

Università degli Studi di Padova



Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali “Marco Fanno”

**Corso di Laurea Magistrale in Economia e Direzione
Aziendale**

**TRATTAMENTO FISCALE E CONTABILE DELLE
STOCK OPTION IN ITALIA:
EVOLUZIONE NORMATIVA ED EVIDENZE EMPIRICHE**

Tesi di Laurea

Relatore: Ch.Ma Prof.ssa ELENA SAPIENZA

Laureando: ANDREA VANIN

Matricola N. 622883

Anno Accademico 2011 – 2012

INDICE

| | |
|--|-----------|
| INTRODUZIONE | I |
| CAPITOLO 1. STOCK OPTION: FRAMEWORK TEORICO | 1 |
| 1.1 DEFINIZIONE TECNICA DEI PIANI DI STOCK OPTION | 1 |
| 1.2 RELAZIONE DI AGENZIA E FUNZIONE INCENTIVANTE | 5 |
| 1.3 LA POLITICA DI REPRICING | 11 |
| 1.4 FINALITÀ COMPLEMENTARI ALL'INCENTIVAZIONE: L'EFFICACIA RITENTIVA E L'ATTRAZIONE | 13 |
| 1.5 CONFIGURAZIONE DEL PACCHETTO REMUNERATIVO E GRADO DI ESPOSIZIONE AL RISCHIO | 16 |
| 1.6 IL CONTESTO NAZIONALE ALLA BASE DELLA DIFFUSIONE DEI PIANI DI STOCK OPTION | 27 |
| CAPITOLO 2. IFRS 2: ASPETTI CONTABILI E VALUTATIVI | 29 |
| 2.1 IL PERCORSO EVOLUTIVO DEI PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI | 29 |
| 2.1.1 LA RAPIDA OBSOLESCENZA TECNICA DELL'APBO N°25 | 29 |
| 2.1.2 IL DIBATTITO ATTORNO ALL' EXPOSURE DRAFT "ACCOUNTING FOR STOCK-BASED COMPENSATION" | 33 |
| 2.1.3 LO SFAS 123: IL RISULTATO DI UN COMPROMESSO | 34 |
| 2.2 IFRS 2 SHARE BASED PAYMENT | 42 |
| 2.2.1 AMBITO DI APPLICAZIONE | 42 |
| 2.2.2 RILEVAZIONE INIZIALE | 45 |
| 2.2.3 RILEVAZIONI SUCCESSIVE | 47 |
| 2.2.4 DETERMINAZIONE DEL FAIR VALUE E MODELLI DI OPTION PRICING | 53 |
| 2.3 IL CONTESTO NORMATIVO E CONTABILE ITALIANO | 70 |
| 2.3.1 CENNI ALLA DISCIPLINA CIVILISTICA | 70 |
| 2.3.2 LA NORMATIVA SULLA TRASPARENZA INFORMATIVA | 73 |
| 2.3.3 IL DUALISMO PRESENTE NEL TRATTAMENTO CONTABILE ITALIANO | 79 |
| CAPITOLO 3. STOCK OPTION: REGIME FISCALE | 83 |
| 3.1 COORDINAMENTO FISCALE CON RIFERIMENTO AI PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI | 83 |
| 3.2 PIANI OFFERTI DALLA CONTROLLANTE IN FAVORE DEI DIPENDENTI DEL GRUPPO | 89 |

| | | |
|------------|--|-----------|
| 3.3 | L'EVOLUZIONE DELLA NORMATIVA VERSO LA RIDUZIONE DEI BENEFICI FISCALI IN CAPO ALL'ASSEGNATARIO | 91 |
| 3.4 | L'ABOLIZIONE DEI BENEFICI FISCALI PER LE STOCK OPTION ASSEGNATE AI DIPENDENTI | 98 |

CAPITOLO 4: IMPATTO DELLA NORMATIVA FISCALE SUL DESIGN DELLE STOCK OPTION:

| | | |
|------------|--|-------------------|
| | <u>EVIDENZE EMPIRICHE</u> | <u>103</u> |
| 4.1 | TEORIE A CONFRONTO | 103 |
| 4.2 | LA COSTRUZIONE DEL CAMPIONE | 107 |
| 4.3 | LA POPOLARITÀ DELLE STOCK OPTION | 112 |
| 4.4 | LA CONFORMITÀ DEL DESIGN DELLE STOCK OPTION ALLA NORMATIVA FISCALE | 115 |
| 4.5 | L'INFLUENZA DELLE CONDIZIONI AD IMPATTO DIRETTO | 117 |
| 4.6 | L'INFLUENZA DELLA CONDIZIONE AD IMPATTO INDIRETTO | 124 |
| 4.7 | PARAMETRI DI PERFORMANCE: EVIDENZE EMPIRICHE DELLA RENT EXTRACTION VIEW | 127 |
| | <u>CONCLUSIONE</u> | <u>131</u> |
| | <u>RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI</u> | <u>135</u> |
| | <u>APPENDICE</u> | <u>145</u> |
| | ELABORAZIONE DEI DATI RACCOLTI MEDIANTE VISUAL BASIC FOR APPLICATION | 145 |

INTRODUZIONE

I piani di stock option, intesi come contratti di incentivazione azionaria offerti ai manager delle imprese, sono l'oggetto di analisi della presente trattazione. La letteratura ha sempre mantenuto un forte presidio sull'argomento dato che si presta ad essere analizzato sotto molteplici aspetti, invero in tutte quelle aree in cui lo strumento delle stock option interagisce con i diversi meccanismi di funzionamento dell'azienda. Gli studi di Lanzavecchia (2001) mostrano una panoramica di tutte le prospettive di analisi connesse alle stock option. Per citarne solo alcune, la disciplina delle risorse umane, per quanto attiene al tema dell'incentivazione, fidelizzazione e attrazione dei talenti, la ragioneria generale e applicata, in relazione alla metodologia di contabilizzazione prevista dai principi contabili, il diritto tributario per quanto concerne il trattamento fiscale in capo all'impresa e al beneficiario. Le connessioni tra le diverse aree sono evidenti e generano delle lunghe catene di rapporti causa-effetto. A titolo esemplificativo, si può pensare alla relazione esistente tra il calcolo del fair value, previsto dall'IFRS 2 Share Based Payment (pagamenti basati su azioni), e la necessità di ricorrere a dei modelli matematici valutativi noti per aver rivoluzionato la disciplina della finanza aziendale (modello di Black and Scholes e il modello binomiale), nonché alle conseguenze in termini di costi imputati nel bilancio dell'impresa emittente e del relativo impatto fiscale. La catena causale si può ulteriormente estendere associando la ratio della disciplina fiscale delle stock option alla tematica riguardante il rapporto di agenzia tra azionista e management, per entrare, infine, nell'ambito delle risorse umane per quanto concerne la progettazione degli elementi che configurano un piano di stock option con funzione incentivante e di allineamento degli interessi. Spesso le stock option sono state oggetto di pesanti attacchi mediatici volti ad attribuire loro la responsabilità, in modo alquanto strumentale, dell'attuale crisi economica-finanziaria (Miggiani, 2010), e addirittura, dell'iniquità percepita nel sistema economico. Questo clamore mediatico è frutto di una visione frammentata sul tema che si limita ad associare questo strumento di remunerazione variabile ad alcuni casi di fallimento della governance senza considerare, ad esempio, la propensione al rischio del manager, il suo contributo in termini di creazione di valore, il rapporto esistente tra la parte fissa e variabile della total compensation che percepisce. Il primo obiettivo della trattazione è dare la consapevolezza al lettore che i piani di stock option si sono diffusi così rapidamente nel tempo perché gli scopi alla base della loro implementazione sono meritevoli di essere perseguiti. Eventuali usi distorti dello strumento derivano unicamente da errori commessi al momento della sua progettazione. Sono gli elementi che caratterizzano il design delle stock option (durata del periodo di vesting,

eventuale presenza di clausole di lock-up e di condizioni di maturazione, tipologia di emissione, etc...) che avvalorano la bontà degli intenti. Ne deriva che il tema centrale è considerare le diverse influenze che determinano la configurazione di un piano di stock option. A riguardo, la letteratura offre tre diverse prospettive:

1. Optimal contracting view (Jensen, Meckling, 1976): ogni elemento che compone la retribuzione del manager è finalizzato esclusivamente a minimizzare i costi di agenzia;
2. Rent extraction view (Bebchuk, Fried e Walker, 2002): i manager, grazie al potere di influenza che esercitano sul comitato di remunerazione, hanno la capacità di estrarre una sorta di “rendita” a scapito degli azionisti;
3. Perceived-cost view (Hall, Murphy, 2003): la popolarità dei piani di stock option è in funzione dei corrispondenti benefici fiscali e del trattamento contabile agevolato.

La presente trattazione segue un percorso che si basa sulla successione di eventi cronologici che rappresentano i cambiamenti rilevanti non solo della normativa fiscale e contabile, ma anche in relazione ai fenomeni sociali che li hanno generati. L’obiettivo è mettere a disposizione del lettore il framework teorico necessario a comprendere tutte le dinamiche che guidano il Compensation Committee (comitato di remunerazione) durante la delicata fase di progettazione di un piano di stock option. Il primo capitolo, dopo una disamina sulle diverse finalità di un piano di stock option, descrive tutti gli elementi che ne compongono il design, nonché le pratiche consolidate a livello internazionale. Fornisce una serie di accorgimenti utili che il Compensation Committee dovrebbe tenere in considerazione nella fase di progettazione per evitare dei comportamenti opportunistici messi in atto dal beneficiario. Nella parte finale dello stesso capitolo il tema viene inserito nel contesto italiano evidenziando le cause che hanno determinato un ritardo nella diffusione di questa tipologia di strumenti equity based. Il secondo capitolo è dedicato al trattamento contabile secondo i principi IAS/IFRS e i principi nazionali. Esso viene presentato come il portato di diversi fattori quali l’introduzione di nuovi modelli matematici valutativi, l’influenza di importanti gruppi di pressione e il processo di armonizzazione degli standard contabili internazionali. Il dibattito attorno alle stock option viene illustrato adottando i punti di vista delle due scuole di pensiero prevalenti: expensing view e non-expensing view. La loro visione contrapposta circa la possibile natura di costo delle stock option prende in esame diverse argomentazioni: l’attendibilità della stima, la trasparenza informativa e la competenza del costo. Si tratta di questioni tecniche non prive di conseguenze dato che le stock option rappresentano delle transazioni economicamente significative. Le diverse fasi del trattamento contabile sono accompagnate da esemplificazioni basate su scritture in partita doppia. Propedeutica all’analisi empirica è la presentazione della normativa sulla trasparenza informativa, in particolare dello schema 7 dell’allegato 3A, dato

che ha consentito di individuare le fonti dove reperire tutte le informazioni necessarie. Il terzo capitolo si occupa innanzitutto della deducibilità del costo in base all'imputazione a conto economico dello stesso. Vengono passate in rassegna le diverse posizioni della dottrina le cui argomentazioni hanno avuto origine dallo stesso dibattito in merito al trattamento contabile presentato nel capitolo precedente. Successivamente, il capitolo si occupa del trattamento fiscale previsto in capo al beneficiario ossia l'assegnatario delle stock option. L'evoluzione della normativa è caratterizzata dalla rapida successione di diversi regime fiscali volti a ridimensionare il regime agevolato introdotto dal D.lgs. 2 settembre 1997 n. 314. Le tappe più importanti riguardano: il ridimensionamento del regime fiscale agevolato con l'introduzione di condizioni che subordinano i benefici fiscali (D.l. 3 ottobre 2006 n. 262), la sua successiva abrogazione (D.l. 25 giugno 2008 n. 112) ed infine, l'applicazione di un'addizionale Irpef destinata a ridurre ulteriormente l'appeal di una politica di remunerazione basata sulle stock option (D.l. 31 maggio 2010 n. 78). In accordo con gli studi di Melis, Carta e Gaia (2010b) e di Zattoni, Minichilli (2009), l'analisi empirica presentata nel quarto capitolo si occuperà della dimostrazione della teoria perceived-cost view (Hall, Murphy, 2003) ossia dell'influenza dei tre diversi regimi fiscali, sommariamente delineati, sul design dei piani di stock option alla luce delle peculiarità del contesto italiano. Inoltre la stessa dimostrazione della perceived-cost view consentirà di rappresentare come si è evoluta nel tempo la prassi di progettazione di un piano nelle imprese italiane incluse nel campione. Infine, nell'appendice vengono illustrate le tecniche di elaborazione dei dati a supporto dell'analisi attraverso la presentazione di una esemplificazione.

CAPITOLO 1

STOCK OPTION: FRAMEWORK TEORICO

1.1 Definizione tecnica dei piani di stock option

L'emissione di piani di stock option determina l'attribuzione, in capo agli assegnatari (i dipendenti designati), del diritto di acquistare o sottoscrivere un determinato numero di azioni della propria società ad un prezzo predefinito ed entro una data scadenza futura (Meo, 2000).

Dal punto di vista tecnico le stock option sono uno strumento finanziario appartenente alla categoria delle opzioni finanziarie. Parlando in termini generali, l'opzione finanziaria trova la sua fonte in un contratto che offre, a chi lo possiede, il diritto (ma non l'obbligo) di comprare o vendere un'attività a un prezzo fissato, a una data futura. Dato che si tratta di un contratto si distinguono due parti: il compratore dell'opzione, ossia colui che la detiene e che ha il diritto di esercitarla (si dice che assume una posizione lunga nel contratto) e un venditore o emittente (che assume invece una posizione corta). Le due posizioni sono speculari poiché alla facoltà di esercizio dell'opzione in capo al compratore (holder) corrisponde l'obbligo di adempiere al contratto in capo al venditore (writer). Vi sono due tipi di opzione; le opzioni europee permettono ai loro detentori di esercitarle soltanto alla data di scadenza e non prima, viceversa, le opzioni americane, permettono la facoltà di esercizio in qualsiasi momento fino alla data di scadenza. I contratti di opzioni più comuni hanno come attività sottostante un'azione (stock option) e sono solitamente del tipo americane. Il termine stock option indica tecnicamente un contratto di opzione finanziaria che ha come sottostante un titolo azionario, tuttavia nella letteratura si utilizza questo termine prevalentemente con riferimento alle opzioni assegnate ai dipendenti, solitamente figure dirigenziali¹; pertanto si utilizzerà il termine stock option con quest'ultima accezione. Lungo la trattazione si farà riferimento anche ad altri termini specifici utilizzati dagli "addetti ai lavori" il cui significato è necessario chiarire fin da subito. Il prezzo a cui l'holder acquista o vende l'azione quando l'opzione è esercitata si chiama prezzo di esercizio o strike price. Dal confronto del prezzo corrente dell'azione sottostante con il prezzo di esercizio risulta il payoff derivante dell'esercizio immediato. Se positivo, l'opzione è detta in the money, se negativo, l'opzione è out of the money. Nel caso in cui il prezzo di esercizio è uguale al prezzo corrente del sottostante, l'opzione si dice at the money. Se la differenza tra prezzo corrente del sottostante e strike price è significativa allora si utilizzano i termini deep in the money e deep out of the money.

¹ Note anche come "Executive Stock Option" o ESO.

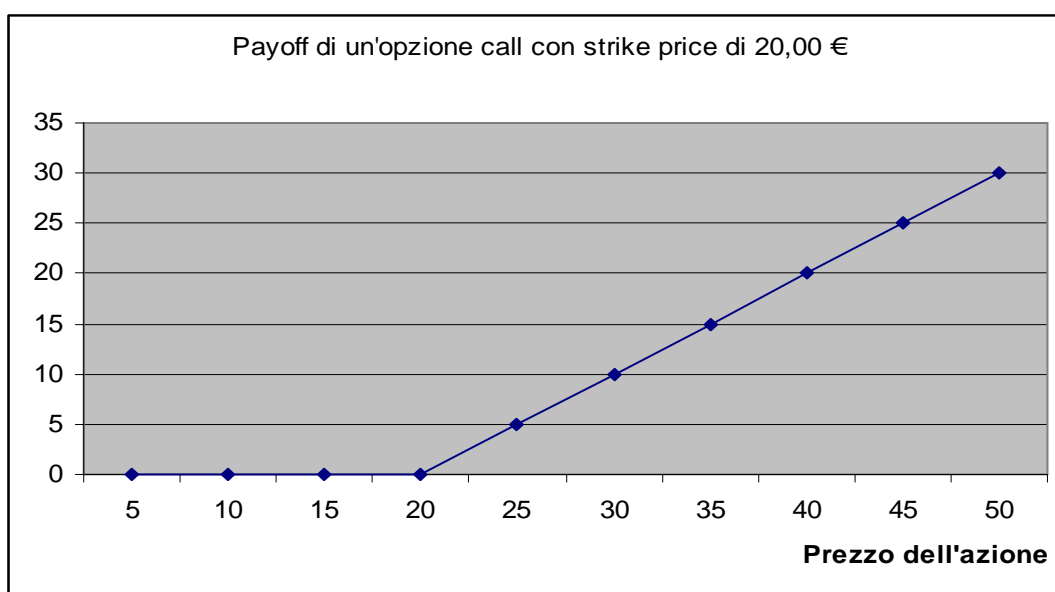
L'esercizio dell'opzione avviene quando il soggetto che la detiene è sicuro di guadagnarci. In quel momento chi si trova in posizione corta fornisce all'altra parte il guadagno. In altri termini sul venditore incombe il rischio di una perdita. Tuttavia l'opzione ha sempre un prezzo positivo e colui che la vende riceve un premio in denaro che rappresenta il guadagno massimo che egli realizza quando l'opzione non viene esercitata.

Regalli (2003) sottolinea che le stock option offerte al personale dipendente si configurano come opzioni call di tipo americano e che non comportano il pagamento di alcun premio. Sono opzioni call perché gli assegnatari delle stock option hanno la facoltà di comprare il sottostante (e non di venderlo come nel caso delle opzioni put) ad un prezzo prefissato e qualora il valore delle azioni dovesse salire avrebbero la possibilità di acquistare i titoli ad un prezzo conveniente e di poter rivendere gli stessi al prezzo di mercato, lucrando sulla differenza. Un cenno merita la determinazione del payoff asimmetrico che caratterizza un'opzione call a scadenza. L'opzione call ha un valore positivo a scadenza solo se il prezzo dell'azione supera lo strike price. Nel caso opposto, chi la detiene non la eserciterà, pertanto l'opzione non ha valore. Il payoff asimmetrico di un'opzione call a scadenza viene espresso con la seguente notazione:

$$C = \max (S - K, 0)$$

Ossia il valore dell'opzione è il massimo tra la differenza tra il prezzo dell'azione (S) e il prezzo d'esercizio (K), e zero. La figura 1 e la tabella sottostante illustrano il payoff di un'opzione call con prezzo d'esercizio pari a 20,00 €. Si può notare che i guadagni sono potenzialmente infiniti mentre le perdite sono limitate al valore zero che si realizza quando l'opzione non viene esercitata.

Figura 1: Payoff di un'opzione call



| Prezzo dell'azione € | Strike price € | Payoff € |
|----------------------|----------------|----------|
| 5 | 20 | 0 |
| 10 | 20 | 0 |
| 15 | 20 | 0 |
| 20 | 20 | 0 |
| 25 | 20 | 5 |
| 30 | 20 | 10 |
| 35 | 20 | 15 |
| 40 | 20 | 20 |
| 45 | 20 | 25 |
| 50 | 20 | 30 |

Regalli (2003) oltre all'assenza di un prezzo da pagare (che denota l'unico profilo di liberalità concesso dalla società) individua altre importanti differenze tra le stock option rivolte al personale e le altre opzioni finanziarie. In primo luogo, l'acquirente deve essere necessariamente un dipendente dell'azienda che ha lanciato il piano di stock option. A riguardo, Corbella (2005, p. 19) specifica che: "sono indirizzate a soggetti aziendali che possono rivestire cariche e ruoli diversi; di norma si tratta degli amministratori e dei membri dell'alta direzione; talvolta, tuttavia, l'assegnazione è estesa a tutto il personale aziendale". Piani che arrivano ad un tale livello di diffusione sono detti broad-based stock option plans e hanno finalità profondamente diverse rispetto ai piani emessi nei confronti dei dirigenti aziendali. In secondo luogo, le stock option rivolte ai dipendenti dato che si caratterizzano per essere uno strumento ad personam che esprime una relazione di appartenenza all'impresa, non possono essere oggetto di scambio sul mercato, a differenza delle altre opzioni finanziarie che

vengono per l'appunto denominate traded option. L'unico modo che il dipendente ha per liquidare l'opzione è quello di esercitarla.

Esistono diverse tipologie di stock option, per distinguerle si fa riferimento alla classificazione (modificata) di Regalli (2003):

1. In base alla modalità di determinazione del prezzo di esercizio:

- Fixed stock option plan: sono i piani tradizionali; le condizioni di esercizio sono fissate al momento dell'emissione.
- Variable stock option plan: ad essere fissato al momento dell'assegnazione è solo il criterio di determinazione dello strike price. L'entità del beneficio è legata al raggiungimento di determinati risultati.
- Indexed stock option plan: il prezzo d'esercizio viene collegato ad un benchmark esterno come un determinato indice azionario. Pertanto solo se il prezzo dell'azione eccede la performance del benchmark si ha convenienza ad esercitare l'opzione². L'introduzione di un piano di stock option non indicizzato presenta la possibilità di premiare ingiustificatamente i manager che hanno prodotto risultati insoddisfacenti in un periodo particolarmente favorevole del mercato azionario. Analogamente si potrebbe non premiare un manager che ha conseguito dei risultati aziendali brillanti in un periodo caratterizzato dall'andamento sfavorevole dei titoli azionari. Zattoni (2003) individua come metodo più efficace per risolvere il problema quello di progettare dei piani di stock option indicizzati, legando in questo modo il prezzo d'esercizio all'andamento di alcune variabili. Per esempio si potrebbe legare il prezzo d'esercizio all'indice di borsa oppure ad un indice rappresentativo dei titoli dei concorrenti più diretti.

2. A seconda del legame tra il piano di stock option e le variabili di performance:

- Market performance plan: il calcolo di convenienza economica nell'esercizio dell'opzione prende come unico riferimento il valore di mercato dell'azione.
- Enterprise performance plan: prevedono ulteriori condizioni di esercizio riferite al raggiungimento di determinati risultati come ad esempio un certo valore di un indice di bilancio (ROE, ROI, fatturato). Un valore di mercato dell'azione superiore allo strike price è solo una condizione necessaria, ma non sufficiente per l'esercizio dell'opzione.

² Per ulteriori approfondimenti si veda Johnson, Tian (2000, p. 36): "the option payoff depends on the firm's performance relative to the benchmark, and can be positive in down markets and zero in up markets".

1.2 Relazione di agenzia e funzione incentivante

Il rapporto di mandato tra gli azionisti e il management che governa l'impresa determina una "relazione di agenzia". Questa è definita da Jensen e Mekling (1976, p. 310) come: "un contratto in base al quale una o più persone (il principale) obbliga un'altra persona (l'agente) a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere all'agente"³. Come è noto (si veda ad esempio Aseff, Santos (2005, p. 814)) il principale è rappresentato dagli azionisti mentre l'agente ha il ruolo di amministratore (CEO). Melis, Carta e Gaia (2010) individuano nel dovere fiduciario tra le due parti alcune caratteristiche che possono dare origine a dei problemi tra principale ed agente:

- non perfetto allineamento degli interessi dell'agente con quelli del principale;
- attuazione da parte dell'agente e del principale di comportamenti volti a perseguire i propri interessi personali;
- asimmetria informativa tra le parti;
- differente propensione al rischio delle due parti.

L'agente opportunistica mette in atto una serie di comportamenti volti a perseguire i propri interessi personali a scapito della soddisfazione di quelli del principale. Ogni anno emergono degli scandali in cui i manager hanno agito contro gli interessi degli azionisti. La causa della divergenza degli interessi è generata dalle asimmetrie informative e dai comportamenti opportunistici messi in atto dalle parti. Gli studi di Jensen (1986, p. 324) riportano che: "managers have incentives to cause their firms to grow beyond the optimal size. Growth increases managers' power by increasing the resources under their control". Questo comportamento, noto come "empire building", descrive la propensione di un manager a realizzare investimenti con un VAN negativo (ossia che diminuiscono il valore dell'azienda) allo scopo di creare una propria posizione di potere. Il manager cercherà di aumentare il valore del proprio capitale umano investito in azienda perseguendo la strategia della crescita dimensionale (magari attraverso acquisizioni troppo onerose, assumendo personale superfluo oppure evitando di chiudere divisioni non profittevoli), in questo modo ottiene maggiore visibilità e prestigio. Questi comportamenti sono possibili solo in presenza di asimmetrie informative a favore dell'agente. Regalli (2003) parla di "informazioni nascoste" che possono

³ Definizione di "agency relationship": "a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent".

riguardare sia la qualità e la capacità dell'agente, sia le azioni che verranno intraprese dallo stesso nello svolgimento delle proprie funzioni. Se il principale fosse in possesso di tutte le informazioni di cui l'agente dispone e se fosse in grado di verificare l'operato di quest'ultimo, allora il problema di agenzia sarebbe facilmente risolvibile con la predisposizione di un contratto completo (ossia di un contratto che delinea tutti i comportamenti necessari per ottenere la ricompensa). Costa, Gianecchini (2005) sostengono che un contratto di lavoro è per sua natura incompleto in quanto non è possibile specificare a priori tutti i comportamenti richiesti (come per esempio la qualità della prestazione e l'impegno profuso). Inoltre i manager dispongono di un'ampia discrezionalità nella gestione quotidiana degli affari e quindi può accadere che si trovino in situazioni in cui non sono vincolati da alcuna clausola contrattuale. D'altronde, i contratti non possono contenere clausole per ogni possibile situazione futura. L'accesso differenziato alle informazioni mette gli azionisti nella condizione di non poter valutare le capacità manageriali dell'agente prima della sua assunzione (adverse selection o selezione avversa), inoltre non hanno un controllo puntuale sulle sue azioni e decisioni (azzardo morale o moral hazard). Quindi la selezione avversa è un opportunismo pre-contrattuale, invece l'azzardo morale è un opportunismo post-contrattuale. Questi comportamenti opportunistici sono ineliminabili, ma possono essere limitati con degli opportuni strumenti. Con riferimento al moral hazard, Holmstrom (1979, p. 74) afferma che: "a natural remedy to the problem is to invest resources into monitoring of actions and use this information in the contract...However, full observation of actions is either impossible or prohibitively costly". Le informazioni sono pienamente disponibili solo in situazioni caratterizzate da una bassa complessità e di certo la relazione che lega gli amministratori ai manager non è una di queste. Sebbene un controllo completo non sia fattibile⁴, i meccanismi di controllo restano comunque una delle tecniche contrattuali più utilizzate nell'ambito dell'ottimizzazione dei rapporti con i manager. Secondo gli studi di Regalli (2003, p. 46-47): "il sistema sembra evolversi verso la creazione di strutture incentivanti basate su meccanismi di partecipazione del management al capitale dell'impresa". Tra questi meccanismi troviamo i piani di stock option. È ben noto che per orientare gli amministratori alla creazione di valore per gli azionisti non è sufficiente offrire loro un pacchetto retributivo di ammontare elevato. Ciò che non deve assolutamente mancare è la relazione tra remunerazione assegnata e performance realizzata ossia un sistema di "pay-for-performance compensation"⁵. In tal senso

⁴ Si ricorda che la separazione tra proprietà e controllo dell'impresa avviene anche in considerazione del fatto che gli azionisti non dispongono delle competenze necessarie per la gestione dell'azienda e di conseguenza risulta per loro difficile valutare i comportamenti del management.

