



www.lavoce.info

[Finanza](#) / [Corporate Governance](#)

CDA, QUANTO MI COSTI?

di [Alessandro Casanova](#) e [Emilio Roncoroni](#) 12.11.2010

I compensi ai membri dei consigli di amministrazione e agli amministratori delegati sono adeguati? Hanno cioè una corrispondenza con i risultati ottenuti dalle società che dirigono? Per un campione di aziende quotate, il costo dei Cda varia dai 600mila ai 15 milioni di euro. Ed è superiore di cento volte al costo medio del personale. La retribuzione dell'amministratore delegato incide per circa la metà. Ma tra emolumenti e utile generato non si riscontra una relazione diretta. Insomma, il costo di questi organi sembra largamente immotivato e determinato da fattori endogeni.



Sempre più di frequente sui mezzi di comunicazione ci si interroga sul grado di adeguatezza dei compensi dei manager aziendali e, in particolare, del **costo degli organi direttivi** delle società.

IL CAMPIONE

Le imprese quotate riportano nel bilancio di fine esercizio i compensi pagati ai membri dei consigli di amministrazione così come gli emolumenti al top management. L'insieme di queste informazioni permette di valorizzare il costo sostenuto da ciascuna società per remunerare le prestazioni degli organismi dedicati allo sviluppo delle linee strategiche e alla loro attuazione.

Per capire meglio il peso di questi organismi, sono stati analizzati i costi dei Cda di un gruppo di **società quotate**, formato sia dalle grandi imprese sia da quelle con capitalizzazione tra 100 e 500 milioni di euro.

Il campione (riportato nella tabella 1) è composto da una ventina di aziende che coprono oltre la metà della capitalizzazione di borsa del 2009.

SOLDI MERITATI?

I consigli di amministrazione costano alle società del campione da 600 mila euro (Yoox) a **15 milioni** di euro (Generali), la mediana è 3,9 milioni di euro; se si sommano anche i compensi al top management, il costo mediano sale a 6,4 milioni di euro. Rapportati alla **capitalizzazione** delle società, i costi degli organi di governo (Cda più top management) oscillano tra un minimo dello 0,03 per cento (Eni) e un massimo del 2,94 per cento (Seat PG). È importante sottolineare che per le società del campione esaminato, il costo assoluto degli organi di governo risulta sostanzialmente indifferente rispetto alla dimensione della società e soprattutto alla capitalizzazione della stessa. Ne consegue che imprese con capitalizzazione ridotta (inferiore ai 500 milioni di euro) tendono a “costare” agli azionisti in misura superiore. Infatti se assumessimo il costo degli organi di governo quale *proxy* della capacità di generare valore dalla gestione dell'impresa, le società di medio-piccola dimensione non risulterebbero attrattive per un azionista: il costo annuo di tali organi si colloca attorno all'1–1,50 per cento per gestire un solo asset.

La metà circa del costo dei Cda è relativa ai compensi dell'**amministratore delegato**. Anche in questo caso con forti oscillazioni: 11 per cento per Hera, 88 per cento per Yoox e Acea e 83 per cento per Finmeccanica. Se l'ad è il “capo d'azienda”, allora risultati come quelli di Yoox, Acea e Finmeccanica starebbero a illustrare imprese con un vertice operativo che dispone di forte **autonomia e indipendenza** dal Cda. Per incentivare l'ad a perseguire scelte strategiche non troppo azzardate, la sua remunerazione dovrebbe essere formata in misura prevalente da **bonus** su obiettivi di medio periodo. Dalla lettura dei bilanci non si può comprendere come siano stabiliti i bonus, mentre si può calcolarne l'incidenza sul compenso totale: per Finmeccanica 66 per cento, per Acea 41 per cento, per Yoox solo il 28 per cento.

