far salire il loro valore per compensare la riduzione dei profitti del periodo precedente, vengono appropriatamente ricomprese sotto la voce che ci è ormai nota di *attivismo*. Gli attori economici che si sono maggiormente distinti in tema di attivismo sono stati gli investitori istituzionali. Peraltro anche grandi famiglie proprietarie hanno fatto la loro parte. Oggetto delle iniziative di codesti attori sono stati i manager e i dirigenti operativi, che si sono trovati così esposti a nuove o inasprite forme di disciplina ....al fine di ottenere che manager e dirigenti si comportino come agenti che mettono disciplinatamente in atto le sue prescrizioni, in primo luogo "creare valore per gli azionisti", l'investitore deve assumere un ruolo di un principale capace di usare nei loro riguardi il mix più efficace di compensi, minacce e punizioni". Si veda Luciano Gallino, *L'impresa irresponsabile*, Einaudi, Torino 2005, pp.116-117.

<sup>22</sup> Luciano Gallino, *op.cit.* pp.120-121

<sup>23</sup> Come già detto in precedenza, secondo la teoria dell'agenzia l'interesse personale del manager è il problema d'agenzia e determina dei costi che dipendono sia dall'ampiezza della delega del *principal* all'*agent*, sia dagli strumenti concreti a disposizione del *principal* per controllare l'operato dell'*agent*.

<sup>24</sup> Luciano Gallino, *L'impresa irresponsabile*, Einaudi, Torino 2005, p.170.

<sup>25</sup> U.E. Libro Verde per promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese, Commissione delle Comunità Europee, Bruxelles 2001.

<sup>26</sup> Guido Rossi, *Il conflitto epidemico*, Adelphi, Milano 2003 pp.57-58

<sup>27</sup> Si veda "Executive Excess 2002" rapporto curato da due gruppi di ricerca sulle tematiche sociali e del lavoro, l'Institute for Policy Studies di Washington e l'United for a Fair Economy di Boston).

<sup>28</sup> *Ibid.*

<sup>29</sup> *ibid.*

<sup>30</sup> The Role of the board of Directors in Enron Collapse, report of United States Senate, 8 luglio 2002, <http://f11.findlaw.com/news.findlaw/cnn/docs/enron/senspsi70802rpt.>, p.11.

<sup>31</sup> *ibid.*, p.52.

<sup>32</sup> Luciano Gallino, *op.cit.* p.30.

<sup>33</sup> "McAfee e CNET Networks hanno azzerato i loro vertici, cacciando numerosi executive a cominciare dai rispettivi amministratori delegati e presidenti. George Samenuk ha rassegnato le dimissioni dal colosso dei software di sicurezza e antivirus McAfee, che ha contemporaneamente liquidato anche il direttore generale Kevin Weiss. Il colosso dell'editoria Internet CNET si è sbarazzato di Shelby Bonnie, co-fondatore nonché chairman e Chief Executive Officer dell'azienda,

---

oltre che del capo dell'ufficio legale e del direttore del personale. In entrambi i casi il terremoto è il risultato di indagini interne che hanno portato alla luce manipolazioni delle opzioni azionarie per gonfiare i compensi dei dirigenti. Le vittime eccellenti sono le ultime in uno scandalo sempre più vasto: nei giorni scorsi il leader dei servizi di collocamento online, Monster World-Wide, ha annunciato che l'amministratore delegato e fondatore si farà da parte rimanendo solo presidente onorario. Di recente l'icona dell'informatica Apple, Steve Jobs che avrebbe saputo di manipolazioni, pur senza avvantaggiarsene personalmente, presentare le proprie scuse agli azionisti. [...] Il leader dei cavi televisivi Cablevision, [...] ha sofferto l'imbarazzo di opzioni offerte concesse ad un executive dopo il suo decesso. [...] L'ex amministratore delegato della Converse Technology, Jacob Alexander è stato da poco catturato in Namibia ed è in attesa di estradizione per rispondere alle accuse di truffa sulle opzioni. Oltre un centinaio di società americane sono nel mirino delle autorità federali, della SEC (Security Exchange Commission) e del Dipartimento di Giustizia per le *stock options* facili, anzitutto la pratica di retrodatare le opzioni allo scopo di consentire ai beneficiari di avvantaggiarsi di quotazioni più basse dei titoli". Il sole 24 Ore, n. 276, del 12 ottobre 2006, Finanza e Mercati, p.46.

<sup>34</sup> Si veda ilsole24ore n.179 del 2 luglio 2006, p.2.

<sup>35</sup> Peter Wallison, Should Corporations Be Democracies?, "The American" May/June 2007.