⁵ A riguardo si veda Baker, Jensen e Murphy (1987, p. 614).

le stock option sono una componente della retribuzione legata alla performance azionaria dell'azienda. Potenzialmente le stock option permettono ai manager di diventare azionisti; in altri termini si presenta l'opportunità di superare la contrapposizione d'interessi tra proprietà e governo. Come sostiene Filonzi (1999) il coinvolgimento dei manager nell'azionariato permette di realizzare un collegamento stretto tra la remunerazione di tali dirigenti e il rendimento delle azioni societarie, determinando così una maggiore sensibilità del top management nel realizzare gli obiettivi tipici della proprietà (ossia "actions that create value for the shareholders are rewarded and actions that destroy value are punished"⁶).

Filonzi (1999, p. 10) aggiunge che: "in questo modo si tutelano gli azionisti di minoranza, vale a dire coloro che non riescono ad acquisire la totalità delle informazioni sulla gestione, possedute invece dai manager, poiché non in grado di controllarli nel loro operare".

La pay-for-performance compensation è stata oggetto di diverse analisi empiriche volte a valutare l'effettiva correlazione tra gli stipendi dei dirigenti e i risultati aziendali. In letteratura il più autorevole studio in materia è attribuito a Jensen e Murphy (1990) i quali hanno riscontrato un aumento di 3,25\$ nel compenso degli amministratori per ogni 1000\$ di incremento del valore delle azioni della società. In effetti la correlazione è positiva, ma a loro giudizio è "inconsistent with the implications of formal agency models of optimal contracting. The empirical relation between the pay of top-level executives and firm performance, while positive and statistically significant, is small for an occupation where incentive pay is expected to play an important role". Nonostante ciò, nell'ultimo decennio si è sperimentato un forte incremento nell'uso delle stock option proprio per ottenere questo "link" desiderabile tra performance e risultati. Achard e Castello (2000) inseriscono i piani di stock option tra i meccanismi retributivi più efficaci per l'incentivazione di lungo periodo dato che oltre ad allineare gli interessi dei manager e degli azionisti, indirizzano verso la creazione di valore nel medio-lungo periodo. Il manager utilizzerà infatti tutte le leve gestionali che riterrà più opportune al fine di incrementare la performance dell'azienda. Una di queste è sicuramente la capacità di innovazione (l'attività di ricerca e sviluppo) che ha un impatto positivo sul valore di mercato dell'azienda. Le ricerche di Bulan e Sanyal (2011, p. 268) dimostrano empiricamente che: "equity alignment incentives increase innovative activity within a firm", nel dettaglio evidenziano una relazione positiva tra il numero di brevetti (espressione dell'innovazione) e gli incentivi basati sul capitale azionario.

L'elemento incentivante, come sostiene Regalli (2003) è sicuramente un profilo di rilievo di un piano di stock option, sebbene non sia l'unico che giustifica il ricorso all'utilizzo di tale

⁶ Si veda Cassano (2003, p. 306).

strumento. Nel dettaglio Meo (2000, p. 12-13) afferma che: “l’effetto incentivante di un siffatto piano è principalmente realizzato attraverso la definizione del prezzo d’esercizio che può in concreto essere fissato tanto al valore di mercato delle azioni al momento dell’emissione, quanto ad un valore inferiore, attribuendo l’opportunità di un guadagno in linea capitale in ipotesi di rivendita delle azioni medesime”.

Le modalità di determinazione del prezzo di esercizio contribuiscono alla qualificazione di un piano come incentivante. Melis, Carta e Gaia (2010, p. 72-73) riportano che: “nel momento in cui il beneficiario acquisisce il diritto di opzione, la differenza tra il prezzo d’esercizio ed il valore di mercato costituisce per lui un guadagno potenziale. [Ne deriva che se alla data di emissione, le opzioni sono in the money,] il piano potrebbe rivelarsi scarsamente incentivante, in quanto il guadagno è già conseguito, senza impegno da parte del beneficiario”. Nel caso opposto ovvero di emissione di opzioni out of the money, le ricerche effettuate da Di Carlo (2009) dimostrano che tale piano spingerà i dipendenti a sforzi maggiori, proprio perché sarà necessario aumentare in maniera notevole il valore dell’azione rispetto a quello attuale. Per contro, Melis, Carta e Gaia (2010, p. 72-73) rilevano il rischio di causare una possibile “frustrazione” nei beneficiari causata dal fatto che, al momento dell’emissione, l’opzione è priva di valore⁷. In altri termini un obiettivo troppo ambizioso potrebbe essere visto dal beneficiario come impossibile da raggiungere e ciò avrebbe persino un effetto disincentivante. Per gestire questo trade off è intuibile che una possibile soluzione sia fissare un prezzo d’esercizio pari al valore di borsa dell’azione ossia un piano di stock option at the money. Per confermare questa intuizione si può utilizzare l’analisi empirica effettuata da Viscogliosi, Zattoni (2008), dedicata alle stock option emesse da 123 società industriali italiane (sono escluse dall’analisi i settori facenti capo alla macrocategoria servizi finanziari) nel periodo compreso tra marzo 2006 e gennaio 2007. Da questa analisi risulta che la prassi dominante (circa l’86% dei casi) vede la fissazione di uno strike price pari alla media aritmetica dei prezzi di borsa rilevati nel mese precedente l’assegnazione o, se maggiore, al costo medio delle azioni proprie in portafoglio rilevato il giorno precedente la data di assegnazione. Risultano invece poco praticate le emissioni in the money (circa il 10%) e out of the money (pari al 4% circa). Gli autori precisano che ci sono anche altre ragioni che spiegano la determinazione del prezzo d’esercizio come per esempio l’impatto fiscale e contabile. La pratica di emettere le stock option at the money è diffusa in tutto il mondo, come confermano gli studi Towers Perrin del 2005 “Equity Incentives Around the World”:

⁷ Per essere precisi un’opzione ha sempre un valore positivo, in questo caso il riferimento è al suo valore intrinseco alla data di emissione.

Figura 2: typical stock option grant price and performance features (exhibit 4)

| Country | Options typically granted at: | | |
|-----------------------|-------------------------------|---------|----------|
| | Market price | Premium | Discount |
| Argentina | ● | ○ | ○ |
| Australia | ● | ○ | ○ |
| Belgium | ● | ○ | ○ |
| Brazil | ● | ○ | ○ |
| Canada | ● | ○ | ○ |
| China (Hong Kong SAR) | ● | ○ | ○ |
| China (Shanghai) | ● | ○ | ○ |
| France | ● | ◐ | ○ |
| Germany | ● | ◐ | ○ |
| India | ● | ○ | ○ |
| Italy | ● | ○ | ○ |
| Japan | ● | ○ | ○ |
| Mexico | ● | ○ | ○ |
| Netherlands | ● | ○ | ○ |
| Singapore | ● | ○ | ○ |
| South Africa | ● | ○ | ○ |
| South Korea | ● | ○ | ○ |
| Spain | ● | ○ | ○ |
| Sweden | ◐ | ● | ○ |
| Switzerland | ● | ○ | ○ |
| U.K. | ● | ○ | ○ |
| U.S. | ● | ○ | ○ |

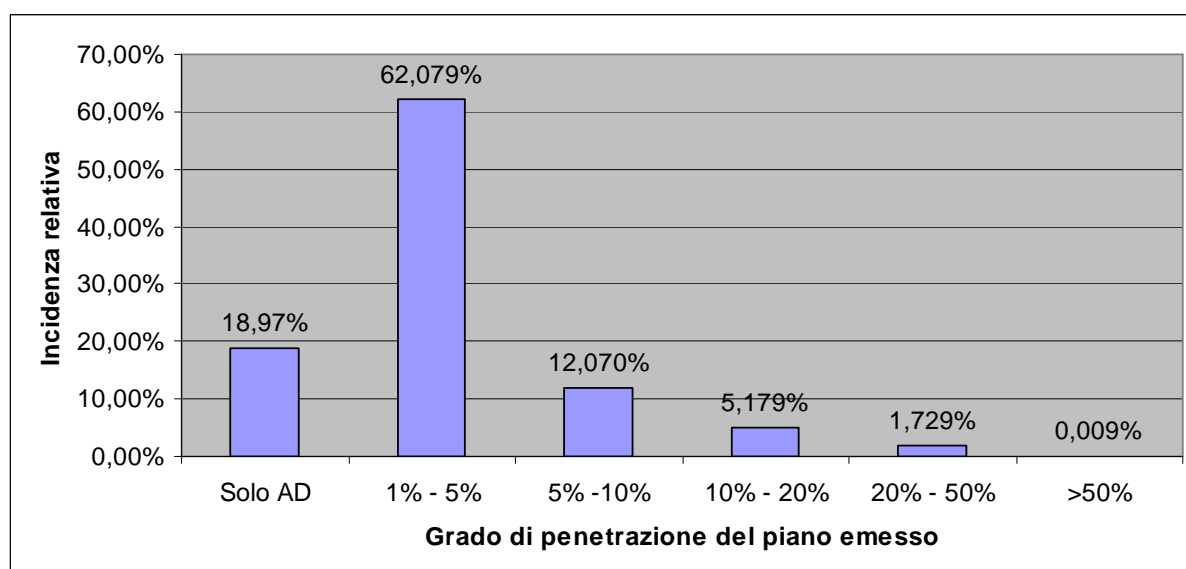
● Most prevalent
 ◐ Somewhat prevalent
 ○ Not prevalent

In ogni caso, il legame tra il prezzo d’esercizio e l’andamento del valore del titolo azionario è volto a responsabilizzare il destinatario delle stock option al raggiungimento dell’obiettivo di crescita del valore dell’azienda, o meglio, al miglioramento della performance azionaria. Il tema della responsabilizzazione viene trattato ogni qualvolta si identificano degli obiettivi, per esempio nell’ambito della pianificazione e controllo. A riguardo gli studi di Arcari (2007, p. 324) riportano che l’effettiva responsabilizzazione dell’operatore è garantita solo se in sede di definizione dell’obiettivo si rispettano alcuni principi di fondo: “innanzitutto, la misura prescelta deve contemplare solo ed esclusivamente i fattori controllabili dall’operatore che si desidera responsabilizzare in termini economici”. Il principio della “controllabilità” è confermato da Zattoni (2003, p. 87) il quale afferma in riferimento non solo alle stock option, ma a qualsiasi piano di incentivazione azionario, che: “[il piano] deve essere indirizzato ai dipendenti che possono incidere significativamente sul processo di creazione del valore azionario”. Viscogliosi, Zattoni (2008, p. 82) utilizzano un concetto dal significato simile ossia quello di “line of sight”⁸ definito come il “grado di percezione da parte di ciascun

⁸ Esiste in realtà una differenza: la controllabilità attiene al fatto che il dipendente deve poter manovrare le leve necessarie a raggiungere l’obiettivo mentre la line of sight riguarda la percezione che il dipendente ha sulla sua

prestatore di lavoro delle conseguenze che il proprio apporto indica in termini di risultati di business e creazione del valore per l'azienda cruciale ai fini della progettazione di un piano di incentivazione". Nella medesima analisi empirica sopracitata di Viscogliosi, Zattoni (2008, figura 5: grado di penetrazione dei piani all'interno della struttura organizzativa) si calcola il cosiddetto "grado di penetrazione" del piano di stock option nella struttura organizzativa. Il seguente grafico mostra i risultati di questa ricerca:

Figura 3: grado di penetrazione dei piani all'interno della struttura organizzativa



Si denota che i piani sono circoscritti a una fascia assai ristretta della popolazione aziendale, pari all'1-5% dei dipendenti. Gli stessi autori affermano che: "a questa fattispecie appartengono i piani destinati esclusivamente al top management, ovvero ai dieci soggetti che beneficiano della retribuzione più elevata in azienda". Anche i piani più estesi come quelli che arrivano a coprire fino al 20% della popolazione aziendale non sono riconducibili alla categoria dei broad-based plan, in quanto i beneficiari fanno comunque capo a organi direzionali, benché di secondo e/o terzo livello. Sebbene i piani broad-based siano poco diffusi, Meo (2000) evidenzia un trend crescente nel loro utilizzo, tuttavia se questi piani difettano del principio di controllabilità summenzionato e quindi di un efficace effetto incentivante, ci si chiede quali sono le ragioni del loro utilizzo. Zattoni, Viscogliosi (2008) individuano come scopo pressoché esclusivo quello di sviluppare il senso di affiliazione dei beneficiari attraverso un'assegnazione esigua finalizzata al radicamento della cultura societaria. Evidenziano inoltre un loro maggiore utilizzo nelle imprese di piccole dimensioni,

capacità di contribuire al raggiungimento del risultato. E' chiaro comunque che se il dipendente non ha alcuna leva a disposizione, la sua percezione di contribuire ai risultati aziendali sarà scarsa.

di recente quotazione o ancora in fase di IPO, generalmente appartenenti al settore “servizi diversi”. Si possono trovare delle eccezioni a questa regola: gli studi di Paoletti (2001, p. 105) riportano per esempio che: “nel corso degli anni ’90 molte grandi imprese americane come PepsiCo, Merck, Monsanto, Procter & Gamble, Microsoft, etc hanno distribuito stock options a tutti i dipendenti, inclusi quelli delle loro consociate estere. Non mancano nello stesso periodo esperienze italiane in imprese quali Simint, Natuzzi e Luxottica nelle quali il management si prefiggeva di sostenere un senso di appartenenza già piuttosto diffuso e radicato”. Le ricerche di Lawler, E.E. (2000) riportano un caso di un CEO di una impresa della Silicon Valley che ha coinvolto nel piano anche i coniugi o i partner dei suoi dipendenti, convinto di remunerare il supporto indiretto che offrono alla sua azienda; egli affermava che sarebbero stati maggiormente disponibili ad accettare richieste di lavoro straordinario. Paoletti (2001) sottolinea che è innegabile il senso di gratificazione che si viene a creare ma, aspettative di questo tipo sono eccessive anche perché i dipendenti sanno bene che possono esercitare un’influenza minima sui risultati aziendali e sul mercato borsistico.

1.3 La politica di repricing

L’impossibilità di controllare le leve necessarie al raggiungimento dell’obiettivo non è l’unica causa della possibile assenza dell’effetto incentivante di un piano di stock option. Il medesimo effetto si ottiene anche nella situazione in cui l’andamento negativo del valore azionario è legato da avvenimenti indipendenti dall’operato del beneficiario (come per esempio una congiuntura economica). Melis, Carta e Gaia (2010) individuano come soluzione la possibilità di ricorrere alla rideterminazione del prezzo d’esercizio (repricing) adeguandolo all’andamento del mercato.

La pratica del repricing è un tema molto controverso in letteratura. Ci sono autori, come quelli sopracitati, che seguono l’impostazione teorica secondo la quale il repricing è uno strumento per mantenere intatta la forza incentivante e di retention dei piani di stock option, tuttavia è altrettanto diffusa la tesi opposta che attribuisce alla politica di repricing il conseguimento di performance inferiori rispetto a quelle attese. L’analisi svolta da Chen (2004) analizza i fattori che condizionano la politica di repricing. Innanzitutto ci sono importanti differenze che derivano dal momento temporale in cui la decisione viene assunta ossia se la politica di repricing è decisa ex-ante oppure ex-post (cioè a seguito del crollo del valore azionario). Se definita ex ante, la sola possibilità che il prezzo d’esercizio possa essere ridefinito in futuro, nell’eventualità di una diminuzione del valore azionario, potrebbe indurre il destinatario delle stock option a ridurre l’entità del suo sforzo fin da subito. D’altro canto, il legame di lungo

periodo instaurato da un piano di stock option potrebbe venire meno se questo diventa dopo poco tempo deep out of the money⁹. Infatti, il destinatario, in assenza di una politica di repricing predefinita, potrebbe non sentirsi più vincolato a rimanere in azienda dato che le stock option con elevata probabilità non saranno esercitate¹⁰. Esiste dunque un trade off da gestire: da un lato il repricing rimuove la “penalità” associata a basse performance del titolo azionario con la conseguenza di ridurre la motivazione del manager a mantenere elevato lo sforzo della sua prestazione, dall’altro, l’assenza di una politica di repricing definita ex-ante, comporta la perdita dell’efficacia retentiva delle stock option. Chen (2004) riporta come molte aziende gestiscano l’analisi costi-benefici connessa ad una politica di repricing definita ex ante. Per esempio, se un tasso elevato di senior executive turnover porta inevitabilmente ad un declino della performance azionaria allora si dovrebbe privilegiare l’efficacia retentiva e quindi una politica di repricing definita ex ante. A conferma di ciò, Kalpathy (2009) nella sua analisi empirica (periodo di osservazione: 1995-2003, database: ExecuComp, campione: 112 aziende), osserva che le aziende che avvalorano l’utilizzo del repricing sono solitamente giovani ed operano in un settore che assegna un’elevata importanza al capitale umano. La medesima analisi affronta un’altra critica rivolta al repricing secondo la quale in mancanza di un buon sistema di controllo delle performance oppure quando ci sono dei problemi legati alla governance tali da permettere agli assegnatari di influenzare le decisioni del consiglio di amministrazione, tale meccanismo porta solo a privilegiare l’assegnatario delle stock option a scapito degli azionisti. Tuttavia l’autore non trova alcuna evidenza empirica a sostegno di questa tesi. Interessante il contributo delle pubblicazioni Towers Perrin (2009) che dettano i “Towers Watson’s Guiding Principles” in merito al repricing delle opzioni divenute underwater:

1. la decisione di repricing deve essere inserita in una prospettiva di lungo periodo. Repricing non significa togliere dai guai delle opzioni underwater divenute tali a seguito di un temporaneo declino del mercato. I repricing temporanei non dovrebbero essere visti come eventi di routine.
2. Le persone che hanno una responsabilità diretta rilevante circa il calo del prezzo delle azioni, non devono essere ritenute “giustificabili”. Il repricing e le altre azioni correlate sono più adatte ai manager di basso livello e a dipendenti diversi dai dirigenti che hanno una responsabilità diretta verso gli azionisti.

⁹ Utilizzando un termine molto diffuso nella letteratura straniera, l’opzione diventa “underwater” ossia il valore dell’azione scende al di sotto del prezzo d’esercizio.

¹⁰ In aggiunta, Cassano (2003, p. 312) sostiene che i dirigenti siano più inclini a intraprendere azioni discutibili quando le opzioni sono deep out-of-the-money. Per esempio, sono portati a prendere decisioni altamente rischiose pur di riportare il prezzo dell’azione al di sopra del prezzo d’esercizio.

3. Purtroppo, spesso ci vuole un prezzo azionario poco performante per identificare dei difetti strutturali nei programmi attuati. Una politica di repricing non è la soluzione di tutti i problemi preesistenti.

Queste linee guida servono a porsi le domande giuste nel riprogettare il design delle stock option. Per esempio è necessario chiedersi perché il prezzo delle azioni è crollato, se tale cambiamento è temporaneo e quali esiti hanno dato le politiche di repricing precedentemente attuate.

1.4 Finalità complementari all'incentivazione: l'efficacia ritentiva e l'attrazione

AmMESSO che vi siano tutte le condizioni necessarie a generare l'effetto incentivante, questo si realizzerà sempre? Rispondere a questa domanda significa entrare nell'ambito delle teorie motivazionali e dei bisogni del singolo dipendente. Citando la teoria delle aspettative di Vroom (1964) la forza della motivazione discende dal prodotto di tre fattori: valenza, aspettative e strumentalità. La prima di queste, la valenza, rappresenta la preferenza personale rispetto alla ricompensa. Senza soffermarci troppo sul discutibile determinismo contenuto in questa teoria (dato che si propone di calcolare un valore numerico per ciascuno dei tre parametri), in sede di progettazione del piano di stock option è sicuramente importante rispondere alla domanda: "l'assegnatario quanto desidera questo tipo di ricompensa?". Gli studi di Berini (2001, p. 102) portano a sostenere che i manager coinvolti in un piano di opzioni a lungo termine potrebbero sentirsi ingabbiati a forza nell'azienda. Citando un termine tratto da Costa, Gianecchini (2005, p. 365) può rappresentare una sorta di "manette d'oro" finalizzate a ridurre il turnover dei dirigenti. Berini (2001) entra nell'ambito dei bisogni del singolo assegnatario del piano e questo ci porta a considerare degli elementi caratterizzati da una forte soggettività¹¹. Per esempio il dirigente potrebbe preferire un bonus variabile "cash" che gli consentirebbe di cambiare l'auto oppure di promettere favolose vacanze tropicali alla moglie piuttosto di questo meccanismo che nei migliori dei casi permetterebbe di pagare l'università ai propri figli. Lo stesso autore fa un'importante osservazione: "l'evoluzione dei modelli sociali della famiglia anticipano di almeno una ventina d'anni i modelli delle imprese, probabilmente perché chi guida oggi le imprese ha vissuto il ruolo di figlio qualche decennio prima, vivendo e acquisendo i modelli di quel

¹¹ A seguito della crisi attuale si registra la crescente popolarità dell'economia comportamentale, che allarga l'oggetto dell'analisi economica anche a fattori psicologici ed emozionali (Miggiani, 2010, p.111). Pertanto nel progettare un sistema di reward si deve abbandonare l'assunto della razionalità assoluta introducendo così anche fattori psicologici ed emozionali.

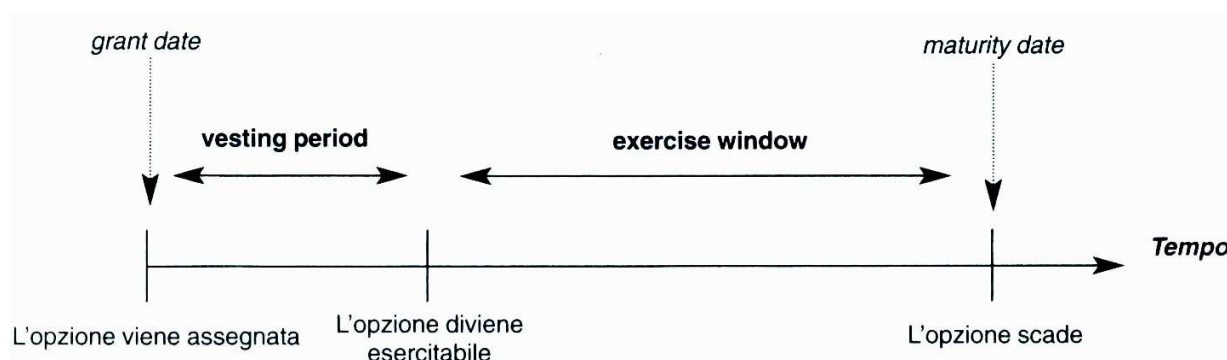
tempo”. In tal senso, la società si è mossa verso una maggiore ricerca di libertà e questo si riflette oltre che in un abbassamento del potere gerarchico (si denotano strutture organizzative meno rigide e più appiattite rispetto al passato) anche nel desiderio dei prestatori di lavoro di essere padroni delle loro decisioni e quindi di stare in azienda finché avranno questo senso di libertà.

Questo argomento ci porta ad una seconda importante finalità delle stock option vale a dire l'efficacia ritentiva (retention). La finalità di retention non costituisce mai l'obiettivo unico del piano, bensì un complemento alla suddetta finalità di incentivo. Ovviamente, in accordo con Zattoni, Viscogliosi (2008, p. 82), la retention dei beneficiari è una “prerogativa pressoché esclusiva dei piani circoscritti al top management o al solo amministratore delegato in quanto, necessitando di assegnazioni consistenti, non può essere perseguita da piani di tipo broad-based”. Al fine di poter sostenere questa relazione di appartenenza di lungo periodo, i piani di stock option definiscono dettagliatamente un profilo temporale composto da due periodi:

- **Vesting period:** periodo che intercorre dal momento in cui l'opzione viene assegnata (grant date) fino a quando il dipendente ha la concreta possibilità di esercitarla. Normalmente ha una durata di 3-5 anni. In letteratura si trova anche con il nome di “periodo di stasi”. Solitamente se l'assegnatario lascia la società durante il periodo di vesting, è costretto all'abbandono (forfeiting) delle opzioni (Hull, 2006, p. 200);
- **Exercise window:** periodo nel quale viene data la possibilità di esercitare l'opzione. Solitamente ha una durata di 5-7 anni. Questo periodo si conclude con la scadenza dell'opzione (maturity date).