Per i casi opposti, quelli nei quali l'emolumento dell'amministratore delegato pesa meno della metà del costo del Cda, la ridotta incidenza del suo compenso riflette situazioni abbastanza disomogenee. In alcune società, come Intesa SanPaolo, la scelta di optare per un sistema duale, consiglio di sorveglianza e comitato esecutivo, ha determinato un forte incremento del costo complessivo di questi organismi: quasi 14 milioni di euro contro i 9,5 milioni di euro di Unicredit. In altre società (Generali, Brembo), dipende da un elevato costo dei membri del consiglio .

Si può ottenere una misura dell'adeguatezza del costo del Cda confrontandolo con il **costo medio del personale** impiegato nel gruppo. In sei casi (Fiat, Intesa San Paolo, Generali, Brembo, Unicredit, Eni), il costo di tutto il Cda è superiore a 100 volte il costo medio del personale, con punte che sfiorano le 300 volte.

COSTO DEL CDA E PERFORMANCE AZIENDALI

Il livello degli emolumenti complessivi del Cda e dell'ad dovrebbe essere correlato a qualche indicatore di performance. Abbiamo provato a verificarne il grado di correlazione con alcuni dei principali indicatori (utile e dividendo) con riferimento al 2009. Non è stata riscontrata alcuna relazione tra il costo complessivo del Cda e il **dividendo** distribuito, sembra quindi che il maggior costo del Cda non generi un ritorno all'azionista in termini di dividendi più corposi. Una debole relazione è invece riscontrabile tra gli emolumenti complessivi dell'amministratore delegato e i dividendi distribuiti. Seppure azzardando, si potrebbe suggerire che se il Cda è l'organo aziendale

atto a definire le strategie generali, l'amministratore delegato è colui che individua le tattiche operative per raggiungere tali strategie: potrebbe dunque gestire la leva del dividendo per instaurare un maggior grado di fiducia con l'azionista e quindi giustificare i propri maggiori compensi.

Anche tra il costo del Cda e l'utile generato non è riscontrabile una relazione diretta. Ovviamente, per poter definire più precisamente la natura e il grado di queste relazioni sarebbe necessario disporre di una serie temporale più lunga.

Le **correlazioni** maggiori si rilevano tra le serie: costo del Cda e rapporto fra costo Cda e costo medio per addetto e tra le serie costo del Cda e rapporto fra costo ad e costo per addetto. L'andamento di queste correlazioni sembrerebbe suggerire la presenza di una relazione positiva tra il livello del costo degli organi di governo delle società e il costo medio del personale del gruppo.

Una certa correlazione è anche riscontrabile tra il costo complessivo del Cda e il totale dei **bonus** incassati dai suoi componenti. Si tratta di una correlazione forse ovvia, che però evidenzia come i costi totali lievino all'aumentare del bonus come strumento di remunerazione.

È possibile anche azzardare una relazione diretta tra capitalizzazione e costo dell'ad, che potrebbe essere motivata dal fatto che l'aumento del valore complessivo della società, della complessità della gestione e della conseguente visibilità dell'amministratore delegato deve essere compensato con una più elevata remunerazione.

Infine, si è provato anche a dividere il campione in due gruppi: società con capitalizzazione elevata e società con capitalizzazione ridotta (la soglia è rappresentata dai 2 miliardi di euro).

Si sperava di trovare all'interno dei due gruppi correlazioni più nette, ma non è stato così: le relazioni sono risultate meno chiare e ben definite.

La debolezza delle relazioni riscontrate tra il livello dei costi dei Cda e alcune performance aziendali, può quindi permettere di affermare, almeno per le società del campione, che il costo di questi organi è largamente immotivato e determinato da fattori endogeni.