Il seguente grafico tratto da Regalli (2003, p. 4, Figura 1, il profilo temporale delle stock option) illustra la composizione dell'orizzonte di lungo periodo tipica di un piano di stock option:

Figura 4: Profilo temporale delle stock option



Riguardo all'*exercise window*, Regalli (2003) sostiene che possono essere identificati solo alcuni limitati periodi di tempo nei quali è possibile esercitare l'opzione. La conseguenza è che gli assegnatari possono vedersi inibito il loro diritto di esercizio nel momento ritenuto da loro più opportuno secondo condizioni personali o di mercato. Inoltre l'esistenza di un periodo di *vesting* pone un problema di difficile applicazione delle stock option in imprese non quotate in quanto durante questo periodo è impossibile monitorare il giudizio del mercato sull'operato del management (e di verificare come questo si traduce in delle variazioni del valore del titolo). Anche durante l'*exercise window* si ha il medesimo problema, ma è possibile ricorrere a delle perizie valutative che dovranno essere costantemente aggiornate.

In aggiunta al periodo di *vesting*, Zattoni (2003) ritiene necessaria l'esistenza di clausole di *lock-up* che impediscano al dipendente di cedere immediatamente sul mercato le azioni acquisite per effetto del piano. In questo modo si incentiva la crescita azionaria nel medio-lungo periodo e si riduce la possibilità che il dipendente metta in atto comportamenti speculativi.

L'effetto incentivante e di *retention* finora evidenziato è destinato a quelle figure ritenute "chiave" per la creazione del valore, tuttavia è possibile che l'azienda non sia dotata di tali risorse umane magari a causa della sua limitata capacità di attrarre talenti. Un piano di stock option può essere progettato anche per accrescere "la capacità dell'impresa di attrarre personale manageriale e professionale altamente qualificato, consentendole peraltro di ottenere prestazioni lavorative di alta qualità senza spendere direttamente denaro (cosa particolarmente vantaggiosa soprattutto per le imprese "giovani" o prive di consistenti flussi di cassa)"(Zanardo, 2006, p. 741).

In accordo con questa tesi, Tagliavini (2000, p. 43) rileva che la "soluzione stock option" è molto frequente nelle imprese più dinamiche ed innovative; le iniziative imprenditoriali della *new economy* prevedono attraverso le stock option di condizionare la remunerazione dei manager, rinviando il sostenimento dei costi al momento in cui si è creato valore che può sostenerli.

Gli studi di Paoletti (2001, p. 103) definiscono le *start-up* come una tipologia di contesto operativo caratterizzata per un elevato grado di incertezza sui risultati prospettici e sulle azioni da intraprendere; conseguentemente i dirigenti si trovano a rischiare la propria reputazione e carriera in una situazione nella quale è più probabile fallire che avere successo. Senza le stock option si otterrebbe molto probabilmente un rifiuto dato che si offrirebbe una remunerazione meno favorevole e condizioni più rischiose rispetto alle proposte di assunzioni di imprese più consolidate. In tal senso un piano di stock option svolge una sorta di effetto di

autoselezione dei prestatori di lavoro attraendo solo quelli che sono sicuri delle proprie capacità (e quindi di poter raggiungere gli obiettivi) e che sono pronti a mettere a rischio parte della loro retribuzione. Inoltre il destinatario del piano percepisce questo contesto come una sfida avvertendo di conseguenza la possibilità di soddisfare un bisogno di stima e di autorealizzazione.

Zattoni (2003, p. 87) estende questa capacità di attrarre i prestatori di lavoro anche in altre situazioni particolari di vita aziendale come un'operazione di turnaround, quando cioè è necessario attrarre dirigenti con forte spirito imprenditoriale e incentivarli alla creazione di valore azionario. Lo stesso autore suggerisce però che in questi contesti (start-up e turnaround), il piano di incentivazione dovrebbe "presentare un breve periodo di vesting, così da consentire al dipendente di diventare rapidamente azionista dell'impresa, e un periodo di lock-up sufficientemente lungo, al fine di vincolare il prestatore di lavoro per un lungo periodo di tempo". La durata temporale della relazione lavorativa permette inoltre di spostare l'attenzione dell'assegnatario delle stock option verso i risultati di lungo termine. Secondo gli studi di Costa (1996, p. 404): "l'attenzione ai risultati di breve termine sarebbe alla base del declino di molte aziende che hanno perso la capacità di sostenere la produttività di lungo periodo, di fare investimenti che migliorano il potenziale di innovazione, l'adattabilità e la qualità". Intuitivamente lo stesso risultato può essere ottenuto anche con una qualsiasi formula retributiva basata su risultati di lungo periodo, ma a differenza delle stock option, vi è un rischio maggiore che il dirigente nel frattempo cambi azienda. Costa (1996) considera validi strumenti alternativi dei contratti non scritti e non specificati nei loro termini (come per esempio lo sviluppo della carriera), ma se da un lato migliorano l'ottica di lungo periodo, dall'altro assumono che il dirigente si fidi di una promessa non vincolante o del modo in cui verrà giudicata la sua prestazione, inevitabilmente soggettivo e non ancorato a parametri definiti.

1.5 Configurazione del pacchetto remunerativo e grado di esposizione al rischio

Nei paragrafi precedenti è stato trattato il tema dell'allineamento degli interessi tra azionisti e amministratori: uno dei paradigmi essenziali per una efficace corporate governance¹². La retribuzione di questi ultimi, se correttamente strutturata, è un valido strumento per

¹² Cappiello (2003, p. 135) definisce la corporate governance come "l'insieme di strumenti legali e di mercato che mirano a massimizzare il risultato dell'investimento azionario senza imporre esternalità negative sulle diverse categorie di soggetti che interagiscono con l'impresa sociale".

internalizzare gli interessi degli azionisti. È opinione diffusa¹³ che un compenso che assegna nel suo complesso un peso minore alla parte fissa e uno più elevato alla parte variabile, possa essere un buon modo per legare la retribuzione degli amministratori alle loro effettive performance all'interno della società. La remunerazione fissa rappresenta un insieme di compensi corrisposti in funzione al decorrere di un determinato periodo di tempo e il cui ammontare non è legato alla performance realizzata dagli amministratori. La sua componente più rilevante è il compenso base, ma possiamo ricondurre a questa categoria anche i fringe benefits ossia i benefici marginali o accessori (sebbene si tratti di una remunerazione non monetaria) come l'assicurazione vita, l'auto aziendale, la previdenza integrativa ecc...Il salario base di un CEO è normalmente calcolato attraverso dei benchmark come il settore in cui l'azienda opera oppure la capitalizzazione di mercato della società.

La remunerazione variabile si fonda sulla ricerca di una regola di corrispondenza tra prestazioni fornite e risultati conseguiti. Quest'ultima parte della retribuzione è maggiormente efficace qualora l'erogazione della prestazione non è destinata ad esaurirsi in un'unica transazione, se il lavoratore ha discrezionalità sulle azioni da intraprendere, se i risultati delle azioni sono misurabili e se è possibile esplicitare il nesso causale tra azione e risultato (a riguardo si veda Corbella 2005 p. 30). Oggigiorno l'assegnazione al personale di strumenti finanziari equity based assume un ruolo centrale nell'ambito della retribuzione variabile.

Precisamente il sito dell'AIDP (Associazione Italiana per la Direzione del Personale) riporta che: "fino a una ventina di anni fa, i pacchetti retributivi erano principalmente focalizzati sulla componente fissa (Base Salary o Retribuzione Annuale Lorda) come strumento "omnicomprensivo" della performance della risorsa. In seguito, sempre più spazio è stato dato alla retribuzione variabile come strumento volto ad assicurare il raggiungimento di obiettivi funzionali al conseguimento della strategia aziendale". Il pacchetto retributivo del Top Management si è perciò orientato su strumenti equity based (quali le Stock Option) con l'obiettivo di allineare gli interessi della proprietà (l'azionista) con quelli delle risorse che gestiscono la società (i manager). Nei paesi anglosassoni questo trend è amplificato, tanto che la retribuzione fissa dei CEO rappresenta in molti casi solo una piccola frazione della Total Compensation.

Tra le diverse componenti della remunerazione variabile, oltre alle stock option, si trovano altri meccanismi che ne rispecchiano il funzionamento. Questa ulteriore categoria è definita come "Stock purchase plan" o "non stock option plan" ossia piani che non danno il diritto

¹³ Si veda Zanardo (2006, p. 738).

all'eventuale acquisto di titoli, bensì attribuiscono l'immediata proprietà azionaria a condizioni di acquisto vantaggiose:

- Phantom stocks: sono delle “mere” azioni virtuali grazie alle quali viene garantito all'assegnatario l'attribuzione di un diritto a percepire una somma di denaro parametrata all'andamento del valore delle azioni di riferimento (Furlan, Bona 2007, p. 378). Sono dunque piani monetari che rispecchiano i meccanismi di funzionamento delle stock option. È possibile anche avvicinare questa tipologia di diritti alla fattispecie delle azioni (dal solo punto di vista dei diritti patrimoniali), per esempio attribuendo dei “phantom dividends” (dividendi fantasma).
- Performance shares: piani che prevedono l'assegnazione di azioni sulla base di obiettivi predefiniti (Miggiani 2010, p. 110). La promessa di pagamento del quantum avviene al termine di un periodo di tempo detto “performance period” ed al raggiungimento di un “target” in termini di performance aziendali.
- Stock grants: assegnazione gratuita (o ad un prezzo scontato) di azioni ai dipendenti. Il rischio di perdita di valore è inferiore (down side risk) rispetto alle opzioni perché se il prezzo del titolo scende al di sotto del prezzo di esercizio, il beneficiario delle stock option perde l'intero valore dell'incentivo (Zattoni, 2003). Regalli (2003) e Fraietta (2004) sostengono la tesi opposta ossia che il down side risk è nullo solo nel caso delle opzioni dato che nell'ipotesi di una caduta dei prezzi, il rischio delle opzioni risulta essere limitato mentre in caso di assegnazione di azioni, i manager risulterebbero interamente esposti alle fluttuazioni del titolo. Inoltre, le opzioni hanno maggior potere incentivante poiché, a parità di valore del titolo, determinano una maggiore variazione percentuale dell'entità del compenso. I diversi payoff che caratterizzano questi strumenti hanno ovvie conseguenze anche sul piano del profilo di rischio. Nel caso delle stock grants, ossia quando si ha qualcosa da perdere in proprio, i decisori tendono a preferire scelte più conservative e relativamente avverse al rischio; viceversa con le stock option, dato che il rischio di perdita è sterilizzato, tendono ad assumere decisioni più audaci (Paoletti, 2001). A titolo di esempio, gli studi di Sanders (2001) riportano che la distribuzione di azioni rispetto all'assegnazione di stock option, porta a scelte più conservative nell'ambito delle acquisizioni e della cessioni di attività. Queste operazioni straordinarie hanno un'elevata capacità di

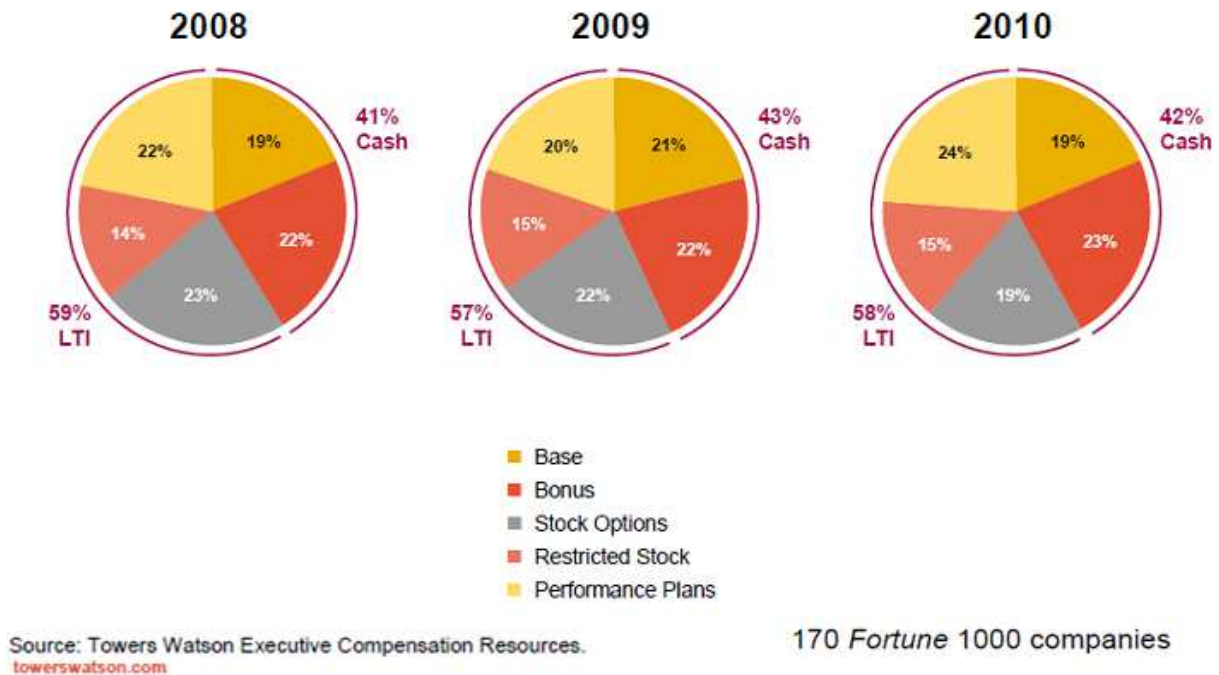
generare un aumento del valore azionario, ma nel contempo esiste il rischio che il mercato risponda in termini negativi. I payoff asimmetrici delle stock option portano i CEO a preferire queste decisioni rischiose proprio perché tendono ad associare questa forma di retribuzione ad una sorta di lotteria dagli elevati guadagni potenziali¹⁴. Dal punto di vista finanziario, un piano di stock grants comporta per l'assegnatario la necessità di investire, già al momento dell'assegnazione una somma di denaro (ad eccezione delle assegnazioni gratuite) che può essere più o meno elevata a seconda dello sconto praticato. Si tratta di una somma che rimane vincolata e indisponibile per un certo periodo di tempo, solitamente medio-lungo. Infine un piano di stock option può prevedere ulteriori condizioni sospensive che vincolano la maturazione dei diritti come l'inserimento di specifici obiettivi aziendali (in termini di fatturato, reddito, cash flow) creando un legame diretto tra questi e il compenso incentivante.

- Restricted stock plan: prevedono l'assegnazione diretta di azioni al personale, ma tali azioni diventano negoziabili solo dopo un certo periodo di tempo (è presente una clausola di lock-up). È generalmente frequente da parte di società di piccole dimensioni che non desiderano allargare la compagine sociale a persone estranee all'originario gruppo di controllo (Furlan, Bona 2007, p. 376)

Il seguente grafico mostra una ricerca Towers Watson denominata: "Executive compensation in the Say-on-pay Era" del 7 Aprile 2011 volta a rappresentare l'evoluzione dei diversi componenti della remunerazione degli executive:

¹⁴ Sanders (2001, p. 490) riporta che: "Consequently, acquisition and divestiture activity, and possibly other, similar, risks, may be strategies CEOs undertake to increase the probability that stock option compensation lotteries will pay off".

Figura 5: Executive compensation in the Say-on-pay Era



Dal grafico si distinguono i cosiddetti “long term incentives” (stock option, performance plans e restricted stock plan) rispetto agli incentivi “cash” (salario base e altri benefit monetari).

Per comprendere le preferenze del CEO rispetto alle componenti che formano la sua retribuzione è necessario fare riferimento al suo grado di esposizione al rischio. Gli strumenti di retribuzione fissa poiché non dipendono dalla performance degli amministratori, non presentano alcun elemento di rischiosità; viceversa, la parte di remunerazione variabile è per sua natura incerta visto che viene attribuita solo a seguito del raggiungimento di un determinato risultato. Ne deriva che a fronte del beneficio dell’incentivazione connesso al sistema premiante introdotto da una paga variabile, si incrementa l’esposizione al rischio degli amministratori dato che potrebbero non ottenere nulla se non raggiungono i risultati prefissati. Gli amministratori si caratterizzano per essere avversi al rischio, poiché come sottolineano Melis, Carta e Gaia (2010), la loro fonte di reddito è costituita dal proprio capitale intellettuale, il quale non è diversificabile ed è investito prevalentemente nell’azienda in cui operano. I risultati aziendali influiscono indirettamente sul valore di questo capitale perché agiscono sulla reputazione dell’amministratore. La loro avversione al rischio li porta a preferire un incremento di un euro nel salario base anziché il medesimo aumento in termini di compenso variabile. Murphy (1998) riporta che in suo studio sugli “exchange programs” (ossia dei piani dove i dipendenti accettano una riduzione del salario fisso a fronte di un

aumento della parte variabile) gli executive erano disposti ad accettare una riduzione del salario base solo compensandolo con un incremento del 100-200% in termini di stock option. Il legame tra retribuzione e performance introdotto dalle stock option comporta l'emersione di una componente di costo aggiuntiva, che Capiello (2003, p. 137) chiama "premio" richiesto dai manager per la sopportazione del rischio dell'impresa. Questo costo non esisteva fintanto che il rischio era in capo agli azionisti. Infatti questi ultimi hanno la capacità di diversificare il proprio portafoglio azionario (a costi di transazione trascurabili) ossia possono eliminare il rischio specifico "gratuitamente" e pertanto non meritano un premio per questo rischio¹⁵. Gli azionisti sono quindi neutrali al rischio specifico dell'impresa in cui investono. L'emissione di stock option (così come di altri strumenti di remunerazione variabile) comporta la traslazione del rischio specifico da soggetti neutrali (gli azionisti) a soggetti avversi (i manager) determinando una inefficiente allocazione del rischio. Affinché questo sistema di remunerazione sia pareto-efficiente¹⁶ è necessario che questo costo connesso al premio per il rischio sia inferiore ai benefici associati dall'introduzione della componente variabile. Detto questo ci si può chiedere se effettivamente gli azionisti delle società italiane diversificano in misura tale da essere soggetti unicamente al rischio sistematico e quindi neutrali al rischio specifico dell'impresa. Le società italiane sono tradizionalmente controllate da pochi grandi azionisti (azionisti di blocco o blockholder) che spesso corrispondono ai componenti della famiglia fondatrice. I dati forniti dalla relazione annuale CONSOB per il 2010 mostrano infatti un'elevata concentrazione proprietaria:

Figura 6: Concentrazione della proprietà nelle società italiane

| | Primo azionista | Altri azionisti rilevanti | Mercato |
|------|-----------------|---------------------------|---------|
| 1998 | 46,7 | 14,1 | 39,2 |
| 2008 | 45,5 | 18,3 | 36,2 |
| 2009 | 45,7 | 17,0 | 37,4 |
| 2010 | 44,9 | 18,0 | 37,1 |

Fonte: Relazione annuale CONSOB per il 2010

¹⁵ In finanza vige il seguente principio generale: "il premio per un rischio diversificabile è nullo, perciò gli investitori non sono compensati per il rischio specifico dell'impresa". Per ulteriori approfondimenti si veda Berk, DeMarzo (2008b, p. 316).

¹⁶ Bowles, Edwards, Roosevelt (2011, p. 66) definiscono un risultato ottimo pareto (o pareto-efficiente) se "non vi è possibilità di ottenere altri risultati (usando le risorse e le tecnologie disponibili) che possano migliorare la condizione di almeno un soggetto senza peggiorare la condizione di un altro".

Con riferimento alla realtà italiana, l'assunto di neutralità al rischio specifico dell'impresa viene meno; sicuramente tali azionisti hanno un certo grado di avversione al rischio. Questo aspetto non cambia l'esito dell'analisi costi-benefici riferita all'introduzione di una componente variabile nella retribuzione, in quanto il confronto avviene tra il premio per il rischio richiesto dai manager e i benefici associati all'introduzione del piano di stock option nella retribuzione. Il dato presentato è però rilevante con riguardo al profilo di rischiosità richiesto dagli azionisti ai manager nella gestione. Solitamente la letteratura anglosassone fa riferimento al modello della public company dove l'assunto di neutralità al rischio degli azionisti può essere considerato ragionevole. I manager invece sono portati a evitare progetti troppo rischiosi al fine di mantenere intatta la loro reputazione, inoltre l'uso delle stock option, come è già stato documentato, in quanto componente retributivo variabile, incrementa la loro avversione al rischio. La conseguenza è che i manager intraprendono progetti che hanno un profilo di rischio inferiore rispetto a quello richiesto dagli azionisti (a riguardo si vedano gli studi di Hirshleifer, Thakor 1992). In Italia la minore differenza in termini di profilo di rischio tra principale e agente potrebbe portare alla conclusione che gli azionisti siano inclini ad approvare il basso livello di rischio mantenuto nei progetti scelti dall'executive. In realtà questa conclusione potrebbe rivelarsi troppo affrettata poiché l'effetto di incremento di avversione al rischio causata dalle stock option non è univoco. Per esempio, Capiello (2003) sottolinea che la struttura asimmetrica dei payoff delle stock option può indurre i manager ad assumere un rischio eccessivo pur di portare il prezzo delle azioni sopra lo strike price, un fenomeno noto come "gambling resurrection". Questo atteggiamento, con riferimento alla peculiarità italiana dell'azionariato concentrato, potrebbe non essere gradito agli azionisti. D'altro canto è ragionevole pensare che una volta che le opzioni sono "in the money", i manager siano nuovamente più avversi al rischio e quindi inclini a scegliere progetti poco rischiosi. Oltre al fenomeno del "gambling resurrection", gli amministratori potrebbero adottare politiche di "short termism" volte a gonfiare il prezzo delle azioni in un momento prossimo all'esercizio dell'opzione. In questo caso l'alterazione al rialzo dei corsi azionari, oltre a consentire ai manager di ottenere una remunerazione maggiore, rende vana l'intenzione del piano di stock option di allineare gli interessi con gli azionisti poiché i manager, per monetizzare questo payoff, vendono immediatamente le azioni perdendo lo status di azionista. Palley (1997) riporta due autori: Narayanan M.P e Stein J.C che rappresentano i due principali filoni riguardo la politica di "short termism". Il primo afferma che tale politica è attribuibile al percorso di carriera dei manager mentre il secondo che è connessa alle imperfezioni del mercato finanziario. La prospettiva di Narayanan M.P assume

che i manager siano indotti a prendere decisioni di breve termini al fine di realizzare un rapido ritorno in termini di reputazione e di valorizzazione sul mercato del loro capitale umano. La prospettiva di Stein J.C assume che il mercato non riesca a riconoscere il valore della strategia di lungo periodo messa in atto dagli amministratori ossia il valore corrente delle azioni non incorpora i benefici futuri di tale strategia. Gli amministratori sono dunque incapaci di trasferire il valore delle loro scelte gestionali agli azionisti e pertanto decidono di adottare politiche di breve periodo finalizzate ad aumentare la loro remunerazione. La possibilità che il mercato non riconosca perfettamente il valore di una strategia di lungo periodo è in effetti tangibile dato che si basa sulla previsione di risultati molto lontani rispetto al momento in cui si valuta. Tuttavia non si comprende come il mercato non riesca a riconoscere il minor valore frutto di una sola strategia di breve periodo. Una spiegazione è offerta da Capiello (2003, p. 138) secondo il quale: “il mercato non è in grado di apprezzare la discrasia tra breve e lungo periodo perché non possiede le informazioni private di cui il management si avvale (commettendo dunque insider trading) ovvero perché le informazioni rese pubbliche sono state oggetto di una dolosa alterazione da parte del management (con conseguenze penali ancora più gravi)”. Zanardo (2006) riporta due possibili soluzioni: adottare piani che limitino il numero di opzioni esercitabili in ciascun periodo (scaglionamento) oppure che prevedano l'intrasferibilità delle azioni acquistate a seguito dell'esercizio dell'opzione per un determinato arco di tempo.

A questo fenomeno si aggiunge il fatto che i manager delle grandi corporation hanno acquisito talmente tanto potere da riuscire a condizionare l'operato dei Comitati di Remunerazione (Compensation Committee) il cui compito è proprio quello di progettare al meglio la pay-for-performance compensation (Fraietta, 2004). Le pressioni che riescono ad esercitare fanno sì che l'assegnazione della remunerazione avvenga leggermente prima al rilascio di good news circa le prospettive future dell'impresa. Quindi se i manager non riescono ad alterare il corso azionario in prossimità della scadenza proprio come si è visto nei casi precedenti relativi al short termism, possono sempre agire sul momento dell'emissione condizionando il comitato di remunerazione. Questo comportamento può essere portato all'estremo con la cosiddetta “retrodatazione”, fenomeno ampiamente documentato negli studi di Lie (2005). Lo studio parte presentando degli anormali rendimenti negativi delle azioni proprio in concomitanza con le emissioni di executive option per poi diventare in seguito immediatamente positivi. Le conclusioni possibili sono che i manager hanno una straordinaria abilità nel prevedere i movimenti futuri del mercato che guidano questi rendimenti oppure che essi adottano comportamenti di retrodatazione (option backdating).