Tabella 1

	Capitalizzazione media 2009	Costo Cda	Costo Cda-capitalizzazione media 2009	Costo Ceo-costo Cda	Costo Cda-costo medio personale	Costo Ceo-costo medio personale
Grandi società	milioni euro	migliaia euro	%	%	numero	numero
Eni	66.423	6.446	0,01	66,3	121	80
Enel	32.365	4.502	0,01	58,2	74	43
Unicredit	31.516	9.529	0,03	44,9	173	78
Intesa SanPaolo	30.499	13.820	0,05	29,0	257	74
Generali	23.682	15.106	0,06	37,8	243	92
Fiat	8.270	11.532	0,14	41,5	322	133
Banca MPS	6.858	4.711	0,07	41,8	66	27
Finmeccanica	6.249	5.652	0,09	83,4	90	75
Terna	5.074	3.066	0,06	62,0	58	36
A2A	4.030	3.890	0,10	41,7	71	30

Parmalat	2.709	1.542	0,06	35,7	45	16
Prysmian	1.919	3.875	0,27	49,6	69	34
Acea	1.839	3.782	0,21	88,0	88	77
Hera	1.594	1.964	0,12	10,8	36	4
Medio-piccole						
IMA	459	2.595	0,57	39,5	49	19
Sorin	427	2.571	0,60	54,1	40	22
Seat PG	402	4.189	1,04	35,7	95	34
Landi Renzo	353	842	0,24	48,7	21	10
Esprinet	321	3.010	0,94	30,1	66	20
Brembo	299	6.928	2,32	14,4	203	29
Interpump	276	3.449	1,25	55,8	97	54
Yoox	245	595	0,24	88,2	12	10

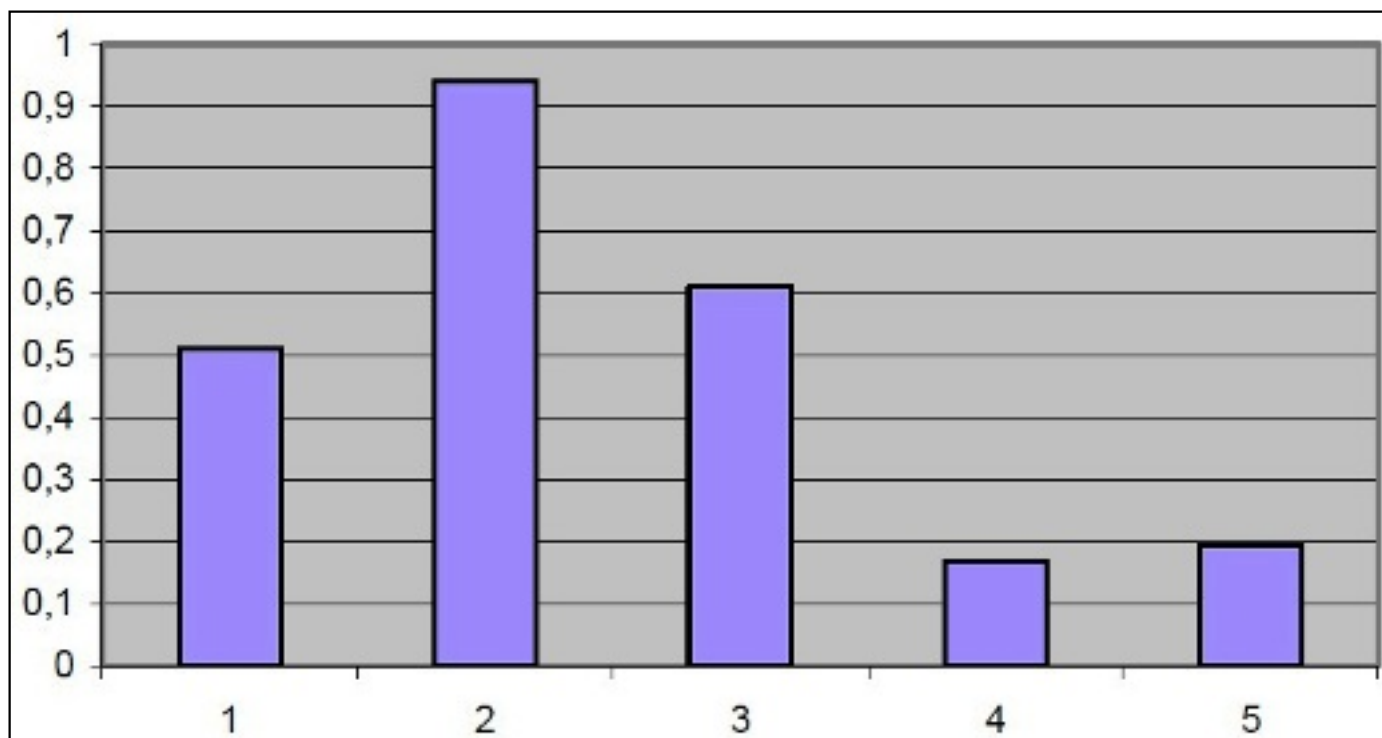
Note alla tabella:

I compensi del Cda di un anno possono subire forti oscillazioni per pagamenti straordinari (liquidazioni, per esempio), tuttavia si è voluto inserire il dato totale per evidenziare il costo sostenuto dalla società nell'esercizio.

Assicurazioni Generali ha due amministratori delegati, nella tabella sono inseriti nella voce Ceo la somma degli emolumenti di entrambi.

Alcune società (Finmeccanica, A2A, Prysmian, Brembo, Yoox) prevedono che il presidente sia anche amministratore delegato, nella tabella il costo è stato imputato a Ceo.

Grafico 1 - Indici di correlazione tra costo cda e alcune grandezze



Legenda grafico

1= correlazione costo cda con capitalizzazione

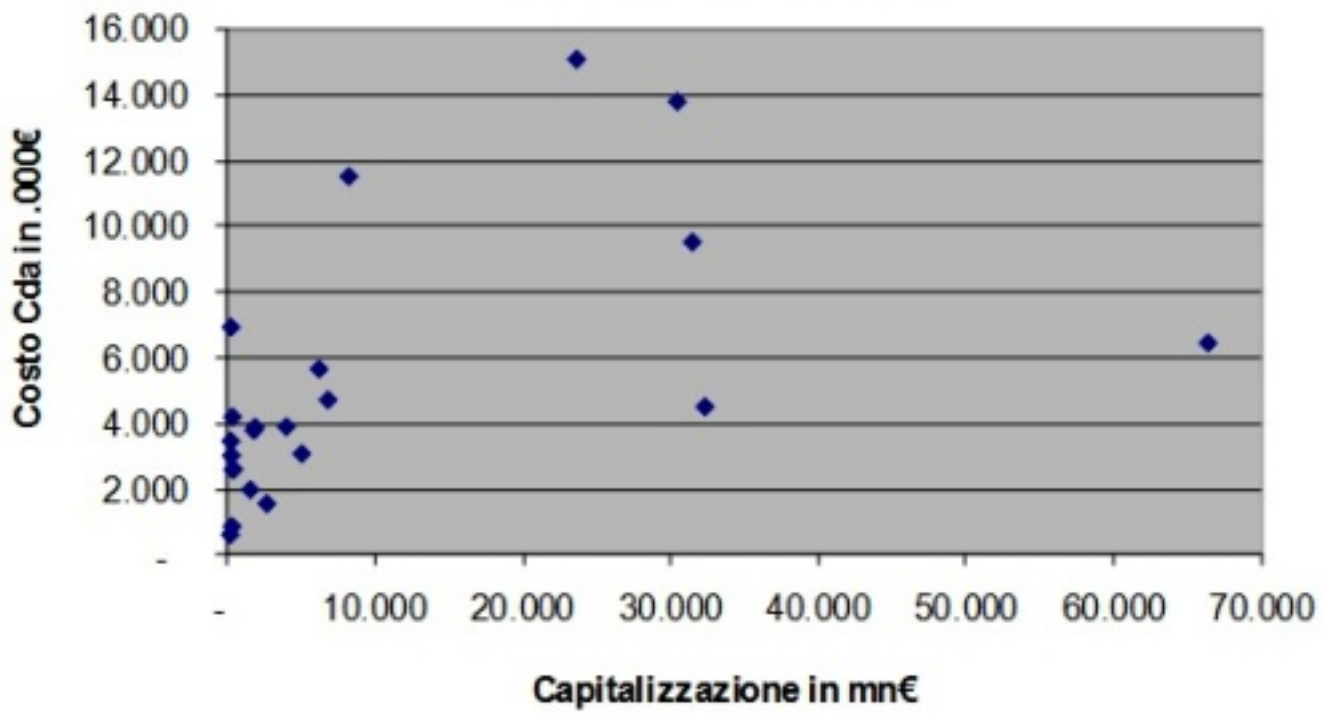
2= correlazione tra costo cda e rapporto costo cda e costo dipendente