Ramusino (2011, p. 228) definisce questo comportamento come la pratica di “retrodatare le opzioni allo scopo di collocarne la decorrenza in momenti di prezzi azionari particolarmente bassi, in modo da attribuire ai manager - contrariamente alla prassi tradizionalmente seguita in passato di conferire le opzioni ai prezzi correnti - contratti di opzione aventi già in partenza un valore intrinseco positivo”. In questo modo è probabile (se non addirittura certa) la convenienza dell’esercizio futuro delle opzioni. Per comprendere al meglio questo comportamento è necessario definire il rapporto esistente tra il compensation committee e gli amministratori. Yermack (1997) denota che in alcune aziende si è instaurata la prassi che gli executive propongono tutti i parametri necessari a configurare il piano di stock option, mentre il compensation committee si limita a ratificare questa proposta. Per esempio l’Intel Corp.’s 1994 proxy statement riporta che “during the prior year, . . . stock options for the executive officers were granted upon recommendation of management...”. Lie (2005) individua persino un rapporto di “amicizia” tra gli executive e i singoli componenti del compensation committee. Nel caso in cui gli amministratori non riescano ad esercitare una tale influenza possono sempre fissare la data della riunione del compensation committee che solitamente corrisponde con quella di assegnazione delle opzioni, in questo modo riescono comunque ad influenzare il prezzo d’esercizio dato che solitamente prende come riferimento il valore corrente delle azioni. Come possono essere limitati questi comportamenti opportunistici messi in atto dagli amministratori? Yermack (1997) suggerisce di emettere ogni anno le stock option sempre alla stessa data prefissata. Infine, senza entrare nell’ambito di una vera e propria retrodatazione ossia nel modificare la data ex-post, l’amministratore può comunque, grazie alle sue capacità previsionali, condizionare o utilizzare a proprio vantaggio il flusso informativo da cui il mercato attinge (condizionando la data di emissione ex-ante). Per esempio se nel mercato circolano alcune indiscrezioni negative circa alcuni prodotti/servizi dell’azienda che l’amministratore sa con certezza essere false, egli potrebbe promuovere l’immediato rilascio di stock option approfittando di questi artificiosi, bassi prezzi azionari. Oppure se è consapevole che il mercato reagirà negativamente a seguito della pubblicazione dei risultati d’esercizio, egli può fissare in anticipo la riunione del compensation committee immediatamente dopo l’annuncio. Contrariamente a quello che si potrebbe pensare questi comportamenti non sono per definizione “illegali”. Lie (2005) riporta che non è chiaro se la retrodatazione costituisce una violazione all’interno del piano di stock option. Infatti la documentazione relativa al piano di stock option non specifica se la data di emissione può essere stabilita retroattivamente. Dello stesso parere è Ramusino (2011, p. 228) che asserisce: “la pratica contempla numerose e differenziate fattispecie, talune illegali, specie si associano

alla mancata trasparenza sui benefici concessi al management e sui relativi costi a carico dell'impresa, e altre che, pur non violando espliciti obblighi di legge, sono invece in aperto conflitto con il principio di fiducia in forza del quale il management dovrebbe operare nell'interesse degli azionisti". È comunque evidente che queste pratiche si realizzano con maggiore frequenza dove si riscontrano dei modesti standard di governance. Zanardo (2006) evidenzia infatti che la prassi sembra essere quella di esaurire l'intero processo di progettazione, approvazione e attuazione dei piani all'interno del consiglio di amministrazione, quindi dell'organo di cui sono membri i medesimi amministratori destinatari degli stessi. In questi casi è forte il rischio di abusi.

La seguente tabella raccoglie le principali distorsioni nell'ambito del rapporto di fiducia tra azionisti e amministratore che sono state precedentemente analizzate. La terza colonna richiama le principali soluzioni offerte dalla letteratura. Infine, per ulteriori approfondimenti, la quarta colonna presenta i principali riferimenti bibliografici.

Figura 7: Distorsione nel rapporto azionista-amministratore

| Tipologia di comportamento opportunistica | Definizione | Soluzione suggerita dalla letteratura | Approfondimenti |
|---|---|---|--|
| Gambling resurrection | La struttura asimmetrica dei payoff delle stock option può indurre i manager ad assumere un rischio eccessivo pur di portare il prezzo delle azioni sopra lo strike price | Politica di repricing | Chen (2004, p. 1197), Kalpathy (2009, p. 1485), Melis, Carta e Gaia (2010) |
| Short termism | Sono volte a gonfiare il prezzo delle azioni in un momento prossimo all'esercizio dell'opzione. In questo caso l'alterazione al rialzo dei corsi azionari, oltre a consentire ai managers di ottenere una remunerazione maggiore, rende vana l'intenzione del piano di stock option di allineare gli interessi con gli azionisti poiché i manager, per monetizzare questo payoff, vendono immediatamente le azioni perdendo lo status di azionista. | Adottare piani che limitino il numero di opzioni esercitabili in ciascun periodo (scaglionamento) oppure che prevedano l'intrasferibilità delle azioni acquistate a seguito dell'esercizio dell'opzione per un determinato arco di tempo. | Zanardo (2006, p. 743), Cappiello (2003, p. 138), Palley (1997, p. 547) |

| | | | |
|---------------------------------|--|--|--|
| <p>Option backdating</p> | <p>Retrodatare le opzioni allo scopo di collocarne la decorrenza in momenti di prezzi azionari particolarmente bassi, in modo da attribuire ai manager - contrariamente alla prassi tradizionalmente seguita in passato di conferire le opzioni ai prezzi correnti - contratti di opzione aventi già in partenza un valore intrinseco positivo</p> | <p>Migliorare gli standard di governance. L'emissione deve avvenire ogni anno sempre alla stessa data prefissata.</p> | <p>Ramusino (2011, p. 228), Yermack (1997, p. 453), Lie (2005, p. 803)</p> |
|---------------------------------|--|--|--|

Un piano di stock option influisce anche sulla politica di distribuzione dei dividendi. Secondo gli studi di Lambert, Lanen e Larcker (1989) l'adozione di un piano di stock option induce i manager a distribuire meno dividendi di quelli che avrebbero distribuito in assenza del piano, poiché, a parità di altre condizioni, il pagamento di un dividendo riduce il valore dell'opzione¹⁷. I manager sono quindi incentivati a ridurre i dividendi per aumentare il valore atteso delle loro opzioni. La politica dei dividendi è comunque influenzata da molte altre variabili come ad esempio la presenza di un prestito obbligazionario¹⁸.

Quando è stata trattata la teoria dell'agenzia, le stock option sono state presentate come una delle possibili soluzioni al conflitto d'interesse tra azionisti e manager, tuttavia anche alla distribuzione dei dividendi sono associati dei benefici di agenzia. La politica dei dividendi (così come il livello dell'indebitamento) è uno strumento per ridurre i costi di agenzia dei free cash flow, riducendo le risorse finanziarie discrezionali a disposizione del capitale di comando (Murgia, 1993). Questa ipotesi, denominata "dei flussi di cassa disponibili", è basata sugli studi di Jensen (1986) secondo il quale i flussi di cassa in eccesso generano l'empire building in quanto gli eccessi di spesa si riscontrano con maggiore probabilità nelle imprese che hanno a disposizione flussi di cassa in eccesso. Quindi se da un lato le stock option permettono l'allineamento degli interessi tra azionisti e manager, dall'altro limitano la politica di payout dell'impresa e i benefici di agenzia ad essa associati.

¹⁷ Per ulteriori approfondimenti si veda Damodaran (2006, p. 663).

¹⁸ In questo caso il problema di agenzia è tra azionisti e obbligazionisti. I primi, nell'ipotesi probabile di dissesto dell'impresa, tendono a prelevare più liquidità possibile dall'azienda (svendendo impianti e macchinari oppure chiudendo processi produttivi) intascando un dividendo immediato in denaro (Berk, DeMarzo, 2008b). Ne deriva, che in caso di insolvenza, il costo di questa forma di sotto-investimento sarebbe tutta a carico degli obbligazionisti (e degli altri creditori sociali). Gli obbligazionisti anticipando questo possibile comportamento cercano di limitare contrattualmente la facoltà dell'impresa di pagare dividendi (Fraietta, 2004).

1.6 Il contesto nazionale alla base della diffusione dei piani di stock option

I piani di stock option hanno avuto origine negli Stati Uniti grazie alla presenza di fattori quali il forte sviluppo del mercato mobiliare e la diffusa separazione tra proprietà e controllo. Tuttavia proprio negli Stati Uniti, negli ultimi anni, questi programmi di coinvolgimento dei dipendenti nell'azionariato sono stati messi in discussione. Filonzi (1999) parla di distorsioni negli effetti di tali piani, poiché il top management riesce ad ottenere delle cifre esorbitanti a titolo di opzioni, verificandosi una non equità con il rendimento ottenuto dagli azionisti. L'aspetto paradossale è che la diffusione di questi strumenti nel nostro paese avviene proprio quando i piani di stock option subiscono delle forti critiche da parte della stampa e dalle autorità governative anglosassoni. In realtà, come sostiene Zattoni (2003), la discussione verte sull'intero sistema di corporate governance e non solo sulla retribuzione dei top manager (si pensi ai fallimenti di società come Enron e Worldcom). Le accuse rivolte ai piani di stock option sono sempre basate sull'iniquità (in qualche caso i top manager erano arrivati a guadagnare in un giorno quello che un dipendente guadagna in anni di lavoro) e sul comportamento opportunistico degli assegnatari, che hanno perseguito una crescita delle loro aziende fine a se stessa, ma strumentale all'incremento delle loro retribuzioni e bonus. Con riferimento all'attuale crisi economico-finanziaria, Miggiani (2010, p. 109) afferma che sarebbe "del tutto semplicistico e strumentale attribuire esclusivamente ai top manager e ai sistemi di incentivazione la responsabilità dell'attuale crisi". Lo stesso autore, in linea con Zattoni (2003), non attribuisce tutte le responsabilità ai piani di stock option bensì alla governance che ha il compito di controllare le retribuzioni dei top manager. I comitati di remunerazione hanno sostanzialmente fallito nel perseguire l'obiettivo di controllo della remunerazione dato che è molto diffusa la prassi negativa della presenza incrociata nei CdA, prassi che incoraggia l'approvazione incrociata di pacchetti retributivi con tutti i rischi conseguenti. Nonostante le critiche rivolte al sistema di reward dei top manager, il nostro legislatore ha voluto, con una serie di riforme in ambito civilistico e fiscale (che saranno esposte dettagliatamente nel corso della trattazione), creare un fertile terreno per lo sviluppo della cultura della creazione di valore nelle società italiane. Queste riforme erano tese inoltre a indirizzare ogni singolo aspetto che costituisce il design di un piano di stock option verso un suo uso corretto. Il legislatore si è trovato di fronte un contesto economico decisamente atipico rispetto a quello anglosassone.

Brunello, Graziano e Parigi (2011, p. 135) analizzano nei loro studi le peculiarità del capitalismo italiano: "Italian capitalism is often characterized by the importance of family control through pyramidal groups, the relative absence of hostile takeovers, an

underdeveloped capital market...”. La tipica struttura proprietaria familiare e il connesso aspetto della elevata concentrazione dell’azionariato sono già stati trattati in termini di profilo di rischio dell’azionista, ma non dal punto di vista del controllo sull’operato dei manager. Quando è presente un’azionista di riferimento (cosiddetto dominant blockholder) i problemi di agenzia risultano essere mitigati poiché egli ha l’interesse (e la convenienza) di monitorare l’operato dei manager e nel contempo dispone del potere necessario per minacciare la revoca del mandato qualora gli amministratori disattendono le sue aspettative (Melis, Carta e Gaia, 2010).

Sono dunque condivisibili le conclusioni di Zattoni (2003) secondo il quale il problema dell’allineamento degli interessi nel nostro paese può essere risolto efficacemente mediante strumenti diversi dagli incentivi azionari. In tal senso le stock option assumerebbero un ruolo complementare a questi meccanismi di controllo interno nell’orientare il top manager alla creazione di valore.

Il secondo aspetto presentato da Brunello, Graziano e Parigi (2011) è l’assenza di scalate ostile, anch’esso un meccanismo di controllo volto a disincentivare gli amministratori ad adottare comportamenti che possono danneggiare gli interessi degli azionisti. Esso si basa su una minaccia di scalata ostile promossa o favorita dagli azionisti non soddisfatti del loro operato. Questo meccanismo è relativamente carente in Italia e pertanto i piani di stock option costituirebbero un valido strumento alternativo. Infine con riguardo all’ultimo aspetto: il sottosviluppo del mercato mobiliare, sicuramente esso rende più difficile l’afferinarsi di questa tipologia di coinvolgimento dei manager. Filonzi (1999, p. 105) parla di “vizio d’origine” del nostro paese, vale a dire la presenza di un mercato azionario non troppo ampio e stabilizzato. Per questo motivo, in Italia l’utilizzo delle stock option è iniziato in ritardo rispetto ad altri paesi più vicini al contesto anglosassone. La situazione attuale è ben diversa in quanto nel corso degli anni è sicuramente aumentato il numero di società quotate e si è assistito a dei forti cambiamenti nella cultura capitalistica italiana¹⁹. Nei prossimi capitali si tratterà l’evoluzione del contesto istituzionale, dal profilo contabile a quello fiscale, nonché il livello di trasparenza richiesto; cambiamenti importanti che hanno influenzato la diffusione dei piani di stock option in Italia.

¹⁹ Filonzi (1999, p. 105) si riferisce alle privatizzazioni che hanno rappresentato un forte stimolo al coinvolgimento del management nel soggetto economico.

CAPITOLO 2

IFRS 2: ASPETTI CONTABILI E VALUTATIVI

2.1 Il percorso evolutivo dei principi contabili internazionali

"If options aren't a form of compensation, what are they? If compensation isn't an expense, what is it? And if expenses shouldn't go into the calculation of earnings, where in the world should they go?"

Warren Buffett 1998

(Damodaran, 2005, p. 11)

Questa citazione riassume i principali nodi da sciogliere in relazione al dibattito che da anni ruota attorno alla contabilizzazione delle stock option. Il titolo del paragrafo richiama volutamente il concetto di “evoluzione”, un termine tratto dalla biologia che si riferisce a continue ed ininterrotte modifiche che avvengono in un arco di tempo molto ampio e che portano a cambiamenti rilevanti. Quanto all’estensione temporale (nonostante in termini biologici sia irrilevante, ma lunghissima rispetto all’elevata velocità di diffusione delle stock option), il dibattito inizia nel 1973 con la prima regolamentazione in materia di contabilizzazione delle stock option ossia l’Opinion n°25 “Accounting for Stock Issued to Employee” emanata dall’APBO (Accounting Principles Board Opinion²⁰). Quanto invece ai “cambiamenti rilevanti”, si assiste all’introduzione di nuovi modelli matematici valutativi, all’influenza di importanti gruppi di pressione ed infine al processo di armonizzazione degli standard contabili internazionali.

2.1.1 La rapida obsolescenza tecnica dell’APBO n°25

Come è già stato discusso nel corso del primo capitolo, la diffusione delle stock option in termini di compensi basati su azioni ha origine negli Stati Uniti, pertanto è naturale che il dibattito si sia sviluppato proprio in questo paese. Sebbene il focus del presente capitolo è il profilo contabile in Europa (e quindi in Italia) delle stock option, è necessario comunque partire dalla prima regolamentazione statunitense, l’APBO n°25, dato che gli attuali accounting standards sono il portato delle critiche attribuite ad esso. L’APBO n°25

²⁰ The Accounting Principles Board (APB) is the former authoritative body of the American Institute of Certified Public Accountants (AICPA). It was created by the American Institute of Certified Public Accountants in 1959 and issued pronouncements on accounting principles until 1973, when it was replaced by the Financial Accounting Standards Board (FASB) (Fonte: http://en.wikipedia.org/wiki/Accounting_Principles_Board).

classificava i piani di stock option in due categorie: noncompensatory e compensatory. La prima categoria, come riportano gli studi di Freeman, Larsen (2011), raccoglieva i piani destinati a diffondere l'azionariato tra i dipendenti²¹. L'APB riteneva essenziali almeno quattro condizioni affinché si realizzasse un noncompensatory plan:

1. sono coinvolti tutti i dipendenti che lavorano a tempo pieno e che sono in possesso di determinate qualifiche professionali;
2. le azioni sono attribuite in misura uguale a tutti i dipendenti oppure in proporzione allo stipendio/salario;
3. il periodo di tempo entro il quale è concessa la facoltà di esercizio è ragionevolmente limitato;
4. lo sconto concesso sul prezzo di mercato dell'azione non deve essere tanto elevato rispetto a quanto si ritenga ragionevole in un'offerta destinata agli azionisti o ad altri.

Lo stesso principio contabile afferma che i piani che non hanno queste caratteristiche sono automaticamente definiti come compensatory (rappresenta dunque una categoria residuale).

Freeman, Larsen (2011) precisano che i compensatory plan si definiscono come piani di remunerazione destinati a fornire una retribuzione addizionale ad un gruppo selettivo di dipendenti, generalmente i top executive della società. Questa distinzione, secondo l'APBO n°25 ha importanti conseguenze contabili. Gli studi di Di Carlo (2009) riportano che un piano noncompensatory implica un normalissimo aumento di capitale, sottoscritto però da soggetti "interni" all'azienda, mentre un piano compensatory ha una natura retributiva e pertanto si deve tradurre nel sostenimento di un maggior costo per il personale. Contabilmente, si realizza nel primo caso un aumento del capitale sociale e di una eventuale riserva sovrapprezzo azioni a fronte dei versamenti effettuati dai nuovi soci. Nel secondo caso (quello che maggiormente ci interessa dato che vi rientrano i piani di stock option con finalità incentivanti e di retention destinati agli amministratori) si rileva un aumento del patrimonio netto e in contropartita un componente negativo di reddito relativo al maggior onere per il personale. Se è previsto un periodo di vesting, si deve determinare la competenza del costo attraverso la sua ripartizione rispetto al numero di esercizi che esprimono la durata del vesting period. Riguardo alla metodologia di valutazione, come riportano Barlev, Haddad (2003), si applica l'intrinsic value method²² che prevede di imputare un costo pari alla differenza tra il valore di mercato delle azioni in corrispondenza della "measurement date" e il prezzo di

²¹ Dunque la finalità di questi piani è assimilabile a quella evidenziata per i piani broad-based.

²² L'unico disponibile al momento della stesura dell'APBO n°25. Come si vedrà in seguito saranno proprio i nuovi modelli di valutazione a renderne obsoleto il contenuto.

esercizio. La prima considerazione a proposito di questo metodo è che se le opzioni sono emesse “at the money” oppure “out of the money” il costo rilevato sarà nullo (l’unica scrittura contabile sarà perciò al momento dell’esercizio delle opzioni con l’aumento di capitale a fronte di un’entrata di cassa). Questa chiaramente è l’ipotesi più frequente dato che, come è già stato ampiamente riportato nel primo capitolo, un piano di stock option dotato di un profilo incentivante dovrebbe essere emesso at the money, poiché finalizzato alla crescita del valore azionario, oppure out of the money, se si vuole rendere tale obiettivo particolarmente sfidante. Il componente negativo di reddito (e la sua contropartita a patrimonio netto) viene registrato solo in corrispondenza di un piano in the money e sarà imputato sulla base della sua competenza economica in ogni esercizio del periodo di vesting. La seconda considerazione attiene al concetto di “measurement date” la cui definizione è contenuta nello stesso APBO n°25 al paragrafo 10. Questa data non corrisponde necessariamente alla grant date poiché fa riferimento al momento in cui si viene a conoscenza del numero di azioni che il dipendente ha diritto di ricevere e del prezzo di esercizio; potrebbe perciò trattarsi di un momento successivo alla data di emissione. Di Carlo (2009) chiarisce abbastanza bene questo concetto attraverso la presentazioni di due possibili fattispecie. La prima riguarda i fixed plan che permettono alla grant date di conoscere sia il numero di azioni acquistabili sia le condizioni di esercizio. In questo caso l’intrinsic value si determina alla grant date (poiché corrisponde alla measurement date) e tale valore rimane immutato per tutta la durata del piano. La seconda fattispecie prevede l’emissione di variable plan caratterizzati per non rendere immediatamente disponibili tutte le informazioni che sono invece presenti in un fixed plan. Alla grant date si dovrà perciò procedere con una stima che verrà periodicamente aggiornata alla fine di ogni esercizio. Solo in questo caso il variare del corso azionario inciderà sul costo connesso al piano. Come confermano gli studi effettuati da Hill, Shelton e Stevens (2002) la mancata rilevazione del costo avviene solo in presenza di un fixed plan ed è per questo motivo che negli anni in cui l’APBO n°25 era in vigore, i variable plan erano scarsamente utilizzati nonostante siano dotati di un potere incentivante potenzialmente superiore.

Numerosi autori criticano questo metodo da diverse prospettive:

- Bulow, Shoven (2005) affermano che attraverso un’emissione at the money (peraltro la più diffusa) le aziende evitano totalmente qualsiasi registrazione contabile di componenti negativi di reddito.
- Melis, Carta e Gaia (2010) riportano che l’intrinsic value method considera per l’appunto solo il valore intrinseco senza considerare il time value ossia la probabilità che al momento dell’esercizio dell’opzione, il prezzo di mercato sia superiore a quello

in corrispondenza della data di emissione (ipotesi tra l'altro auspicabile visto che rientra nelle finalità di un piano di stock option).

- Di Carlo (2009) sottolinea che il costo da imputare dovrebbe essere espressione del servizio erogato dal dipendente e ciò non trova adeguata rappresentazione nel valore intrinseco.

È certo che un trattamento contabile di favore, come quello previsto dall'APBO n°25, ha agevolato la rapida diffusione dei piani di stock option negli Stati Uniti. Ciò che mise seriamente in discussione l'intrinsic value method e che rese palese al pubblico tutti i suoi limiti fu la scoperta di un algoritmo di valutazione delle opzioni (modello di option pricing) introdotto da Black e Scholes (1973). Tale scoperta avvenne a distanza di un solo anno dall'emanazione dell'APBO n°25. Per questo motivo si può affermare che l'APBO n°25 divenne rapidamente obsoleto dal punto di vista tecnico.

Contrariamente a quello che si potrebbe pensare, il neonato Financial Accounting Standards Board (FASB) non si preoccupò di cambiare entro tempi brevi il modello valutativo, nonostante il clamore causato dai nuovi modelli di option pricing che si diffuse rapidamente sui mercati dove venivano negoziate le opzioni finanziarie. È necessario attendere il 31 maggio del 1984 affinché il FASB si impegni concretamente a riguardo, provvedendo con l'emissione di un "Invitation to Comment: Accounting for Compensation Plans Involving Certain Rights Granted to Employees"²³. Tra il 1985 e il 1988, il FASB condusse delle ricerche per determinare l'applicabilità di diversi tipi di modelli di valutazione, ma in seguito arrivarono più di duecento lettere principalmente in disaccordo con l'orientamento assunto dal FASB. I membri del FASB erano dell'opinione unanime che le stock option assegnate ai dipendenti dovevano risultare in bilancio come un costo del personale, tuttavia il pomo della discordia che portò poi ad abbandonare tutti i lavori fatti fu stabilire la natura contabile della contropartita: a fronte del costo, si doveva rilevare una passività oppure un incremento di capitale? Dechow, Hutton e Sloan (1996) riportano che il FASB abbandonò nel 1988 i lavori per dedicarsi proprio alla questione squisitamente definitoria di passività rispetto a capitale²⁴. Per quanto importante sia la ricerca della soluzione contabile migliore, Di Carlo (2009) è dell'avviso che la rinuncia da parte del FASB a disciplinare la materia sia da ricondurre a forti campagne di lobby. Questa conclusione è verosimile dato che in quel periodo l'uso di piani di remunerazione basati sulle azioni era davvero notevole.

²³ Per ulteriori approfondimenti si veda Dechow, Hutton e Sloan (1996).

²⁴ Dechow, Hutton e Sloan (1996, p. 3): "Late in 1988, the FASB set aside work on stock compensation and instead focused on the broader question of how to distinguish liabilities from equities".

2.1.2 Il dibattito attorno all' Exposure Draft "Accounting for stock-based Compensation"

Nel 1991 il senatore Carl Levin, preoccupato dell'uso eccessivo delle stock option e del regime contabile vigente che permetteva di occultare le elevate retribuzioni dei dirigenti (non solo per quanto concerne la rilevazione contabile, ma anche con riguardo alla disclosure in bilancio), introdusse il "Corporate Executives Stock Option Accountability Act" con il quale costrinse il FASB ad emanare uno standard che dovesse prevedere un impatto delle stock option sugli utili. Nel giugno del 1993, il FASB emise una Exposure Draft (ED) denominata "Accounting for stock-based Compensation". L' ED è il principale mezzo che un organismo contabile internazionale ha a disposizione per saggiare l'opinione dei diretti interessati circa una proposta concreta in forma di standard²⁵. Questo strumento consente di raccogliere nuovi spunti di riflessione, i giudizi e spesso anche le critiche avanzate dagli "addetti ai lavori" (come per esempio i commercialisti, gli avvocati, i manager ecc...) necessarie per la stesura finale dello standard contabile. Le principali modifiche proposte dall'ED (riportate negli studi di Bell, Landsman, Miller e Yeh, 2002) riguardavano innanzitutto la sostituzione del criterio dell'intrinsic value con quello del fair value²⁶ stimato grazie ai modelli di option pricing (modello di Black and Scholes, 1973, oppure il modello binomiale di Cox, Ross e Rubinstein, 1979). Si riafferma quindi l'esigenza di imputare contabilmente degli oneri per il personale a fronte dell'emissione di stock option. Alla grant date era necessario rilevare un "Prepaid Asset Compensation" (intesa come una remunerazione anticipata²⁷) per un valore pari al fair value delle stock option, speso poi a conto economico a partire dalla vesting date. In contropartita all'asset viene rilevato un incremento del patrimonio netto (rappresenta il potenziale esercizio delle opzioni) che si estinguerà solo se le opzioni sono esercitate, annullate o giunte a scadenza. In aggiunta si accentuò l'obbligo informativo connesso alla descrizione dei metodi e delle relative assunzioni utilizzate per la stima del fair value delle opzioni.

²⁵ Per ulteriori informazioni sul processo di pubblicazione dell'ED si veda:

<http://www.ifrs.org/How+we+develop+standards/Development+and+publication+of+an+exposure+draft.htm>

²⁶ La definizione di Fair Value si può trovare all'interno dell'appendice E (glossario) dello SFAS 123: "The amount at which an asset could be bought or sold in a current transaction between willing parties, that is, other than in a forced or liquidation sale". Il riferimento è ad una transazione normale tra parti indipendenti, escluso il caso della liquidazione. Inoltre aggiunge che: "Quoted market prices in active markets are the best evidence of fair value and are to be used as the basis for measurement, if available. If quoted market prices are not available, the estimate of fair value is based on the best information available in the circumstances". Quindi la migliore evidenza del fair value sono i prezzi di mercato, in mancanza di essi si procede ad una stima basata sulle migliori informazioni disponibili.

²⁷ Bell, Landsman, Miller e Yeh (2002, p. 975) trascrivono il paragrafo 63 dell'ED che giustifica la creazione del Prepaid Asset Compensation: "employee stock options represent probable future benefits because employees have agreed to render future services to earn their options. Stock options also reduce future cash outflows otherwise necessary to compensate employees".

Huddart, Lang (1996) precisano che il meccanismo introdotto dal FASB fu guidato da 4 principi:

1. le ESO hanno un valore;
2. gli strumenti finanziari dati ai dipendenti sono assimilabili a costi per il personale;
3. i costi per il personale, comprensivi del valore stimato delle ESO, devono impattare sull'utile netto;
4. il valore delle ESO può essere stimato all'interno di limiti tollerabili.

Freeman, Larsen (2011) descrivono dettagliatamente le reazioni suscitate dalla pubblicazione dell'ED. Essi affermano che le aziende statunitensi reagirono con una tale avversione che non ha precedenti in tutta la storia del FASB. Furono inviate più di 500 lettere prevalentemente di protesta. Una di queste per esempio, inviata da Craig Swanson (Vice President of Finance for Protocol Systems Inc.) arrivò a definire la proposta come un disastro per l'America. Un'altra lettera invece fu firmata da oltre 380 aziende del settore high-tech. Lo stesso rifiuto fu manifestato da tutte le sei più grandi società di revisione statunitensi, dai membri della SEC e da alcuni esponenti del Congresso USA. Le argomentazioni avanzate si riferivano ad aspetti tecnici inerenti l'attendibilità della stima, ma le motivazioni alla base erano abbastanza ovvie: il criterio di valutazione introdotto avrebbe comportato delle conseguenze economiche negative rilevanti nei bilanci delle società.

2.1.3 Lo SFAS 123: il risultato di un compromesso

Le diverse lamentele e le pressioni politiche obbligarono il FASB a riaprire al suo interno un nuovo dibattito che ebbe inizio nel 1991 e che si concluse nel 1995 con l'emanazione dello SFAS 123 "Accounting for stock-based Compensation Accounting" il cui contenuto risultò stravolto rispetto all'ED. Il criterio del fair value basato sui modelli di option pricing divenne finalmente adottabile, ma venne data la possibilità di optare per l'intrinsic value method. In altri termini, il fair value venne presentato come il criterio preferito dal FASB, ma nella sostanza l'APBO n°25 rimase applicabile (Corbella, Florio, 2010). È abbastanza ovvio che la soluzione contabile più gettonata fu proprio quella prevista dall'APBO n°25. L'unica novità concreta riguardò la disclosure del bilancio poiché qualora si fosse scelto di adottare il metodo previsto dall'APBO n°25 si sarebbero dovuti illustrare nelle note al bilancio gli effetti potenziali dell'applicazione dello SFAS 123 (con l'utilizzo dei modelli di option pricing) compreso l'utile d'esercizio che ne sarebbe derivato²⁸. Si tratta di un obbligo di trasparenza con effetti irreversibili ed esteso a tutti i piani di stock option emessi. A titolo di esempio, si

²⁸ Si veda ad esempio Bell, Landsman, Miller e Yeh (2002).

presenta un'indagine tratta da Apostolou, Crumbley (2001) del 1999 su 30 società, che confronta i differenti effetti sull'utile e l'EPS derivanti dall'applicazione dello SFAS 123 rispetto all'APBO n°25. Le società appartengono prevalentemente all'industria high-tech.

Figura 8: APBO n°25 e SFAS 123, effetti sulle performance economiche

| Company | Under APB 25 | | Under SFAS 123 | | Black-Scholes Model Variables* | | |
|--------------------|------------------------|--------|------------------------|--------|--------------------------------|------------------------|-------------------------|
| | Net Income (thousands) | EPS | Net Income (thousands) | EPS | Expected Life (year) | Risk-free Interest (%) | Expected Volatility (%) |
| Siebel | \$121,727 | \$.54 | \$94,998 | \$.42 | 3.40 | 5.44 | 69.00 |
| Compaq | 569,000 | .34 | 367,000 | .23 | 5.00 | 5.50 | 39.80 |
| Hewlett-Packard | 3,104,000 | 2.97 | 2,996,000 | 2.85 | 7.00 | 5.53 | 30.00 |
| Yahoo | 61,133 | .10 | (256,023) | (.50) | 3.00 | 4.60-6.10 | 71.00 |
| Amazon.com | (719,968) | (2.20) | (1,031,925) | (3.16) | 3.50 | 5.50 | 84.90 |
| Intel | 7,314,000 | 2.11 | 6,860,000 | 1.98 | 6.50 | 5.20 | 38.00 |
| Broadvision | 18,809 | .07 | (25,015) | (.11) | 0.58 | 6.00 | 97.00 |
| Sun Microsystems | 1,031,334 | 1.27 | 901,199 | 1.12 | 6.60 | 5.06 | 49.51 |
| America Online | 762,000 | .60 | 504,000 | .39 | 0.45 | 5.40 | 65.00 |
| Xilinx | 102,592 | .33 | 65,200 | .21 | 3.00 | 5.00 | 65.00 |
| Altera | 223,994 | 1.08 | 199,850 | .97 | 0.50 | 4.50 | 45.90 |
| Linear Technology | 194,293 | 1.22 | 125,347 | .81 | 6.50 | 5.60 | 54.00 |
| Micron Technology | (247,100) | (1.15) | (314,700) | (1.46) | 3.50 | 5.60 | 60.00 |
| Biogen | 220,450 | 1.40 | 196,965 | 1.25 | 5.60 | 5.50 | 36.00 |
| Scientific Atlanta | 102,343 | 1.30 | 91,041 | 1.16 | 5.00 | 5.31 | 51.00 |
| PeopleSoft | (177,765) | (.67) | (263,274) | (1.00) | 3.55 | 5.43 | 42.00 |
| Ebay | 10,828 | .08 | (60,190) | (.56) | 3.00 | 5.50 | 100.00 |
| Adobe Systems | 237,751 | 1.84 | 198,787 | 1.56 | 3.00 | 4.50-5.90 | 51.00 |
| KLA Tencor | 39,212 | .43 | 5,278 | .06 | 5.60 | 5.00 | 65.00 |
| Adaptec | (13,293) | (.12) | (75,581) | (.69) | 5.00 | 6.40 | 62.00 |
| Chiron | 162,513 | .86 | 141,696 | .75 | 5.00 | 5.60 | 37.00 |
| Altson | (13,639) | (.72) | (13,500) | (.71) | 2.02 | 4.73-6.07 | 70.00 |
| Microsoft | 7,785,000 | 1.42 | 7,074,000 | 1.29 | 5.00 | 4.90 | 32.00 |
| Oracle | 1,289,758 | .87 | 1,095,969 | .74 | 0.59 | 4.50-5.70 | 48.00 |
| Dell | 1,460,000 | .53 | 1,304,000 | .48 | 5.00 | 5.42 | 52.12 |
| JDS Uniphase | (171,057) | (2.15) | (399,743) | (5.02) | 6.10 | 5.60 | 67.00 |
| Broadcom | 83,287 | .36 | (105,566) | (.53) | 1.00 | 6.00 | 80.00 |
| Qualcomm | 200,879 | 1.24 | 149,100 | .92 | 6.00 | 5.20 | 51.00 |
| Lucent | 4,766,000 | 1.52 | 4,263,000 | 1.31 | 3.60 | 5.20 | 33.80 |
| Analog Devices | 196,819 | 1.04 | 162,872 | .90 | 6.10 | 5.30 | 52.90 |

* All companies surveyed used the Black-Scholes option pricing model in developing estimates.

Si può notare che tutte le aziende presenti nel campione applicano l'APBO n°25, ma per adempiere agli obblighi informativi previsti dallo SFAS 123 fanno tutte riferimento al modello di option pricing di Black and Scholes per il calcolo del fair value. Gli utili determinati con l'APBO n°25 sono superiori di almeno il 10% rispetto a quelli calcolati con lo SFAS 123. Ci sono poi dei casi eclatanti come KLA, Compaq, America Online e Siebel che hanno conseguito utili sovrastimati dell'86%, 36%, 34% e 22% rispettivamente. Società

come Yahoo, Broadvision, Ebay e Broadcom avrebbero riportato una perdita anziché un utile se non avessero applicato l'APBO n°25. Per quanto riguarda gli istituti di credito, Tagliavini (2000) accenna ad uno studio dedicato alle banche statunitensi effettuato nel 1998 che indica una sovrastima media del 43% degli utili a causa dell'applicazione dell'APBO n°25 (a titolo di esempio, la Chase Manhattan Bank ha sopravvalutato l'utile addirittura dell'84%).

In letteratura esistono due visioni contrapposte sulla possibile natura di costo delle stock option. Ci sono i sostenitori della cosiddetta expensing view che affermano l'esistenza di un costo connesso all'emissione di stock option che viene interamente sopportato dalla società, e coloro che appoggiano la non-expensing view, convinti che l'unico costo sia associato ad una potenziale diluizione del capitale e che sia sostenuto esclusivamente dagli azionisti. I principali esponenti della expensing view sono Bodie, Kaplan e Merton (2003) i quali affermano che uno dei principi base della contabilità è la significatività ossia ogni transazione economicamente significativa dovrebbe essere rilevata. Sostengono che non vi sia alcun dubbio circa il rispetto di questo criterio per le stock option in quanto generano transazioni di milioni di dollari nei diversi mercati in cui vengono scambiate ogni giorno. Tuttavia, gli stessi autori riportano la tesi antitetica di Harvey Golub, CEO di American Express, che nel 2002 scrisse un articolo nel Wall Street Journal asserendo che le stock option non potranno mai essere un costo in quanto non implicano un'uscita monetaria.

L'opinione di Harvey Golub discende dalla definizione del principio di competenza. Sono infatti di competenza “i ricavi per i quali si è avuta la manifestazione finanziaria e che si riferiscono a servizi completati o a prodotti venduti nell'esercizio. I costi, vengono considerati di competenza se si riferiscono a fattori che sono stati utilizzati per il conseguimento di quei ricavi”²⁹. I costi, anche se avranno manifestazione finanziaria futura, devono trovare collocazione in bilancio se sono di competenza dell'esercizio (Melis, Carta e Gaia, 2010).

Secondo Hagopian (2006, p. 139), esponente della non-expensing view, con i compensi basati su azioni manca la manifestazione finanziaria attuale e futura e pertanto non ci sono ragioni per iscrivere un costo. Egli sostiene che un ESO si configuri come un gain-sharing instrument con il quale gli azionisti decidono di condividere gli utili con i propri dipendenti. Il costo è rappresentato dalla potenziale diluizione connessa all'emissione delle stock options, ma solo quando questa diventa reale allora il costo viene sopportato dagli azionisti: “A gain-sharing instrument, by its nature, has no accounting cost unless and until there is a gain to be

²⁹ Si veda Cerbioni, Cinquini, Sòstero (2006, p. 47).

shared”³⁰. Per Hagopian (2006) un piano di stock option è equiparabile in tutto e per tutto ad un piano di partecipazione agli utili oppure ad un contratto di commissione di vendita.

Bodie, Kaplan e Merton (2003, p. 64) sono dell’idea che una simile posizione “sfida la logica economica” poiché “While a transaction involving a cash receipt or payment is sufficient to generate a recordable transaction, it is not necessary...even if no cash changes hands, issuing stock options to employees incurs a sacrifice of cash, an opportunity cost, which needs to be accounted for”. In altri termini la manifestazione finanziaria è condizione sufficiente, ma non necessaria ai fini della rilevazione contabile. Inoltre essi presentano un esempio di due ipotetiche società che assegnano entrambe ad un proprio dipendente 400.000 \$ di retribuzione totale (total compensation). La prima società assegna in un’unica soluzione tutta la retribuzione per cassa e contemporaneamente emette opzioni per un valore di 100.000 \$ lasciando la possibilità al dipendente di sottoscriverle pagando alla società una somma equivalente al 25% della propria retribuzione cash già ricevuta (per l’appunto 100.000 \$). La seconda società assegna direttamente 100.000 \$ di opzioni e 300.000 \$ in contanti al proprio dipendente. Dato che gli effetti dei due piani retributivi sono identici poiché i dipendenti di entrambe le società hanno ricevuto opzioni per un valore di 100.000 \$ e un’entrata monetaria per 300.000 \$, Bodie, Kaplan e Merton (2003, p. 65) si chiedono: “How legitimate is an accounting standard that allows two economically identical transactions to produce radically different numbers?”. La prima società tuttavia dovrebbe imputare 100.000 \$ di costi in più rispetto alla seconda società. Pertanto quest’ultima rispetto alla prima appare sia a livello di costi sia in termini di equity inferiore mostrando così performance nettamente superiori. Evitare di contabilizzare questo costo significa generare un problema di comparabilità tra due imprese economicamente equivalenti, ma che hanno strutturato la composizione della retribuzione dei propri dipendenti in modo differente.

Un’altra critica avanzata dai fautori della non-expensing view (si veda Hagopian, 2006) è che lo SFAS 123 considera erroneamente le emissioni di executive stock option (ESO) e quelle di traded stock option (TSO) come equivalenti. In effetti sussistono delle differenze importanti tra queste due categorie, inerenti per esempio alla diversa liquidità dello strumento oppure al grado di avversione al rischio degli assegnatari. Differenze che hanno un impatto sul valore dell’opzione. Per contro Bodie, Kaplan e Merton (2003), pur riconoscendo la presenza di queste differenze, non attribuiscono ad esse un effetto significativo sul valore delle opzioni. Sostengono che il bello dei modelli di valutazione di option pricing è che si basano unicamente sulle caratteristiche del sottostante ed è proprio questa loro peculiarità ad aver

³⁰ Hagopian (2006, p. 139).

consentito una loro rapida diffusione. Nel corso della trattazione questa tematica verrà ampiamente approfondita con riferimento ai modelli di option pricing idonei a valutare le ESO e nell'ambito della diversa prospettiva assunta dai principi contabili nazionali rispetto a quelli internazionali. Per esempio, Asness (2004) conferma l'esistenza di altri modelli basati sempre su quello di Black and Scholes, ma che permettono di considerare la diversità delle ESO rispetto alle TSO. Inoltre se la critica verte sull'attendibilità della stima è necessario rammentare che: "il processo di determinazione del risultato economico è un processo che si basa su stime, congetture, quindi su giudizi soggettivi suscettibili di errore" (Cerbioni, Cinquini, Sòstero, 2006, p. 50).

La terza argomentazione a sostegno della non-expensing view è che le società offrono già un'adeguata trasparenza informativa nelle note di bilancio per quanto riguarda l'emissione di stock option consentendo in questo modo a tutti gli stakeholder esterni di risalire al costo dei compensi basati su azioni. Il principale sostenitore di questa tesi è Sahlman (2002), il quale senza entrare nel merito se si tratta di un costo imputabile o meno, si chiede se l'assenza dell'informativa contabile inerente alle stock option possa davvero ingenerare ai terzi l'apparenza di una performance aziendale sovrastimata. Sahlman (2002) sostiene che se gli azionisti decidono di assegnare dei compensi basati sulle azioni ai propri dipendenti significa che i costi associati all'emissione sono inferiori ai benefici che ne derivano (benefici di tipo fiscale, in termini di retention, di attrazione dei talenti ecc...). Ne consegue che in termini di valore dell'azienda, i flussi di cassa prospettici aumentano. Non si comprende quindi perché all'emissione delle stock option debba essere associato soltanto un abbassamento dell'utile d'esercizio nonostante consentano di aumentare i flussi di cassa futuri. Per questo motivo Sahlman (2002, p. 92) arriva alla conclusione che: "expensing options may lead to an even more distorted picture of a company's economic condition than financial statements currently paint". Bodie, Kaplan e Merton (2003) replicano che anche assumendo un livello attuale di trasparenza dell'informativa di bilancio sufficiente, molti investitori, avvocati e analisti utilizzano nella pratica dei database elettronici per calcolare i principali ratio reddituali e finanziari e spesso questi strumenti tralasciano le informazioni contenute nelle note di bilancio.

Inoltre se la trasparenza informativa è davvero sufficiente allora l'inserimento in bilancio dell'informazione di costo contenuta nelle note, non dovrebbe influire sulle valutazioni degli stakeholder esterni.

La quarta critica rivolta all'expensing view è che i piani di stock option sono spesso l'unico mezzo che le start-up operanti in settori high-tech hanno a disposizione per attrarre talenti

dato che non hanno sufficienti risorse finanziarie per offrire loro un salario altrettanto attrattivo (Corbella, Florio, 2010). Asness (2004) replica che sarebbe assurdo pensare che aziende di questo tipo non avrebbero successo se comunicassero l'informazione contabile reale agli investitori. Sarebbe come dire che attualmente un'azienda del settore high-tech vive e prospera solo grazie al fatto che riesce ad indurre in errore gli investitori oppure che se avesse riportato i veri guadagni nessuno avrebbe investito su di essa. Dello stesso parere sono Guay, Kothary e Sloan (2003, p. 409) che affermano: "the goal of accounting is not to distort financial performance to subsidize particular business activities". Senza contare che esistono altri modi per aiutare questo tipo di imprese come per esempio delle opportune politiche statali anziché dei benefici di tipo contabile (Bodie, Kaplan e Merton, 2003). Il dibattito generato da queste due prospettive è stato in seguito "politicizzato" per via delle sue implicazioni socio-economiche (Corbella, Florio, 2010). Nel corso del paragrafo, alcune affermazioni avanzate dai rappresentanti della non-expensing view, sono state presentate come condivisibili, altre invece sono messe in discussione a causa delle argomentazioni offerte dall'approccio expensing view. La seguente tabella riassume le principali tesi e contro tesi delle due scuole di pensiero, i loro sostenitori e i principi cardine su cui si basano le loro argomentazioni:

Figura 9: Le due correnti di pensiero a confronto

| Non-expensing view | | | Expensing view | | |
|--------------------|---|--|-----------------------|---|---|
| Autori | Tesi | Assunti | Autori | Controtesi | Assunti |
| Harvey Golub | Manca la manifestazione finanziaria attuale e futura e pertanto non ci sono ragioni per iscrivere un costo | Manca la competenza economica ed inoltre le stock option possono essere viste come dei gain-sharing instrument | Bodie, Kaplan, Merton | La manifestazione finanziaria è condizione sufficiente, ma non necessaria ai fine della rilevazione contabile | Si tratta di una transazione economicamente significativa e perciò deve essere rilevata |
| Hagopian | La stima del costo non è attendibile, si deve considerare la diversità tra ESO e TSO nell'applicazione dei modelli di valutazione | Il grado di rischio dell'assegnatario e la liquidità dello strumento incidono sul valore dell'opzione | Asness | Esistono dei modelli derivati da quello di Black e Scholes che considerano tale diversità | Il processo di determinazione del risultato economico è un processo che si basa su stime, congetture, quindi su giudizi soggettivi suscettibili di errore |
| | | | Bodie, Kaplan, Merton | La stima è comunque attendibile in quanto la differenza in termini di valore è trascurabile | |

| | | | | | |
|----------|---|---|------------------------------|---|--|
| Sahlman | Le società offrono già un'adeguata informativa nelle note di bilancio. Aggiungere i costi delle stock option provoca un'immagine distorta delle performance aziendali | Sono uno strumento nato per creare valore e non per mostrare esattamente l'opposto | Bodie, Kaplan, Merton | Nella pratica gli stakeholder esterni utilizzano dei database che trascurano le informazioni contenute nelle note di bilancio | Se l'informazione preesistente è già sufficiente, l'inserimento di questo costo non dovrebbe influire sulla valutazione |
| Hagopian | La contabilizzazione penalizza le aziende operanti nel settore high-tech | Non hanno risorse finanziarie sufficienti per attrarre talenti ed inoltre gli investitori non sarebbero incoraggiati ad investire | Asness, Guay, Kothary, Sloan | Esistono delle politiche statali per aiutare queste imprese, sicuramente preferibili rispetto a delle agevolazioni contabili | Sarebbe assurdo pensare che aziende di questo tipo non avrebbero successo se comunicassero l'informazione contabile reale agli investitori |

In gioco ci sono molti interessi diversi, come le aziende del settore high-tech preoccupate di perdere il loro potere di attrazione sulle risorse umane di cui necessitano, gli azionisti e gli executive che temono un impatto negativo sul valore delle azioni, gli investitori che chiedono maggiore trasparenza e un'informazione contabile di alta qualità al fine di poter prendere delle decisioni economiche consapevoli e ponderate, gli altri stakeholder esterni turbati dagli scandali avvenuti nel biennio 2001-2002 e dalle loro ripercussioni sulla società. Interessante è il caso di molte grandi società che a seguito di questi scandali hanno deciso volontariamente di spendere le stock option al fine di soddisfare la crescente domanda di trasparenza dell'informativa contabile. Tra queste società troviamo Coca-Cola, The Washington Post, Amazon.com e AMB.

Soltanto nel dicembre del 2004 il criterio del valore intrinseco viene definitivamente³¹ abolito con una modifica dello SFAS 123. Nel nuovo SFAS 123 revised il criterio del fair value diventa obbligatorio. Il FASB giustificherà in seguito questa scelta con l'intenzione di conformarsi ai principi contabili IFRS al fine di perseguire lo scopo di ambito più generale di uniformità dei principi contabili³². Infatti nel Febbraio dello stesso anno lo IASB³³ aveva

³¹ In realtà continua ad essere applicato come criterio residuale qualora non ci sia modo di ottenere una stima attendibile.

³² I principali organismi tecnici hanno deciso di promuovere l'uniformità delle informazioni a fronte del processo di internazionalizzazione che caratterizza l'evoluzione dei sistemi finanziari dei Paesi industrializzati. Per ulteriori approfondimenti sullo sviluppo del processo di armonizzazione si vedano gli studi di Delogu (2006).

³³ The IASB (International Accounting Standards Board) is the independent standard-setting body of the IFRS Foundation. Its members (currently 15 full-time members) are responsible for the development and publication

emanato l'IFRS 2 Share Based Payment (questo in effetti è uno dei pochi casi in cui è il board statunitense ad uniformarsi allo IASB e non viceversa).

La seguente tabella illustra le principali tappe della normativa contabile statunitense:

Figura 10: Cronologia degli eventi inerenti alla regolamentazione contabile delle stock option

| Periodo | Evento | Effetti |
|----------------|--|---|
| 1972 | Introduzione dell'APBO n°25 | Applicazione del criterio di valutazione del valore intrinseco |
| 1973 | Black e Scholes pubblicano il loro algoritmo di valutazione delle opzioni | La validità dell'intrinsic value viene messa in discussione. Reazioni accese sui mercati dove le opzioni sono negoziate |
| 1979 | Cox, Ross e Rubinstein propongono il modello binomiale | |
| 1984 | Emanazione dell'Invitation to Comment: "Accounting for Compensation Plans Involving Certain Rights Granted to Employees" | Il FASB inizia i lavori su modelli di valutazione alternativi |
| 1985-1988 | Il board statunitense conduce ricerche circa l'applicabilità dei nuovi modelli di valutazione | I membri del FASB sono dell'opinione unanime che deve apparire contabilmente il costo rappresentato dai piani di stock option. Iniziano le prime reazioni contrarie da parte di gruppi di pressione |
| 1988 | Il FASB abbandona i lavori circa la valutazione delle stock option | Il board statunitense si dedica alla definizione dei confini tra liability ed equity. |
| 1991 | Il senatore Carl Levin introduce il "Corporate Executives Stock Option Accountability Act" | Obbliga il FASB a riprendere i lavori in materia di impatto delle stock option sugli utili realizzati |
| 1993 | Il FASB emana l'Exposure Draft (ED) denominata "Accounting for stock-based Compensation" | Propone l'utilizzo del criterio del fair value. Accoglienza osteggiata dagli imprenditori, società di revisione, esponenti del Congresso USA |
| 1995 | Emanazione dello SFAS 123 "Accounting for stock-based Compensation Accounting" | Il FASB suggerisce l'applicazione del fair value, ma permette il metodo previsto dall'APBO n°25. Aggiunti obblighi di trasparenza nelle note di bilancio |
| feb-04 | Lo IASB emana l'IFRS 2: Share Based Payment | Il FASB inizia il lavoro di revisione del proprio principio contabile al fine di uniformarsi allo IASB |
| dic-04 | Il FASB emana lo SFAS 123 revised | Il criterio del valore intrinseco viene definitivamente abbandonato in favore del fair value |

of IFRSs, including the IFRS for SMEs and for approving Interpretations of IFRSs as developed by the IFRS Interpretations Committee (formerly called the IFRIC).

Fonte: <http://www.ifrs.org/The+organisation/IASCF+and+IASB.htm>.

Secondo Di Carlo (2009) il processo di formazione dell'IFRS 2 si è ispirato al corrispondente principio statunitense³⁴ e nel contempo ha a sua volta condizionato la sua revisione. D'altro canto lo IASB attua una svolta decisiva all'interno del controverso dibattito sulla questione della rappresentazione in bilancio delle stock option: per la prima volta viene imposta l'evidenziazione di un costo in relazione alle opzioni assegnate (Bertoni, 2005).

2.2 IFRS 2 Share Based Payment

2.2.1 Ambito di applicazione

La ratificazione del trattato di Roma³⁵ rappresenta la volontà da parte degli stati membri della Comunità Europea di creare un mercato comune senza barriere, basato sulla libera circolazione delle merci, persone, servizi e dei capitali. Secondo gli studi di Delogu (2006, p. 184): “partendo da quest'ottica, ma in maniera contabile, uniformare i bilanci delle imprese comunitarie diventa una delle priorità della Comunità Europea”. I principali strumenti di cui si avvale la Comunità Europea nel perseguire tali politiche sono le direttive e i regolamenti. Il Regolamento CE n° 1606/02 in base all'articolo 4 obbliga le società quotate dell'Unione Europea a redigere i bilanci consolidati secondo i nuovi principi contabili internazionali IAS/IFRS a partire dal 1° gennaio 2005. Lo stesso regolamento, all'articolo 5, lasciava la possibilità agli stati membri di introdurre l'obbligo anche nella redazione del bilancio d'esercizio (ad eccezione di quelli redatti in forma abbreviata). Lo stato italiano ha accolto questa possibilità (con l'attuazione del D.lgs. del 28/02/2005 n.38) introducendo l'obbligo a partire dal 2006 per:

- società quotate (con facoltà di anticipare al 2005);
- società aventi strumenti finanziari diffusi tra il pubblico;
- banche e gli intermediari finanziari sottoposti a vigilanza da parte della Banca d'Italia;
- imprese di assicurazioni, solo se quotate e non redigono il bilancio consolidato.

Inoltre è stata prevista la facoltà di applicazione dei principi contabili internazionali anche per le società non quotate³⁶.