3= correlazione tra costo cda e rapporto costo Ceo e costo dipendente

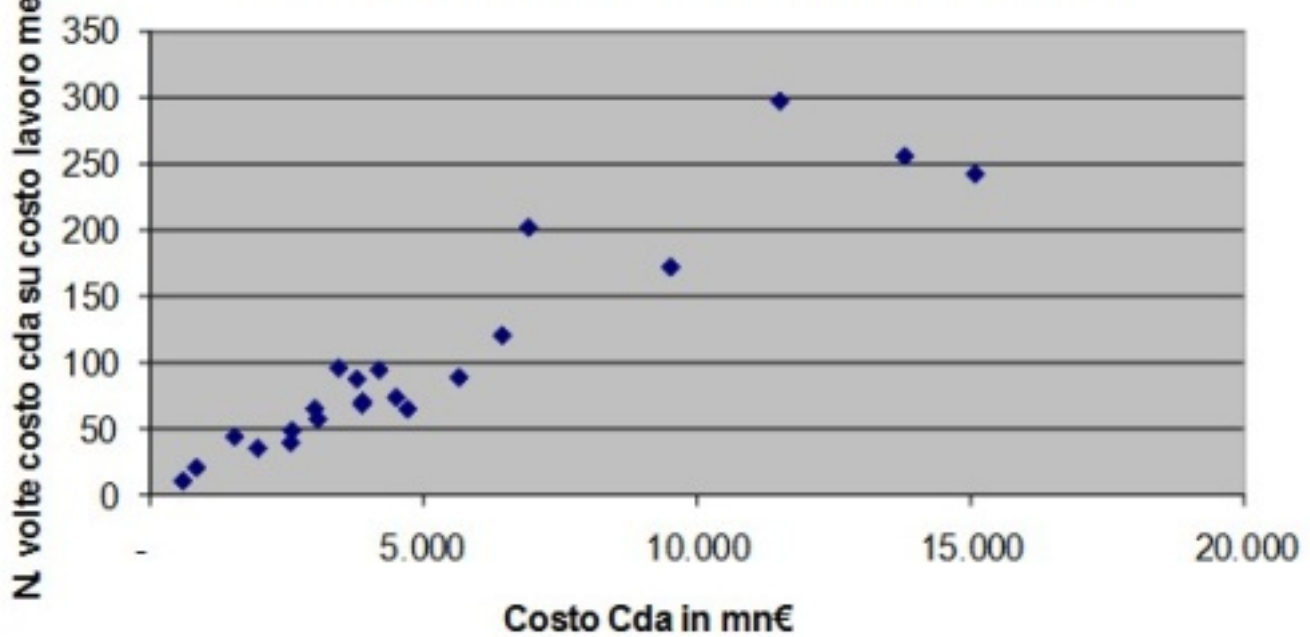
4= correlazione tra costo e utile

5= correlazione tra costo cda e dividendo

Costo Cda e capitalizzazione



Costo Cda e costo Cda su costo medio addetti



Costo Cda e dividendi