³⁴ Prima dell'IFRS 2, le regole di contabilizzazione delle stock compensation erano regolate dallo IAS n. 19, emanato dallo IASC (il predecessore dello IASB) nel 1998, il quale non forniva disposizioni precise sul riconoscimento dei costi delle stock option dato che non vi era ancora una metodologia internazionale di riferimento in materia di criteri di valutazione; pertanto lo stesso principio rinviava agli standards contabili americani e di altri paesi.

³⁵ Per ulteriori approfondimenti si rinvia al sito:

http://europa.eu/legislation_summaries/institutional_affairs/treaties/treaties_eec_it.htm.

³⁶ Per ulteriori approfondimenti si veda Delogu (2006, p. 191).

L'ambito di applicazione degli IFRS è alquanto complesso e pare destinato ad ampliarsi visto che lo IASB sta valutando da tempo una possibile estensione alle piccole e medie imprese (Bertoni, 2005). In tale ambito di applicazione rientra anche l'introduzione dell'IFRS 2 Share Based Payment (Pagamenti basati su azioni). L'IFRS 2 definisce al primo paragrafo quali sono le sue finalità: "il presente IFRS ha lo scopo di definire la rappresentazione in bilancio di una entità che effettui una operazione con pagamento basato su azioni. In particolare, esso dispone che un'entità iscriva nel conto economico e nella situazione patrimoniale-finanziaria gli effetti di operazioni con pagamento basato su azioni, inclusi i costi relativi alle operazioni in cui vengono assegnate ai dipendenti delle opzioni su azioni". L'obiettivo non è soltanto disciplinare le operazioni che riguardano l'emissione di strumenti di remunerazione su base azionaria, ma un insieme decisamente più ampio (Di Carlo, 2009). Nel dettaglio i pagamenti basati su azioni possono essere conseguenza di due possibili operazioni: operazioni con i dipendenti oppure con i fornitori di beni e servizi. Come sostengono Catuogno, Peta (2008, p. 5) la tesi sottostante il principio contabile è che: "i pagamenti basati su azioni costituiscono la remunerazione di fattori produttivi ricevuti dall'azienda sotto forma di prestazione lavorativa, servizi professionali o conferimento di beni". Oltre alla gamma dei beneficiari, l'IFRS 2 attua un'ulteriore distinzione tra il trasferimento da parte dell'azienda di stock grant e la concessione della facoltà di sottoscrivere quote di capitale (stock option). La classificazione proposta dal principio contabile può essere rappresentata con riferimento alla matrice presentata da Ciampaglia (2008, p. 191):

Figura 11: Classificazione contabile dei pagamenti basati su azioni

| | | | |
|-----------------|---------------|-------------|-----------|
| Stock assegnate | Stock options | A | C |
| | Stock grant | B | D |
| | | Dipendenti | Fornitori |
| | | Stakeholder | |

L'IFRS 2 disciplina ogni fattispecie riportata nella matrice, tuttavia ai fini della trattazione, si analizzerà nel dettaglio solo il quadrante relativo alla lettera A ossia le stock option assegnate ai dipendenti. Inoltre Catuogno, Peta (2008) denotano che il pagamento dei fornitori mediante azioni oppure opzioni su azioni (quadrante C e D) è una ipotesi destinata a trovare un riscontro applicativo abbastanza marginale.

Riguardo alle modalità operative con cui le diverse operazioni si articolano, lo standard utilizza la seguente classificazione:

- **equity-settled transaction:** ossia regolate con strumenti rappresentativi di capitale, in cui l'entità riceve beni o servizi come corrispettivo degli strumenti rappresentativi di capitale dell'entità (incluse le azioni e le opzioni su azioni);
- **cash-settled transaction:** regolate per cassa, in cui l'entità acquisisce beni o servizi assumendo delle passività nei confronti dei fornitori di tali beni o servizi per importi basati sul prezzo (o valore) delle azioni dell'entità o di altri strumenti rappresentativi di capitale dell'entità stessa;
- **share-based payment with cash alternatives:** operazioni in cui l'entità riceve o acquisisce beni o servizi e i termini dell'accordo prevedono che l'entità, o il fornitore di tali beni o servizi, possa scegliere tra il regolamento per cassa da parte dell'entità (o con altre attività) o l'emissione di strumenti rappresentativi di capitale.

Con riferimento alla prima categoria, la cessione di equity instrument (stock option e stock grant) si deve realizzare all'interno di un vero e proprio scambio, seppur implicito, tra le parti (Avallone, Ramassa, 2006). Esempi tipici della seconda categoria di transazioni sono le phantom stock option e i cosiddetti share appreciation right (SAR), con i quali l'azienda si impegna a effettuare un pagamento futuro in denaro in presenza di un incremento del prezzo delle azioni definito dal regolamento del piano. La terza categoria viene vista da Avallone, Ramassa (2006) come una categoria residuale e intermedia rispetto alle prime due. A fronte del ricevimento di beni o servizi, l'azienda ha la facoltà (può essere concessa tale facoltà anche al fornitore) di regolare l'operazione emettendo strumenti di patrimonio netto oppure in denaro. Come sostengono Melis, Carta e Gaia (2010), la terza categoria non rappresenta un'ipotesi così infrequente poiché rappresenta il caso in cui al dipendente assegnatario, al termine del periodo di maturazione, venga concessa la facoltà di scegliere se acquisire delle azioni oppure se ottenere il payoff delle opzioni direttamente in denaro.

Riguardo ai beni oggetto della transazione, il paragrafo 5 precisa che nell'ambito di applicazione del principio rientrano nella definizione di bene soltanto le rimanenze, i materiali di consumo, gli immobili, impianti e macchinari, gli immobilizzazioni immateriali e altre attività non finanziarie. Tuttavia si escludono quei beni acquisiti dall'azienda nell'ambito di una aggregazione aziendale (in cui si applica l'IFRS 3 che ha sostituito lo IAS 22). Inoltre secondo il paragrafo 6 si escludono quei beni e servizi acquisiti con un contratto rientrante nelle previsioni degli IAS 32 e 39 (dove si applicano proprio questi due standard).

L'ultima precisazione inerente all'ambito di applicazione è il cosiddetto "approccio di gruppo" poiché rientra nella disciplina dell'IFRS 2 al paragrafo 3 anche la fattispecie che

prevede il trasferimento al beneficiario dell'incentivo di azioni di un'altra società che appartiene al medesimo gruppo (Corbella, 2004).

Come vedremo nel corso della trattazione, la tipologia di bene o servizio è importante per determinare la sua qualificazione come asset oppure, nel caso contrario, come addebito di un conto di natura economica, mentre la classificazione delle diverse transazioni è rilevante per determinare la sua contropartita: patrimonio netto per le operazioni equity-settled, debito per le operazioni cash-settled.

2.2.2 Rilevazione iniziale

Secondo l'IFRS 2 paragrafo 7, l'azienda deve "rilevare i beni o servizi ricevuti o acquisiti in una operazione con pagamento basato su azioni alla data in cui ottiene i beni o riceve i servizi. L'entità deve rilevare un corrispondente incremento del patrimonio netto se i beni o servizi sono stati ricevuti in base a una operazione con pagamento basato su azioni regolata con strumenti rappresentativi di capitale (equity-settled), oppure una passività se i beni o servizi sono stati acquisiti in base a una operazione con pagamento basato su azioni regolata per cassa (cash-settled)".

Inoltre al paragrafo 8 si precisa che se i beni o servizi non hanno i requisiti per essere rilevati come attività, essi debbono essere rilevati come costi. Carletti, Ianucci (2006) evidenziano che i beni o servizi vengono rilevati tra le attività se hanno i requisiti previsti dai principi contabili internazionali che li regolano, come ad esempio lo IAS 16 per gli immobili, impianti e macchinari. Solitamente i servizi hanno la natura di costo in quanto sono consumati immediatamente (per esempio un servizio erogato da un dipendente viene speso nella voce del conto economico che accoglie i costi del lavoro).

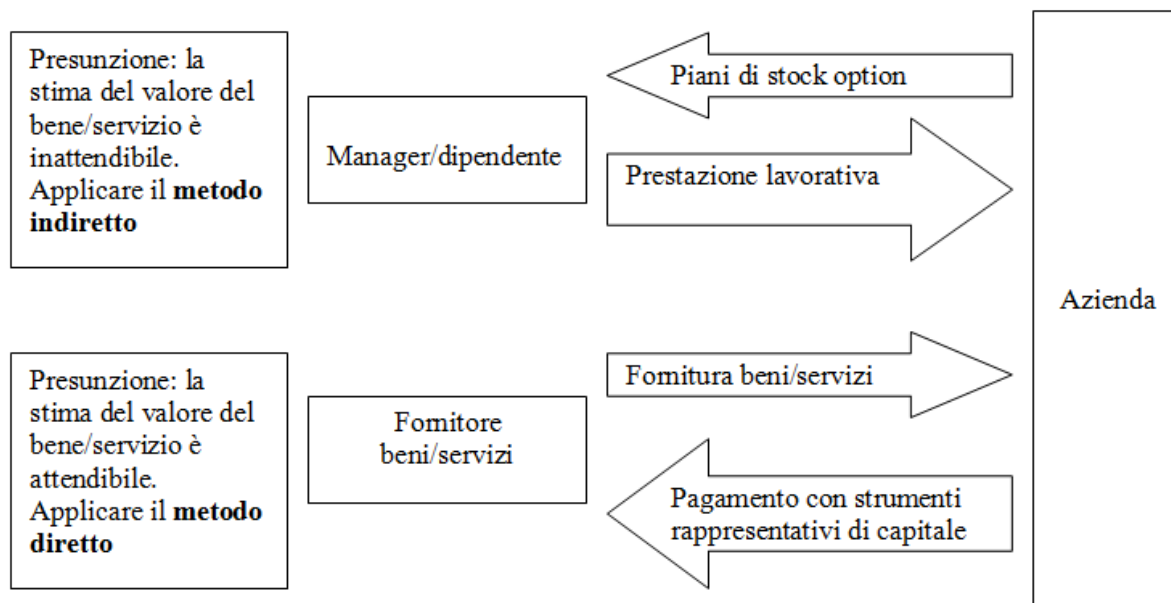
Spostando il focus sulle operazioni equity-settled, il principio impone la valutazione al fair value³⁷ dei beni o servizi ricevuti soltanto se tale stima risulti attendibile, ma in caso contrario, è necessaria una stima indiretta attraverso la valutazione al fair value degli equity instrument. Come confermano gli studi di Avallone, Ramassa (2006, p. 780), il paragrafo 10 introduce una "presunzione che discrimina l'attendibilità della stima in funzione della prestazione e della natura del soggetto che è controparte nella transazione". In altri termini lo standard (paragrafo 12) riconosce che il processo di valutazione di un servizio reso da un dipendente (o assimilato) è inevitabilmente complesso in quanto è oggettivamente arduo isolare la parte del servizio che ha come controprestazione l'equity instrument anziché le altre componenti della

³⁷ Definito dagli IAS/IFRS come: "il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata, o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, in una transazione tra terzi indipendenti".

retribuzione (salario base, benefit, ecc...). Dunque l'IFRS 2 presume l'inattendibilità di una eventuale stima del valore del servizio (quindi preclude l'utilizzo del metodo diretto) e perciò richiede l'applicazione di una valutazione indiretta ossia basata sul fair value degli equity instrument. Carletti, Ianucci (2006) sottolineano che questa regola generale viene rovesciata nel caso in cui l'operazione ha come controparte un soggetto non dipendente (come per esempio un fornitore) poiché la presunzione opera sull'attendibilità del metodo diretto (paragrafo 13). Chiaramente la fattispecie dei piani di stock option emessi a favore dei dipendenti rientra nelle "operazioni che si ricevono servizi" e dove è necessaria l'applicazione del metodo indiretto.

Per rappresentare in modo chiaro quanto detto sulle operazioni equity-settled si può utilizzare il grafico di Dezzani, Bianconi e Busso (2012) modificato come segue:

Figura 12: Presunzioni operate dall'IFRS 2



Questa rappresentazione consente di apprezzare la diversa natura che può assumere la controparte (fornitore oppure dipendente) nonché la qualificazione della prestazione (si tratta di una prestazione lavorativa o di una fornitura di beni/servizi) e di conseguenza la diversa presunzione che ne deriva.

Il fair value di tali strumenti rappresentativi di capitale deve essere calcolato alla data di assegnazione (grant date) che corrisponde al momento in cui viene stipulato l'accordo tra il

beneficiario e l'azienda. Utilizzare una data successiva porterebbe ad una valutazione inesatta poiché il fair value dell'opzione può essere soggetto a cambiamenti successivi³⁸.

2.2.3 Rilevazioni successive

Per ora tralasciamo la metodologia di calcolo del fair value e l'utilizzo dei modelli di option pricing (che saranno oggetto del prossimo paragrafo) per orientare il focus sul solo trattamento contabile. Il costo relativo ai pagamenti basati su azioni deve essere rilevato nel momento in cui i beni o servizi sono consumati. Miele, Russo (2011, p. 2188) precisano che l'operazione relativa all'assegnazione delle stock option è sostanzialmente identica a qualsiasi altra emissione di strumenti rappresentativi di capitale, "ciò che differenzia le stock option da un conferimento di beni e servizi è solamente il tempo in cui avviene il consumo, ossia l'utilizzo delle risorse acquisite dalla società emittente". A tal proposito, Cerri, Sottoriva (2010) evidenziano due possibili situazioni:

1. in assenza di un periodo di vesting, i servizi si presumono consumati immediatamente e perciò la rilevazione avviene alla data di assegnazione. Pertanto si rileva il costo dei servizi tra i componenti negativi di reddito utilizzando come contropartita un aumento di capitale;
2. esiste un periodo di vesting, i servizi si presumono consumati durante tale periodo e la rilevazione contabile deve essere contestuale alla prestazione. Il costo viene rilevato lungo il periodo di maturazione, rilevando in contropartita un aumento di capitale.

La presunzione è perfettamente condivisibile dato che in assenza di un vesting period, l'equity instrument rappresenta il corrispettivo per un servizio già reso dal dipendente e pertanto il relativo costo deve essere imputato interamente all'esercizio. Di conseguenza, come sostiene Ciampaglia (2008), l'IFRS 2 tiene in considerazione il principio di competenza per il trattamento contabile dell'operazione.

La società può assegnare gli strumenti rappresentativi di capitale solo al verificarsi di particolari condizioni di maturazione denominate "vesting condition". Lo studio del CNDCEC³⁹ in merito all'IFRS 2 riporta che: "le condizioni di maturazione non devono essere considerate nella stima del fair value delle azioni o delle opzioni su azioni alla data di misurazione. Esse devono essere invece considerate rettificando il numero degli strumenti

³⁸ Cosa accade nel caso di repricing? A riguardo si veda il paragrafo 22 dell'IFRS 2 e gli studi di Di Carlo (2009, p. 45): "se [la politica di repricing] comporta un aumento del fair value dello strumento o del numero di strumenti assegnati allora si dovrà contabilizzare un incremento del valore dell'operazione, distribuendolo lungo tutto il periodo residuo".

³⁹ CNDCEC: Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili.

rappresentativi di capitale inclusi nella misurazione dell'importo dell'operazione, così che l'importo iscritto a bilancio [...] risulti basato sul numero di strumenti che definitivamente matureranno successivamente". In realtà la letteratura prevalente (si veda per esempio Maraffa, 2009) fa un'ulteriore specificazione all'interno delle condizioni di maturazione:

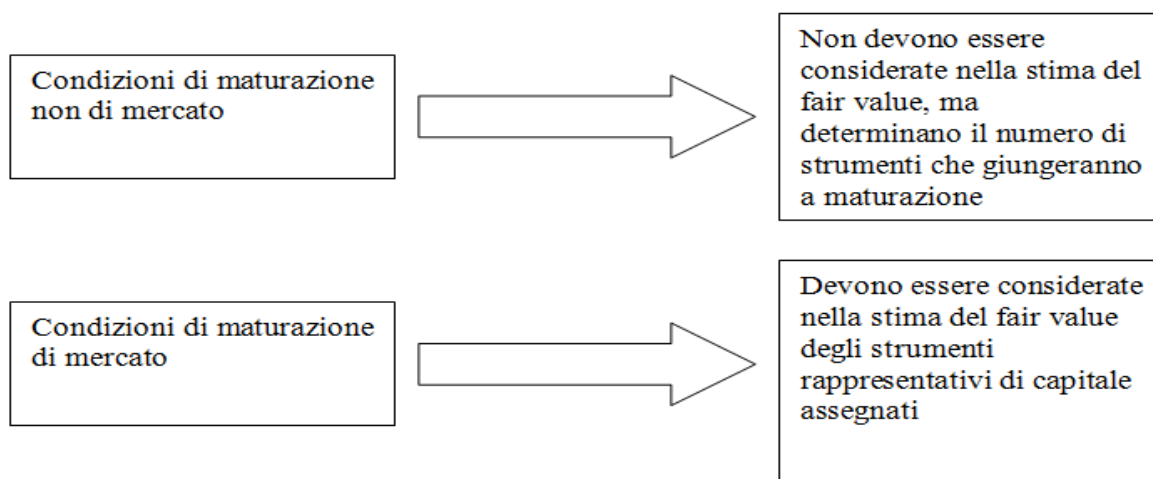
- **condizione di mercato (market condition):** definita all'appendice A dell'IFRS 2 come: "condizione da cui dipende il prezzo di esercizio, la maturazione o la possibilità di esercitare uno strumento rappresentativo di capitale, relativa al prezzo di mercato degli strumenti rappresentativi di capitale della entità, come il raggiungimento di un determinato prezzo dell'azione o un determinato ammontare del valore intrinseco di una opzione su azioni, o il conseguimento di un determinato obiettivo di prezzo basato sul prezzo di mercato degli strumenti rappresentativi di capitale dell'entità rispetto a un indice dei prezzi di mercato di strumenti rappresentativi di capitale di altre entità".
- **condizioni non di mercato (non market condition):** solitamente riguardano il raggiungimento di determinati risultati contabili oppure la durata della permanenza del beneficiario all'interno dell'impresa.

Il paragrafo 19 stabilisce che: "le condizioni di maturazione, ad eccezione delle condizioni di mercato, non devono essere considerate nella stima del fair value delle azioni o delle opzioni su azioni alla data di misurazione". Il CNDCEC (2010) chiama questa metodologia contabile: "**metodo della data di assegnazione modificata**", in quanto è il numero degli strumenti di capitale ad essere rettificato mentre nessuna modifica viene apportata al fair value. Il fair value viene stimato alla data di assegnazione e non è rivisto successivamente⁴⁰.

Riassumendo:

⁴⁰ A riguardo è opportuno precisare che una successiva modifica del prezzo di mercato non influisce sul costo rilevato in contabilità. Secondo Di Carlo (2009) l'approccio usato dall'IFRS 2 è esattamente lo stesso previsto per tutti gli strumenti a base azionaria. Se il valore di mercato dell'azione varia successivamente, nessuna modifica deve essere effettuata al valore di bilancio. Questo trattamento può non essere condivisibile in quanto si esclude ogni collegamento tra il prezzo di mercato dell'opzione e il loro potere incentivante. In altri termini, se il valore di mercato delle opzioni si riduce, potrebbe verificarsi una riduzione della produttività dei loro destinatari e quindi sul valore reale del servizio percepito dall'impresa. Secondo questa logica il costo dovrebbe essere rettificato in misura corrispondente. Avallone, Ramassa (2006), avvalendosi a titolo esemplificativo della politica di repricing, precisano che esclusivamente le modifiche che comportano una riduzione del fair value dell'opzione non dovranno essere prese in considerazione.

Figura 13: classificazione delle condizioni di maturazione



Catuogno, Peta (2008) riportano, a titolo di esemplificazione, che con riferimento ad un piano di stock option, che preveda delle condizione di maturazione non di mercato, alcun importo dovrà essere rilevato a fronte dei beni o servizi ricevuti se la controparte non completa un determinato periodo di servizio oppure se non viene soddisfatta una condizione di performance.

“Qualora al termine del periodo di maturazione, le condizioni poste per l’esercizio dell’opzione non vengano soddisfatte, l’impresa dovrà rilevare uno storno del costo precedentemente imputato” (Melis, Carta e Gaia, 2010, p. 126). Lo storno è un’ovvia conseguenza al venir meno della causa che generava il costo.

Infatti se dopo il periodo di maturazione, le opzioni non sono esercitate oppure vengono annullate, nessuna modifica dovrà essere fatta al costo dato che la causa del suo sostenimento è stata soddisfatta. Palumbo, Doglio (2011, p. 58) confermano che successivamente alla maturazione, “la società non deve apportare alcuna rettifica al patrimonio netto: nessuno storno va, quindi, operato anche qualora i dipendenti non esercitino le opzioni per l’acquisto delle azioni”.

Nel gennaio 2008 lo IASB ha modificato l’IFRS 2 in materia di condizioni che possono essere poste in un piano di stock option. Sono state previste delle ulteriori condizioni denominate “non vesting conditions” che si caratterizzano dal fatto che non si riferiscono all’attività prestata dal lavoratore (Maraffa, 2009). L’IFRS 2 prevede tre possibili forme di non vesting conditions:

- a) non vesting conditions che non possono essere influenzate né dall’impresa né dal prestatore del servizio (ad esempio se la condizione è legata ad un indice di mercato);

- b) non vesting conditions che possono essere influenzate solo dal beneficiario (ad esempio, nel caso in cui il l'assegnatario deve utilizzare parte della propria remunerazione per poter esercitare l'opzione);
- c) non vesting conditions che possono essere influenzate solo dall'impresa (come il caso in cui la decisione della continuazione del piano di stock option spetta alla società).

A seconda del tipo di condizione che non viene soddisfatta, ci sono delle conseguenze diverse nel trattamento contabile. Nel caso a) non ci sono riflessi contabili mentre nei casi b) e c) la società deve provvedere immediatamente a iscriverne a conto economico la parte residua (non ancora imputata) del costo del piano determinato al momento dell'emissione (Maraffa, 2009). Al fine di chiarire al meglio il trattamento contabile, si offrono alcuni esempi applicativi circa le operazioni equity-settled basate sull'assegnazione di stock option ai dipendenti.

Esempio n° 1: Presenza del vesting period e di condizione di maturazione non di mercato.

Testo:

Si assegnano a 10 dirigenti 5.000 opzioni. L'assegnazione è condizionata dal fatto che il dipendente debba fornire la sua prestazione lavorativa per i successivi 5 anni. La stima del fair value di ciascuna opzione è 12 €. Si stima che il 30% dei dirigenti non completeranno il periodo di permanenza nell'azienda previsto dalla condizione non di mercato e che tale previsione si realizzerà concretamente.

Soluzione:

Ai fini della rilevazione iniziale, per prima cosa si identifica la natura della controparte, in questo caso si tratta di soggetti interni dipendenti della società (10 dirigenti). Pertanto si utilizzerà il metodo indiretto: per il calcolo del fair value si farà riferimento al valore dell'opzione (12 €). Dato che è previsto un periodo di vesting della durata di 5 anni scatta la presunzione che il servizio erogato dai dirigenti sia di competenza di questo periodo: il costo verrà rilevato lungo tutto il periodo di maturazione. Infine è presente una condizione di maturazione non di mercato (la durata di permanenza del beneficiario) che non altera la valutazione del fair value bensì rende necessaria la stima delle opzioni che giungeranno a scadenza. Si applicherà il metodo definito dal CNDCEC della "data di assegnazione modificata".

La seguente tabella illustra i calcoli effettuati. È opportuno sottolineare che il costo del periodo è determinato come se in ogni esercizio si ricalcolasse il costo totale del piano, in

relazione al numero di opzioni che giungeranno a scadenza, e si sottraesse quanto già contabilizzato. Questa precisazione, all'apparenza banale, sarà utile qualora la previsione relativa alla condizione non di mercato si modifichi durante il periodo di vesting.

| Esercizio | Numero di opzioni | % che giungerà a scadenza | Fair value unitario | Periodo trascorso | Quota di costo già imputata | Costo del periodo | Costi complessivi |
|-----------|-------------------|---------------------------|---------------------|-------------------|-----------------------------|-------------------|-------------------|
| 1 | 50000 | 70% | 12 | 1/5 | 0 | 84000 | 84000 |
| 2 | 50000 | 70% | 12 | 2/5 | 84000 | 84000 | 168000 |
| 3 | 50000 | 70% | 12 | 3/5 | 168000 | 84000 | 252000 |
| 4 | 50000 | 70% | 12 | 4/5 | 252000 | 84000 | 336000 |
| 5 | 50000 | 70% | 12 | 1 | 336000 | 84000 | 420000 |

Si introduce un'ipotesi: la previsione relativa al periodo di permanenza dei beneficiari viene modificata alla fine del terzo esercizio (la percentuale di abbandono passa dal 30% al 50%) per poi ritornare al quinto anno al valore stimato inizialmente (30%).

| Esercizio | Numero di opzioni | % che giungerà a scadenza | Fair value unitario | Periodo trascorso | Quota di costo già imputata | Costo del periodo | Costi complessivi |
|-----------|-------------------|---------------------------|---------------------|-------------------|-----------------------------|-------------------|-------------------|
| 1 | 50000 | 70% | 12 | 1/5 | 0 | 84000 | 84000 |
| 2 | 50000 | 70% | 12 | 2/5 | 84000 | 84000 | 168000 |
| 3 | 50000 | 50% | 12 | 3/5 | 168000 | 12000 | 180000 |
| 4 | 50000 | 50% | 12 | 4/5 | 180000 | 60000 | 240000 |
| 5 | 50000 | 70% | 12 | 1 | 240000 | 180000 | 420000 |

La revisione della stima al terzo anno porta ad un costo di periodo di soli 12.000 € dato che negli esercizi precedenti è stata imputata una quota di costo basata su una percentuale di abbandoni più bassa. Analogamente, al quinto anno la quota di competenza aumenta poiché la percentuale di abbandoni viene ripristinata al 30%.

La scrittura contabile sarà ogni anno la stessa. Per esempio in relazione al primo esercizio:

| Data | Scrittura | Dare | Avere |
|------|------------------------|-------|-------|
| n1 | Costo del lavoro | 84000 | |
| n1 | Riserva "stock option" | | 84000 |

La riserva "stock option" è una posta del Patrimonio Netto. Dezzani, Bianconi e Busso (2012) aggiungono che alla scadenza si rileva l'estinzione della riserva a fronte dell'incremento del capitale sociale per la parte relativa al valore nominale dell'azioni e di una riserva sovrapprezzo azioni per la differenza tra il fair value alla data di accordo e il valore nominale delle azioni:

| Data | Scrittura | Dare | Avere |
|------|-----------------------------|--------|--------|
| n5 | Riserva "stock option" | 420000 | |
| n5 | Capitale sociale | | 420000 |
| n5 | Riserva sovrapprezzo azioni | | 420000 |

Esempio n° 2: Presenza del vesting period e di condizione di maturazione di mercato.

Testo:

Si assegnano al top executive 5.000 opzioni. L'assegnazione è condizionata dal fatto che il beneficiario debba fornire la sua prestazione lavorativa per i successivi 3 anni. Il prezzo d'esercizio è di 20 €, tuttavia se il beneficiario mantiene una crescita media annua degli utili del 5%, il prezzo d'esercizio scenderà a 15 €. Alla data di assegnazione, con un prezzo d'esercizio di 20 €, si stima un fair value di 12 € per opzione, mentre se il prezzo d'esercizio scendesse a 15 € allora il fair value dello strumento aumenta a 16 €.

Soluzione:

In questo caso oltre al periodo di vesting, è presente una condizione di mercato in quanto il prezzo d'esercizio è condizionato dagli utili realizzati ogni anno. Le condizioni di mercato operano sulla stima del fair value e pertanto se nel corso del periodo di maturazione la condizione non viene rispettata sarà necessario aggiustare la stima.

Si introducono le seguenti ipotesi:

Nel corso del primo esercizio, gli utili sono aumentati del 6% e l'azienda prevede di mantenere tale crescita anche negli anni successivi. Dato che l'obiettivo è stato raggiunto il prezzo d'esercizio scende a 15 € (fair value = 16 €). Anche il secondo anno si realizza una crescita degli utili del 6% e l'azienda non ha motivo di rivedere la sua stima di crescita. Nel terzo anno gli utili crescono soltanto dell'1% e il dirigente che ha completato il periodo di vesting potrà esercitare le opzioni a 20 € anziché a 15 € (fair value = 12 €).

| Esercizio | Numero di opzioni | Fair value unitario | Periodo trascorso | Quota di costo già imputata | Costo del periodo | Costi complessivi |
|-----------|-------------------|---------------------|-------------------|-----------------------------|-------------------|-------------------|
| 1 | 5000 | 16 | 1/3 | | 26667 | 26667 |
| 2 | 5000 | 16 | 2/3 | 26667 | 26667 | 53333 |
| 3 | 5000 | 12 | 1 | 53333 | 6667 | 60000 |

La stima del fair value avviene come sempre alla data di assegnazione per ciascuna delle ipotesi previste (prezzo di esercizio pari a 15 € e 20 €). Poi, a seconda del soddisfacimento

della condizione, l'importo viene modificato. La scrittura contabile sarà del tutto analoga a quella illustrata nell'esempio n° 1 (tranne ovviamente per quanto riguarda gli importi).

2.2.4 Determinazione del fair value e modelli di option pricing

In base alla presunzione contenuta al paragrafo 11, la diretta valutazione del servizio ricevuto viene sostituita con il calcolo del fair value dello strumento di patrimonio netto assegnato. Tale valutazione, “risulterebbe particolarmente semplice in presenza di un prezzo di mercato [degli strumenti di patrimonio netto (soluzione di first best)]” (Avallone, Ramassa, 2006, p. 784). Tuttavia, con riferimento ai piani di stock option, non esiste un mercato dato che non sono Traded Stock Option bensì Executive Stock Option⁴¹. Gli autori dell'IFRS 2 erano di certo consapevoli della mancanza del prezzo di mercato come riferimento per il calcolo del fair value, infatti al paragrafo 17 si prevede che: “Se i prezzi di mercato non sono disponibili, l'entità deve stimare il fair value degli strumenti rappresentativi di capitale assegnati con una metodologia valutativa [soluzione di second best] per stimare quale sarebbe stato il prezzo di tali strumenti rappresentativi di capitale, alla data di misurazione, in una libera transazione fra parti consapevoli e disponibili. La metodologia adottata deve essere compatibile con le metodologie generalmente accettate per la misurazione degli strumenti finanziari, e deve incorporare tutti i fattori e le ipotesi che operatori di mercato consapevoli e disponibili considererebbero nella determinazione del prezzo”. Il paragrafo B4, dedicato esclusivamente alle stock option, riporta che: “se non esistono opzioni negoziate con termini e condizioni simili, il fair value delle opzioni assegnate deve essere stimato applicando un modello di valutazione delle opzioni”. Interessante è che l'IFRS 2 non impone una specifica formula da impiegare nella valutazione delle opzioni ma, alla luce dell'estrema diversità che caratterizza i piani di stock option, ha preferito sottolineare la necessità di una certa “coerenza” (Avallone, Ramassa, 2006). Infatti, nonostante sia presente un riferimento ai modelli di option pricing più comunemente usati: il modello di Black and Scholes e il modello binomiale, l'IFRS 2 lascia ampi margini di discrezionalità nella ricerca del metodo di valutazione più consono rispetto alle caratteristiche del piano di stock option. Per comprendere a fondo l'orientamento dell'IFRS 2 è opportuno presentare i principali modelli di option pricing al fine di comprenderne i limiti applicativi nell'ambito dei piani di stock option.

I due principali modelli di pricing, il modello di Black and Scholes e il modello binomiale, presentano alla base le stesse intuizioni. Come vedremo nel corso della trattazione, il modello

⁴¹ Come si è visto in precedenza questa peculiarità dei piani di stock option è il principale elemento a sostegno della tesi non-expensing view dato che rende difficile ricondurre il calcolo del fair value ad un valore attendibile.

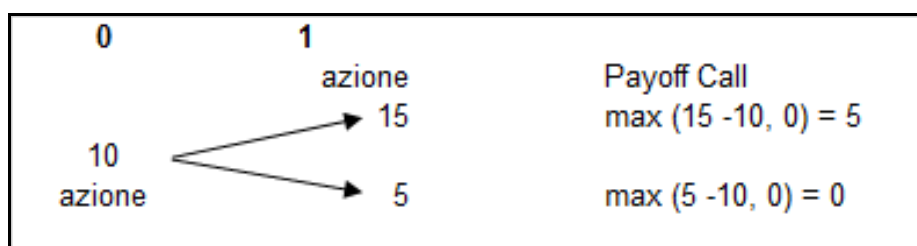
di Black and Scholes (in seguito modello B&S) può essere derivato, sotto certe condizioni, dal modello binomiale. Anche sotto il profilo contabile non devono essere visti come dei modelli antagonisti (in altri termini non è possibile affermare la superiorità di un modello sull'altro) poiché la scelta si basa unicamente sulla compatibilità con le caratteristiche del piano di stock option. Gli studi di Di Carlo (2009, p. 40) confermano che: “la valutazione delle stock option presenterà sempre delle particolarità derivanti dallo specifico utilizzo dello strumento, che renderanno non utilizzabili tout court i metodi precedentemente citati”.

Il modello binomiale:

Questa tecnica di determinazione del prezzo dell'opzione è stata sviluppata da John Cox, Stephen Ross e Mark Rubinstein (1979). Hull (2008) chiarisce le ipotesi di base del modello e la terminologia impiegata partendo dalla costruzione del “binomial tree” (albero binomiale⁴²) il cui compito è quello di rappresentare il comportamento aleatorio dei prezzi dell'azione. L'ipotesi di base del modello è che alla fine di un periodo temporale, il prezzo dell'azione possa assumere solamente due possibili valori: uno stato al rialzo “up” e uno al ribasso “down”; si definisce dunque un processo di prezzo in termini discreti.

Ne deriva che in corrispondenza di questi due valori è possibile calcolare il payoff dell'opzione. Si propone graficamente un esempio semplificato di un'opzione call europea che non paga dividendi con prezzo di esercizio pari a 10 €:

Figura 14: esempio di albero binomiale uniperiodale



La coppia di frecce che congiungono lo stato (o nodo) iniziale ai due stati finali che da esso derivano è un ramo dell'albero binomiale (in questo caso abbiamo un unico ramo) (Erzegovesi, 1999).

⁴² L'albero binomiale è definito come “una linea temporale con, in corrispondenza di ogni data, due rami che rappresentano i possibili eventi che possono accadere a quella data” (Berk, DeMarzo, 2008a, p. 38).

Queste ipotesi consentono di costruire un portafoglio equivalente ossia un portafoglio di altri titoli che ha esattamente lo stesso payoff dell'opzione. In base alla legge del prezzo unico⁴³, se l'opzione e il portafoglio equivalente hanno gli stessi payoff allora essi dovranno per forza avere un valore corrente identico. La costruzione del portafoglio equivalente comprende Δ azioni che acquistiamo e β obbligazioni di investimento iniziale. Si assume che l'investimento in obbligazione sia privo di rischio e che sia a reddito fisso ($r_f = 6\%$) in ogni possibile stato. Come sottolinea Damodaran (2006), l'obiettivo dell'analisi è combinare Δ quote azionarie e β € di prestito per ottenere un portafoglio equivalente ai flussi di cassa derivanti da una call. Infatti, affinché il portafoglio sia equivalente, il suo valore deve essere identico a quello dell'opzione in entrambi gli stati (up e down). Con riferimento all'esempio numerico, si costruisce il seguente sistema a due incognite Δ e β :

$$\begin{cases} 15 \Delta + 1,06 \beta = 5 \\ 5 \Delta + 1,06 \beta = 0 \end{cases}$$

La soluzione del sistema è:

$$\Delta = 0,5$$

$$\beta = - 2,35849$$

Il portafoglio equivalente è dunque costruito con una posizione lunga su mezza azione e una posizione corta di circa 2,36 € sull'obbligazione (l'ammontare del prestito è di 2,36 € al tasso risk free del 6%). Sempre in virtù della legge del prezzo unico, la spesa corrente per questo portafoglio equivalente deve essere la medesima che per l'opzione call. In questo modo è possibile determinare il prezzo dell'opzione alla data in cui si valuta:

$$\text{Call (oggi)} = 10 (0,5) - 2,36 = 2,64 \text{ €}$$

È importante sottolineare che utilizzando la legge del prezzo unico, si è in grado di determinare il prezzo dell'opzione senza conoscere le probabilità degli stati nell'albero binomiale. Beber, Erzegovesi (1999, p. 6) denotano che in effetti nel modello non appare la

⁴³ Si veda per ulteriori approfondimenti (Cesari, 2009, p. 35): "se due portafogli α e β danno luogo agli stessi flussi di cassa, devono avere lo stesso prezzo corrente". Come vedremo l'assunzione di assenza di arbitraggio è l'unica presente nel modello (Hull, 2006).

misura di probabilità (p) e dunque è possibile affermare che: “nonostante i partecipanti al mercato possano avere opinioni diverse sulle probabilità degli eventi futuri, sono in ogni caso d'accordo circa il valore di mercato dell'opzione”. Questa affermazione non è di scarsa importanza poiché la diffusa popolarità di questa formula discende proprio dal fatto che non vi è necessità alcuna di conoscere le preferenze umane degli investitori. Analogamente, gli stessi autori aggiungono che non si rileva la presenza di nessun parametro che identifica la propensione al rischio degli investitori. Le uniche ipotesi sono sul processo di prezzo dell'azione. Infatti Hull (2006) sostiene che le probabilità al rialzo e al ribasso sono già incorporate nel prezzo dell'azione e proprio per questo motivo non ne dobbiamo tenere conto in sede di valutazione di un'opzione⁴⁴.

La formula generale del modello binomiale è la seguente:

$$\Delta = \frac{C_u - C_d}{S_u - S_d}$$

$$\beta = \frac{C_d - S_d \Delta}{1 + r_f}$$

Dove C_u e S_u indicano rispettivamente il valore della call e del sottostante in corrispondenza dello stato al rialzo ($u = up$) mentre C_d e S_d si riferiscono allo stato al ribasso ($d = down$).

Per rendere il modello più realistico è possibile aumentare il numero di periodi e il numero di stati ottenendo un modello multiperiodale. Secondo Erzegovesi (1999, p. 4), in questo modo si ha a disposizione una rappresentazione plausibile della variazione del prezzo su intervalli brevissimi; il prezzo potrà essere realisticamente modellato su intervalli più estesi considerando una successione di variazioni uniperiodali.

In tal caso, il calcolo mostrato in precedenza dovrà essere applicato per ogni ramo dell'albero procedendo a ritroso. L'unico accorgimento da tenere in considerazione è la cosiddetta “strategia di trading dinamica” ossia per ogni periodo si dovrà procedere ad aggiustare il portafoglio equivalente.

Si rammenta che i payoff delle opzioni dipendono esclusivamente dal processo di prezzo dell'azione. Questa caratteristica del modello attribuisce un'elevata versatilità di utilizzo, per

⁴⁴ Hull (2008) nonché Beber, Erzegovesi (1999) riportano un'alternativa, equivalente in termini di risultati, al modello basato sull'assenza di opportunità di arbitraggi, ossia la “valutazione neutrale verso il rischio”.

esempio, si presta non solo alla valutazione delle opzioni europee, ma anche di quelle americane.

Il modello di Black & Scholes:

La formula di B&S, riportata nello storico articolo scritto da Fischer Black e da Myron Scholes⁴⁵ e basata sui lavori di Robert Merton, rappresenta un grande contributo dell'economia dato che ha permesso di cambiare il corso della finanza. Prima di allora, non esisteva un modello in grado di calcolare in modo accurato il prezzo delle opzioni. Infatti l'APBO n°25, elaborato un anno prima della scoperta di questa tecnica, prescriveva l'utilizzo dell'intrinsic value come metodo di valutazione; un metodo decisamente poco accurato dato che escludeva il "time value" dal calcolo del valore dell'opzione. Il modello di B&S può essere derivato dal modello binomiale facendo tendere all'infinito il numero di periodi e a zero la lunghezza degli stessi, migliorando così l'accuratezza della stima.

Le principali assunzioni del modello (Black, Scholes, 1973) sono:

1. il tasso di interesse privo di rischio di breve periodo è noto e costante nel tempo;
2. l'azione non paga dividendi (e nessun altro tipo di cash flow);
3. l'opzione call deve essere europea (in realtà grazie all'assunzione n°2, l'opzione call americana ha lo stesso prezzo della corrispondente europea, pertanto il modello si può estendere alle opzioni call americane che non pagano dividendi);
4. non sono presenti costi di transazione per l'acquisto/vendita di opzioni o azioni;
5. il tasso di variazione del prezzo di un'azione in un breve intervallo di tempo si distribuisce in modo normale (il tasso di variazione del prezzo di un'azione equivale al tasso di rendimento dell'azione). Le variazioni osservate in brevi intervalli di tempo sono indipendenti tra loro (Hull, 2008).

Date queste assunzioni, è necessario illustrare la terminologia impiegata nel modello di B&S per definire gli unici 5 input richiesti:

S = prezzo corrente dell'azione

T = numero di anni che mancano alla scadenza

K = strike price

⁴⁵ Black, Scholes (1973).

σ = volatilità annua del rendimento delle azioni⁴⁶

r_f = tasso risk free

La formula per calcolare il prezzo di un'opzione call su un'azione che non paga dividendi è la seguente (per ulteriori approfondimenti si veda Black, Scholes, 1973):

$$C = S \times N(d_1) - VA(K) \times N(d_2)$$

$N(d)$ è la distribuzione normale cumulata ossia la probabilità che una variabile a distribuzione normale sia minore di d .

$$d_1 = \frac{\ln [S/VA(K)]}{\sigma \sqrt{T}} + \frac{\sigma \sqrt{T}}{2}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T}$$

Esattamente come il modello binomiale, non si richiede di conoscere la probabilità e di conseguenza i rendimenti attesi dell'azione.

Tuttavia, si richiede un parametro che non è direttamente osservabile: la volatilità del prezzo delle azioni (σ). Ciò non costituisce un problema insormontabile in quanto la volatilità dell'azione è molto più semplice da misurare rispetto ai rendimenti attesi.

Sono infatti possibili diverse metodologie per il calcolo della volatilità come l'utilizzo di dati storici oppure la stima della cosiddetta volatilità implicita ottenuta partendo da un prezzo di un'opzione quotata sul mercato e risolvendo la formula di B&S rispetto alla volatilità. In modo analogo al modello binomiale, l'elemento cardine del processo di stima è l'andamento del prezzo del titolo sottostante l'opzione che, con il modello di B&S, si ipotizza seguire un determinato moto (cosiddetto browniano geometrico) (si veda Avallone, Ramassa, 2006).

Si propone la seguente applicazione del modello di B&S dati i 5 input:

⁴⁶ Per la definizione si veda il paragrafo B22 dell'IFRS 2.

| | | |
|----------------------------|--|------------|
| S | 120 | |
| K | 100 | |
| T | 0,246575342 | 90 giorni |
| σ | 0,4 | |
| rf | 6,0% | |
| VA(K) | $100/(1,06^{(90/365)})$ | 98,5735047 |
| ln | $\text{LN}(120/98,5735)$ | 0,19668923 |
| d_1 | $(0,196689/(0,4*\text{RADQ}(90/365)))+(0,4*\text{RADQ}(90/365))/2$ | 1,08956481 |
| d_2 | $1,08956481-0,4*\text{RADQ}(90/365)$ | 0,89093939 |
| N(d_1) | 0,862047554 | |
| N(d_2) | 0,813519158 | |
| CALL | 23,25427198 | |

I calcoli sono stati effettuati con l'utilizzo di Excel, in particolare, il calcolo della distribuzione normale cumulata è stato reso possibile grazie alla funzione DISTRIB.NORM. Come si può notare il valore della call è superiore al suo valore intrinseco (pari a 20) poiché il modello permette di catturare anche il valore temporale.

Gli input considerati nei modelli di option pricing sono noti come le determinanti dei prezzi delle opzioni. Con riferimento ad una opzione call europea che non paga dividendi, ciascuno di essi ha un effetto sul suo valore:

S (valore dell'azione) e K (prezzo di esercizio): il valore finale di una call è dato dalla differenza tra il prezzo dell'azione ed il prezzo dell'esercizio. Ne deriva che il valore della call è più alto se più basso è il prezzo d'esercizio e più alto è il prezzo corrente dell'azione.

T (numero di anni che mancano alla scadenza): per quanto riguarda le opzioni americane si può affermare che maggiore è la loro vita residua più alto è il loro valore. Questa conclusione discende dal fatto che un'opzione americana con una scadenza più lontana incorpora sicuramente i diritti di un'opzione con una scadenza più ravvicinata dato che è possibile l'esercizio anticipato (per ulteriori esemplificazioni si veda Hull, 2008).

σ (volatilità): il valore di un'opzione aumenta con la volatilità dell'azione sottostante. Se la volatilità aumenta si può dire che aumenta la probabilità che la performance sia o molto brillante o molto modesta. Grazie al payoff asimmetrico che limita le perdite al premio pagato, chi detiene l'opzione non potrà che beneficiare da un aumento della volatilità.

R_f (tasso risk free): un suo aumento permette di ridurre il valore attuale del prezzo di esercizio e di conseguenza ha un effetto positivo sul valore dell'opzione.

Riassumendo:

Figura 15: Le determinanti del prezzo dell'opzione Call

| Incremento della variabile | Effetto sul valore dell'opzione Call |
|----------------------------|--------------------------------------|
| Prezzo dell'azione | Positivo |
| Prezzo d'esercizio | Negativo |
| Vita residua | Positivo (se l'opzione è americana) |
| Volatilità | Positivo |
| Tasso risk free | Positivo |

Infine riguardo ad una possibile distribuzione dei dividendi, si ricorda che a beneficiarne sono solo gli azionisti e non i possessori di stock option (sebbene siano azionisti potenziali). Inoltre, come è già stato dimostrato nel corso del primo capitolo, la distribuzione di dividendi influisce negativamente sul prezzo dell'azione e quindi indirettamente sul valore dell'opzione. Per questo motivo, gli executive assegnatari dei piani di stock option tendono a limitare la politica di pay out.

I fattori appena presentati, che determinano il valore dell'opzione, sono esattamente gli stessi che l'IFRS 2 al paragrafo B6 obbliga a considerare ai fini della valutazione. Inoltre al paragrafo B5 si raccomanda di: “tener conto dei fattori che operatori di mercato consapevoli e disponibili considererebbero nella selezione del modello di misurazione delle opzioni da applicare”. In altri termini le ESO hanno dei fattori di specificità (come una scadenza molto lontana, la presenza di un vesting period, l'impossibilità di negoziarle, il grado di avversione al rischio degli assegnatari, la prassi diffusa dell'esercizio anticipato) che devono essere considerati nella valutazione. Lo stesso paragrafo riporta che: “per molte entità, ciò comporta l'impossibilità di adottare la formula di Black-Scholes-Merton, che non offre la possibilità di esercitare l'opzione prima della scadenza e può non riflettere adeguatamente gli effetti dell'esercizio anticipato atteso. Inoltre, non prevede neanche la possibilità che la volatilità attesa e gli altri dati inseriti nel modello possano variare nell'arco della vita dell'opzione”.

L'unico caso in cui è ammessa l'applicazione pura del modello di B&S si ha in corrispondenza di una scadenza molto ravvicinata in cui gli effetti delle variabili sopracitate diventano trascurabili. Si presentano le insidie di cui tenere conto quando si utilizza la formula di B&S per valutare le ESO⁴⁷:

1. **Le ESO sono diluenti.** Rispetto alle TSO, quando sono esercitate aumentano il numero di azioni dell'impresa sul mercato. Questo fattore ha un'incidenza marginale qualora il numero di opzioni sia relativamente basso rispetto al numero totale delle azioni sul mercato.
2. Le opzioni assegnate ai dipendenti **non sono negoziabili** ed inoltre possono coesistere altre restrizioni alla negoziazione legate alle azioni della propria impresa. La diretta conseguenza è l'impossibilità per il destinatario delle stock option di costruire un portafoglio equivalente.
3. Solitamente sono opzioni americane e pertanto **consentono l'esercizio anticipato.** Questa è l'ipotesi più frequente data l'avversione al rischio che caratterizza l'assegnatario delle stock option. Egli cercherà di eliminare il rischio connesso all'opzione esercitandola e poi vendendo l'azione. In questo modo l'assegnatario rinuncia ad una parte consistente del time value dell'opzione in cambio di una riduzione del rischio.
4. La scadenza molto lontana che caratterizza le ESO (a titolo di esempio può arrivare anche a dieci anni) rende difficoltosa la **stima della volatilità.**
5. Le ESO possono perdere i loro diritti dato che possono essere presenti delle **condizioni di maturazione.** Per esempio se l'assegnatario abbandona l'impresa prima di un certo termine. Questo fattore ha una scarsa importanza nelle imprese con un basso turnover del personale.

È possibile dunque elaborare dei modelli alternativi, derivati dal modello di B&S o dal modello binomiale, ma che considerano i fattori di specificità delle ESO.

Con riguardo al punto 1, l'effetto di diluizione si realizza quando l'impresa intende fare ricorso ad azioni di nuova emissione e nel contempo il prezzo di esercizio alla data di assegnazione è inferiore al valore di mercato del titolo (Zattoni, 2003). La diluizione consiste nella riduzione del valore delle azioni in circolazione e nel contestuale trasferimento della

⁴⁷ Per ulteriori approfondimenti si veda Berk, DeMarzo (2008a) all'interno del box intitolato: "Errori comuni, valutazione delle stock option dei dipendenti".

ricchezza dai vecchi ai nuovi azionisti (ossia i dipendenti assegnatari del diritto di opzione). Il paragrafo B41 dell'IFRS 2 prescrive di considerare il potenziale effetto di diluizione all'interno del modello di option pricing. Zattoni (2003) per calcolare l'effetto di diluizione utilizza la formula delle parità teoriche:

P_1 = valore del titolo dopo l'esercizio

P_0 = valore del titolo prima dell'esercizio

n = n° di titoli esistenti prima dell'emissione del piano

P_e = prezzo di esercizio

m = n° di titoli assoggettati ad opzione

$$P_1 = (P_0 * n + P_e * m) / (n + m)$$

Per esempio se:

$m = 10.000$

$n = 1.000.000$

$P_0 = 100$

$P_e = 80$

Ne deriva che $P_1 = 99,80$ ossia la riduzione è di 0,20 euro.

Se invece il numero di titoli assoggettati ad opzione fosse 100.000 (ossia aumenta di dieci volte) allora P_1 sarebbe pari a 98,18 con una riduzione di 1,82 euro. Per questo è possibile affermare che l'effetto è trascurabile quando m è sufficientemente piccolo rispetto ad n .

Anche Damodaran (2005) riconosce che il modello convenzionale di B&S, disegnato per valutare le TSO europee, non considera dei fattori come l'illiquidità delle opzioni e il periodo di vesting. In merito alla diluizione, egli propone di correggere nella formula di B&S il valore corrente dell'azione con l'adjusted stock price calcolato come segue:

Figura 16: Calcolo dell' Adjusted Stock Price. Fonte: Damodaran (2005, p. 29)

$$\text{Adjusted Stock Price} = \text{Current Stock Price} \left[\frac{n_{\text{shares outstanding}}}{(n_{\text{shares outstanding}} + n_{\text{options}})} \right]$$

In questa formula n_{option} corrisponde al fattore “m” definito in precedenza nella formula delle parità teoriche come il numero di titoli assoggettati ad opzione. Utilizzando i dati del medesimo esempio si perviene che:

$$\text{Adjusted stock price} = 100 * (1.000.000 / (1.000.000 + 10.000)) = 99,01$$

Applicato all'interno della formula di B&S si determina una diminuzione del valore dell'opzione.

Ci si potrebbe chiedere per quale motivo si dovrebbe incorporare nella parte della formula relativa al valore corrente del titolo un effetto che si realizzerà solo al momento dell'esercizio dell'opzione. A riguardo, Hull (2008) afferma che in presenza di mercati efficienti, il prezzo dell'azione tenderà a riflettere immediatamente l'effetto di diluizione (nel momento in cui l'emissione viene annunciata), tenendo conto del futuro esercizio delle opzioni.

I punti 2 e 3 trattano due tematiche strettamente connesse: l'impossibilità per gli assegnatari delle stock option di costruire un portafoglio equivalente a causa dei limiti alla negoziazione tipici delle ESO, e la prassi dell'esercizio anticipato. La connessione è rappresentata dal fatto che l'avversione al rischio dei dipendenti non può essere controbilanciata con la negoziazione di un portafoglio equivalente e ciò porta inevitabilmente all'esercizio anticipato. Il paragrafo B16 presenta tutte le motivazioni alla base dell'esercizio anticipato:

- a) le opzioni su azioni dei dipendenti sono tipicamente non trasferibili. Ciò induce spesso i dipendenti ad esercitare anticipatamente le proprie opzioni su azioni in quanto, tale scelta, costituisce l'unico modo con il quale i dipendenti possono liquidare la propria posizione;
- b) ai dipendenti che cessano il proprio rapporto di lavoro è solitamente richiesto di esercitare, entro un breve periodo di tempo, qualsiasi opzione maturata, altrimenti le opzioni su azioni sono annullate;
- c) altri fattori che provocano l'esercizio anticipato delle opzioni sono l'avversione al rischio e la mancata diversificazione del proprio patrimonio. Johnson, Tian (2000) riportano che i modelli finora presentati sono basati sul principio di valutazione risk-neutral. Come è stato ampiamente discusso nel primo capitolo, l'impossibilità degli executive di diversificare il loro capitale umano induce loro un atteggiamento di avversione al rischio.

Come tenere conto dell'esercizio anticipato nel modello per la misurazione delle opzioni?

Una possibile soluzione è rappresentata dal metodo proposto da Hull (2008, p. 302) (definito dallo stesso autore come "un modello sofisticato per la valutazione delle ESO") basato sulla costruzione di un albero binomiale che durante il processo a ritroso (backward induction) tiene in considerazione alcuni dei fattori summenzionati. In particolare si tiene conto del vesting period, della probabilità che l'assegnatario concluda il rapporto di lavoro e la probabilità che l'opzione venga esercitata anticipatamente. In questo modo i termini contrattuali definiscono i nodi dell'albero binomiale⁴⁸. Hull (2008) suggerisce di usare i tassi di turnover del personale per stimare la probabilità che l'opzione venga abbandonata o esercitata anticipatamente. Alla stessa conclusione è arrivato il FASB che suggerisce nel suo più recente standard di considerare il tasso di turnover del personale guardando ai dati storici dell'impresa.

Damodaran (2005) propone di considerare una vita residua inferiore riducendo così il valore delle opzioni fin da subito. In effetti il paragrafo B17 arriva alle stesse conclusioni poiché suggerisce di stimare la durata attesa dell'opzione da inserire successivamente nel modello di B&S oppure di cambiare la durata contrattuale dell'opzione quando si applica il modello binomiale. Il paragrafo B18 entra nel dettaglio elencando i fattori da considerare nello stimare gli effetti dell'esercizio anticipato. Tra questi troviamo:

- la durata del periodo di maturazione;
- il tempo medio in cui opzioni similari sono rimaste in circolazione in passato;
- lo spread tra il prezzo dell'azione e il prezzo di esercizio (l'esperienza può indicare che oltre un certo livello l'opzione viene esercitata);
- la relazione tra il livello del dipendente e il comportamento di esercizio anticipato⁴⁹;
- la volatilità attesa delle azioni sottostanti (i dipendenti potrebbero preferire l'esercizio anticipato di opzioni su azioni ad alta volatilità anziché a bassa volatilità).

Avallone, Ramassa (2006) suggeriscono, in accordo con il paragrafo B19, che per la stima della vita residua dell'opzione, si determini un'ipotetica data di esercizio differente a seconda della categoria di destinatario. Si individuano in questo modo dei sottogruppi di dipendenti con comportamenti omogenei di esercizio delle opzioni (per esempio i gradi di avversione al

⁴⁸ In tal senso il modello binomiale si presta ad essere più flessibile del modello di B&S dato che è possibile modificare la volatilità periodo per periodo anziché considerarla costante (Damodaran, 2005).

⁴⁹ Per esempio il paragrafo B21 riporta che i dipendenti di alto livello possono tendere ad esercitare l'opzione più tardi rispetto a quelli di basso livello.

rischio potrebbero essere associati a diversi livelli di retribuzione “base”). Avallone, Ramassa (2006, p. 787) asseriscono che tale approccio risponde all’esigenza di: “garantire una certa coerenza fra le ipotesi alla base del modello prescelto e le caratteristiche distintive del piano oggetto di valutazione”. Per esempio, con riguardo al periodo di maturazione (il primo fattore presentato al paragrafo B18 nonché il summenzionato punto 5 relativo alle specificità di una ESO), gli stessi autori sostengono che qualora sia previsto un periodo di vesting al termine del quale l’opzione risulta esercitabile esclusivamente in un dato giorno, allora sarebbe più coerente utilizzare il modello di B&S in quanto l’opzione è qualificabile come europea. Invece laddove il piano non preveda alcun vesting period allora il modello ideale potrebbe essere quello binomiale poiché si presta anche alle opzioni americane. Tuttavia, nella realtà, i piani di stock option prevedono molto probabilmente un vesting period, ma al termine di questo, vi è un periodo di tempo più o meno lungo per consentire l’esercizio. In altri termini il piano di stock option si pone tra i due casi estremi evidenziati da Avallone Ramassa (2006) ed assume perciò i connotati del cosiddetto piano “bermudiano”. Ecco che anche in questo caso si pone il problema di stimare la vita attesa dell’opzione.

L’applicazione pura del modello di B&S che ignora un possibile esercizio anticipato, porta naturalmente a sovrastimare il valore che gli executive assegnano alle opzioni. Secondo Ashish, Subramanian (2004) tale differenza è abbastanza rilevante visto che la formula di B&S può arrivare a sovrastimare un’opzione con scadenza a cinque anni per un massimo del 40%.

Anche la volatilità del sottostante è annoverata dal paragrafo B18 come fattore che influisce sul comportamento di esercizio anticipato del dipendente. Inoltre il punto 4 riportava, come caratteristica distintiva delle ESO, l’elevata complessità della stima della volatilità a causa della scadenza molto lontana rispetto al momento in cui si valuta. Di Carlo (2009) osserva che nella prassi, in presenza di un’elevata volatilità, i soggetti con un’alta propensione al rischio potrebbero trattenere il più possibile le opzioni per esercitarle solo nel momento in cui è massimo il valore di mercato delle azioni. In modo speculare, una maggiore volatilità aumenterà la probabilità di esercizio anticipato per i soggetti in cui è maggiore l’avversione al rischio. Anche in questo caso sarebbe opportuno suddividere i destinatari delle stock option in gruppi omogenei in funzione dei differenti gradi di avversione al rischio. Di Carlo (2009) ipotizza una correlazione inversa con i livelli di retribuzione (maggiore è la retribuzione, tanto più alta sarà la propensione al rischio e, di conseguenza, una minore inclinazione all’esercizio anticipato). I fattori da considerare per la stima della volatilità riportati dall’IFRS 2 al paragrafo B25 sono gli stessi invalsi nella prassi dato che, come si è già accennato in

precedenza, è l'unico elemento non osservabile direttamente nella stima di una TSO. Pertanto si suggerisce di considerare la volatilità implicita (ma si presenta l'ovvia difficoltà di prendere come riferimento uno strumento finanziario negoziato sul mercato), la volatilità storica del prezzo dell'azione nel periodo più recente, il lasso di tempo in cui il sottostante è negoziato in un mercato (se di recente quotazione può presentare un'elevata volatilità storica), la tendenza che ha la volatilità futura a discostarsi da quella storica, l'utilizzo di intervalli regolari uniformi per monitorare il prezzo.

L'IFRS 2 considera sempre all'interno dell'appendice B altri due importanti fattori la cui coerenza deve essere garantita rispetto alle caratteristiche del piano: la distribuzione dei dividendi e il tasso risk free. Per quanto riguarda i dividendi attesi, il paragrafo B34 suggerisce che: "quando viene stimato il fair value di una assegnazione di opzioni, i dividendi attesi dovrebbero essere inclusi nell'applicazione di un modello di misurazione delle opzioni. Quando viene stimato il fair value di una assegnazione di opzioni, tale valutazione dovrebbe essere ridotta per un importo pari al valore attuale dei dividendi da corrispondere nel periodo di maturazione". Avallone, Ramassa (2006, p. 789), in accordo con il paragrafo B35 e B36, consigliano di: "ricorrere alle informazioni storiche da rettificare opportunamente considerando le prevedibili modifiche alle politiche di distribuzione dei dividendi...[in questo caso] rivolgere l'attenzione anche verso aziende similari potrebbe risultare utile ai fini valutativi". Infine, per quanto concerne la stima del tasso risk free, il paragrafo B37 riporta che: "corrisponde al rendimento implicito attualmente disponibile sulle emissioni governative prive di cedola (zero-coupon) del paese nella cui valuta è espresso il prezzo di esercizio". Interessante, soprattutto alla luce delle attuali dinamiche all'interno dell'Unione Europea, è che lo stesso paragrafo suggerisce di utilizzare un parametro sostitutivo se le circostanze indicano che il rendimento implicito delle emissioni governative senza cedola non è rappresentativo di un tasso d'interesse senza rischio.

Fino ad ora sono stati presentati molteplici elementi correttivi da introdurre all'interno del modello di option pricing, ciascuno dei quali ha un diverso grado di aleatorietà. L'output di questo ipotetico modello di option pricing "modificato" non è altro che una stima, frutto di congetture e di analisi basate su dati più o meno oggettivi, ma caratterizzata da un elevato grado di attendibilità rispetto all'applicazione tout court del modello di B&S o del modello binomiale. Come riportano gli studi di Avallone, Ramassa (2006) per i soggetti esterni all'azienda, è arduo verificare l'attendibilità della stima poiché è estremamente difficile per loro reperire certe informazioni che sono di dominio esclusivo dell'azienda. Inoltre l'elevata

soggettività presente nella valutazione comporta il rischio di rendere i bilanci non comparabili. Per queste ragioni, Avallone, Ramassa (2006) consigliano di individuare delle categorie di informazioni alla base dei modelli di option pricing, da impiegare in modo omogeneo per le aziende che presentino caratteristiche simili. La prima categoria potrebbe contenere i dati “oggettivi”, la seconda invece quelli meno oggettivi, ma indubbiamente standardizzabili sulla base di metodologie di calcolo comuni per tutte le aziende, fino ad arrivare ad una terza categoria contenente i fattori “firm specific” che prevedono una maggiore libertà di azione. Si presenta uno schema esemplificativo:

Figura 17: I tre livelli di aleatorietà valutativa

| Aleatorietà valutativa | Categoria | Input del modello di valutazione | | |
|--|--------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|---|
|  | Grado di oggettività elevato | 1 | Prezzo di esercizio delle opzioni | Prezzo di mercato del sottostante |
| | Metodologia “standardizzabile” | 2 | Tasso di rendimento risk free | Volatilità attesa |
| | Grado di soggettività elevato | 3 | Politiche di dividendo | Durata del piano e numero di opzioni esercitabili |

Una tale suddivisione garantirebbe dei vantaggi informativi in termini di confrontabilità e la riduzione di possibili manipolazioni dei valori di bilancio per effetto di una eccessiva aleatorietà valutativa.

Si ritiene opportuno presentare una breve esemplificazione di applicazione di un modello di option pricing per determinazione del fair value di un piano di stock option di un’azienda italiana quotata nel mercato regolamentato. L’azienda scelta è Davide Campari-Milano S.p.A (Gruppo Campari), una delle realtà più importanti nel settore beverage a livello globale. Le informazioni relativi al piano di stock option sono accessibili nel sito di Borsa italiana e del Gruppo Campari. I documenti informativi utilizzati sono: la relazione illustrativa degli Amministratori relative al piano di stock option ai sensi dell’art. 114-bis TUF del 27/03/2012 e l’ultimo bilancio consolidato disponibile del 31/12/2010. Il piano di stock option analizzato è stato approvato ad Aprile del 2010 e prevede come assegnatari principali il presidente e i tre amministratori delegati dell’Emittente. Si precisa che questi soggetti hanno il potere di adottare decisioni di gestione che possono incidere sull’evoluzione e sulle prospettive future

dell'Emittente. Gli obiettivi del piano dichiarati sono l'allineamento degli interessi e la fidelizzazione dei talenti manageriali. Il piano prevede che:

- le opzioni attribuite non siano cedibili se non mortis causa;
- un vesting period di 5 anni a seguito del quale decorre un periodo di circa 2 anni con possibilità di esercizio (da Maggio 2015 a Novembre 2017);
- l'assegnazione di un numero di diritti pari a 16.365.779 per l'acquisto di altrettante azioni.
- Non si verifica un effetto diluizione rilevante poiché il Gruppo Campari possiede un numero di azioni proprie sufficienti a soddisfare quasi nella totalità l'esercizio delle opzioni emesse;

Gli input che alimentano il modello di B&S, suddivisi per diverso grado di aleatorietà valutativa, sono stati determinati nel seguente modo:

Grado di oggettività elevato:

- **Prezzo di esercizio di 3,87 €** determinato come media ponderata del prezzo di borsa del mese precedente al giorno in cui le opzioni sono state attribuite (neutralizzando in questo modo l'effetto di improvvisi apprezzamenti e deprezzamenti delle azioni dell'Emittente in prossimità della data di assegnazione);
- Il **valore del sottostante** alla data di assegnazione (13 Maggio 2010) è pari a **4,11 €**

Metodologia "standardizzabile":

- La volatilità è stimata con l'ausilio dei dati forniti da un provider di informazioni di mercato, condivisi con un primario istituto di credito, e corrisponde alla stima della volatilità del titolo nel periodo coperto dal piano. La **volatilità storica** (che coincide con quella attesa) è pari a 0,26;
- Il **tasso di interesse risk free** è pari a 2,70%;

Grado di soggettività elevato (fattori "firm specific"):

- I **dividendi attesi** sono di 0,06 € per azione;
- Si calcola una vita residua media delle opzioni già esistenti di 4,48 anni mentre la **vita attesa dell'opzione** si stima essere di 6 anni (quindi si prevede un comportamento di esercizio anticipato dato che la durata del piano è di 7 anni).

Utilizzando il modello di B&S nella sua formulazione pura si ottiene un fair value dell'opzione di 1,50 €:

| | | |
|------------|-------------|---|
| S | 4,112 | Come è stato riportato nel corso della trattazione, l'applicazione del modello di B&S che non considera i fattori di specificità delle ESO porta inevitabilmente ad una sopravvalutazione. Il modello deve essere opportunamente aggiustato considerando l'esercizio anticipato (T passa a 6 anni rispetto alla durata del piano di 7) e una riduzione di S per un importo pari al valore atteso dei dividendi (0,06 € per azione). Si ricorda che la distribuzione dei dividendi riduce il prezzo dell'azione per un ammontare pari ai dividendi stessi. Sottraendo dal prezzo corrente del titolo il valore attuale dei dividendi (0,06 € per azione per 6 anni), che l'assegnatario non |
| K | 3,87 | |
| T | 7 | |
| σ | 0,26 | |
| rf | 2,7% | |
| VA(K) | 3,211573457 | |
| ln | 0,247148538 | |
| d_1 | 0,703229851 | |
| d_2 | 0,01533451 | |
| N(d_1) | 0,75904374 | |
| N(d_2) | 0,506117344 | potrà percepire durante l'arco della vita dell'opzione, si ottiene S* ossia un sottostante |
| CALL | 1,50 | identico, ma che non paga dividendi. |

Considerando i fattori "firm specific" summenzionati si ottiene la seguente valutazione:

| | | | |
|---------------|------|------------|--------------|
| S | 4,11 | VA(K) | 3,29828594 |
| VA(dividendi) | 0,33 | ln | 0,13730254 |
| S* | 3,78 | d_1 | 0,534024156 |
| K | 3,87 | d_2 | -0,102843177 |
| T | 6 | N(d_1) | 0,703337589 |
| σ | 0,26 | N(d_2) | 0,459043718 |
| rf | 2,7% | CALL | 1,15 |

Il valore della call con l'applicazione tout court del modello di B&S porta ad una sopravvalutazione del **30%** circa. Il gruppo Campari nel bilancio consolidato del 2010 non presenta i calcoli matematici relativi all'applicazione del modello di B&S, ma si limita a presentare l'output finale ossia il fair value medio di tutte le opzioni concesse nel corso del 2010. Esso è pari a **1,27 €** un valore che si colloca al di sopra della stima appena presentata (1,15 €). Si può tuttavia ritenere una stima ragionevole in quanto considera tutti i fattori oggettivi e quelli ottenibili con una metodologia "standardizzabile" ed inoltre si può affermare

con certezza che il modello riflette anche i fattori “firm specific” determinabili con una valutazione prevalentemente soggettiva (altrimenti il valore non sarebbe inferiore a 1,50 €). Lo scostamento è comunque da attribuire al diverso peso dato a questi ultimi poiché una valutazione di questi fattori (vita utile residua e valore attuale dei dividendi) implica la disponibilità di informazioni normalmente precluse ad un valutatore esterno.

In conclusione alla tematica della determinazione del fair value è necessario citare gli studi di Catuogno, Peta (2008, p. 18) i quali asseriscono che: “in rare circostanze, l’azienda può non essere in grado di stimare in maniera attendibile il fair value degli strumenti rappresentativi di capitali alla data di assegnazione, né con riferimento ai prezzi di mercato, né attraverso l’applicazione di un modello di option pricing”. In questi casi, il paragrafo 24 mette a disposizione come soluzione di “third best” la determinazione del valore intrinseco. Si rammenta che questo criterio si applica ovviamente anche nel caso in cui la prestazione del servizio e la corresponsione della remunerazione avviene in maniera contestuale (non è previsto un vesting period e dunque il time value è pari a zero) (Melis, Carta e Gaia, 2010).

Figura 18: Sintesi dei criteri di determinazione previsti dall’IFRS 2

| PRESUNZIONE | FIRST BEST | SECOND BEST | THIRD BEST |
|---|-------------------|---------------------------|-------------------|
| Paragrafo 10 – 12 | Paragrafo 16 | Paragrafo 17 – 18 | Paragrafo 24 |
| Inattendibilità della stima del valore del servizio | Prezzi di mercato | Modelli di option pricing | Valore intrinseco |

2.3 Il contesto normativo e contabile italiano

2.3.1 Cenni alla disciplina civilistica

In Italia la diffusione delle stock option è avvenuta in assenza di una specifica disciplina normativa. Con la riforma del diritto societario, il legislatore, prendendo atto dell’esistenza di questa pratica diffusa, ha deciso di confermarne la legittimità attraverso l’introduzione di norme di carattere generale (Zanardo, 2006). La norma di riferimento in materia di compensi azionari, secondo gli studi di Abriani (2006), è l’art. 2389, comma 2. cod. civ: “[i compensi degli amministratori] possono essere costituiti in tutto o in parte da partecipazioni agli utili o dall’attribuzione del diritto di sottoscrivere a prezzo predeterminato azioni di futura emissione”.

Zanardo (2006, p. 751) definisce questa norma eccessivamente “scarna” poiché pur riconoscendo la liceità dell’assegnazione delle stock option a titolo di remunerazione, non detta una disciplina specifica in termini di realizzazione del piano, di regime informativo oppure con riguardo a dei possibili limiti circa le caratteristiche del piano. Lo stesso autore assegna alla norma un carattere “meramente esemplificativo” in quanto non contempla modalità alternative di remunerazione variabile (per esempio stock option indicizzate oppure compensi in denaro commisurati al valore dell’azione della società). In altri termini, la norma non rappresenta di certo un elenco tassativo delle forme di compenso degli amministratori, anche perché in tal caso si escluderebbe persino la possibilità di remunerare gli amministratori con un salario fisso in denaro.

Il comma successivo dispone che: “la remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche in conformità dello statuto è stabilita dal consiglio di amministrazione, sentito il parere del collegio sindacale. Se lo Statuto lo prevede, l’assemblea può determinare un importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori, inclusi quelli investiti di particolari cariche”. Secondo gli studi di De Nicola (p. 6), la possibilità che l’assemblea possa determinare il compenso (attraverso la deliberazione di un tetto massimo) anche degli amministratori delegati è “un incentivo per gli amministratori a stabilire remunerazioni credibili, laddove gli azionisti hanno già consapevolezza che compensi inferiori a quelli di mercato risulterebbero in una composizione del proprio management di scarsa qualità”. Gli studi di Filonzi (1999, p. 110), antecedenti al D.Lgs. 17 gennaio 2003 n. 6 che ha riformato il 2389 con l’inserimento del secondo comma (in vigore dal 1 gennaio 2004), assimilavano i piani di stock option alla disciplina prevista per la sottoscrizione delle azioni in quanto “la sostanza economica è la medesima”⁵⁰. In effetti sono evidenti delle connessioni con alcuni articoli del codice civile che mirano a coinvolgere i dipendenti nell’azionariato. Per esempio, Sergiacomo (2010) analizza un’ulteriore norma: l’art. 2441 cod. civ. riguardante l’aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai soci⁵¹. È bene precisare che tale norma descrive due possibili fattispecie per quanto concerne i piani di stock option:

- comma 5°: applicabile qualora il piano abbia come destinatari amministratori che non siano anche dipendenti della società. L’esclusione del diritto di opzione è subordinata

⁵⁰ La tesi antecedente al 2004 consisteva nel fatto che un piano di stock option è pur sempre una sottoscrizione di azioni ma “a termine”.

⁵¹ Qualora l’offerta non abbia ad oggetto azioni di nuova emissione, bensì azioni proprie già emesse dalla società, in tal caso, ovviamente, non si avrà un aumento di capitale, ma l’art. 2357-ter cod.civ. ugualmente chiede che la decisione sia assunta dall’assemblea (Cerri, Sottoriva, 2010).

da una relazione degli amministratori che giustifichi tale esclusione ai soli casi in cui “l’interesse della società lo esige”. La dottrina (si vedano gli studi di Zanardo, 2006) e la giurisprudenza interpretano questo rapporto di strumentalità in modo abbastanza “elastico” ritenendo sufficiente, per l’esclusione del diritto di opzione, un interesse in termini di efficienza e convenienza per la società. L’approvazione richiesta per l’esclusione/limitazione del diritto di opzione deve provenire da tanti soci che rappresentino oltre la metà del capitale sociale, anche se la deliberazione è presa in assemblea di convocazione successiva alla prima;

- comma 8°: se il piano prevede dei destinatari amministratori dipendenti della società (direttori generali, altri dirigenti o dipendenti della società), il diritto di opzione può essere escluso, con le maggioranze previste per le assemblee straordinarie, nella misura di un quarto delle azioni di nuova emissione. È possibile l’esclusione in misura superiore se l’approvazione avviene con le maggioranze previste dal 5° comma.

Il 6° comma prevede inoltre che la delibera determini “il prezzo dell’azione in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati anche dell’andamento delle quotazioni nell’ultimo semestre”. Il collegio sindacale esprimerà il proprio parere sulla congruità del prezzo di emissione. È dunque obbligatoria l’emissione delle azioni con sovrapprezzo con la conseguente tutela dei vecchi azionisti contro i possibili rischi di diluizione.

Sergiacomo (2010) individua un altro articolo che si occupa della disciplina riguardante l’assegnazione delle azioni ai dipendenti, si tratta dell’art. 2349 cod. civ. “Azioni e strumenti finanziari a favore dei prestatori di lavoro dipendente”. Al secondo comma si prevede che l’assemblea straordinaria possa assegnare strumenti finanziari ai lavoratori dipendenti della società, che trovano copertura nell’ammontare degli utili portati a capitale. Come sostiene Filonzi (1999) si tratta di un aumento di capitale gratuito e pertanto differisce dall’aumento di capitale sociale a titolo oneroso disciplinato all’art. 2441. L’articolo 2349 fa esplicito riferimento agli strumenti finanziari definiti al comma 6 dell’art. 2346 cod. civ. Secondo Ciampaglia (2008) lo strumento delle stock option rientra a pieno titolo nell’ambito degli strumenti finanziari previsti dal 2346. Infatti il legislatore conferisce agli strumenti finanziari delle caratteristiche particolari che li differenzia dalle azioni e dalle obbligazioni, inoltre, appare possibile affermare, che tali strumenti possono essere emessi nelle forme più varie. Ciampaglia (2008) sottolinea che lo stesso articolo prevede che l’emissione di questi strumenti finanziari avvenga a fronte dell’apporto anche di opera o servizi. Ciò si adatta

perfettamente alla fattispecie delle stock option dato che sono emesse in funzione dell'erogazione attuale o futura di un servizio da parte del lavoratore dipendente. Un ultimo aspetto che merita di essere approfondito riguarda il metodo con cui il legislatore affronta il tema del coinvolgimento dei dipendenti nell'azionariato. È possibile desumere, dalle norme summenzionate, che l'obiettivo del legislatore non coincide perfettamente con l'incentivazione dei soli manager. Come arguisce Filonzi (1999, p. 110): "la normativa costituzionale considera l'azionariato dei dipendenti come un diritto "universale", spettante a tutti i lavoratori ai fini dell'elevazione economica e sociale del lavoro"; in tal senso, l'assegnazione limitata solo ad alcuni dipendenti, ossia il top management, parrebbe anticostituzionale. Secondo questa tesi, l'obiettivo del legislatore sarebbe incentivare le imprese ad adottare piani di tipo broad-based anziché consolidare le attuali politiche di remunerazione che tendono invece a limitare i piani di stock option a poche figure dirigenziali.

2.3.2 La normativa sulla trasparenza informativa

In passato, la normativa e i principi contabili nazionali non prevedevano a carico delle aziende italiane, alcun obbligo informativo in bilancio in merito ai piani di stock option. La prima iniziativa nella direzione della trasparenza informativa, è stata promossa dalla Consob che nel 2000 è intervenuta con la comunicazione n° 11508 del 15 Febbraio. Il contenuto della comunicazione (destinata ai soggetti vigilati dalla Consob) era però alquanto scarno visto che si limitava a raccomandare l'inserimento di alcune informazioni descrittive nella relazione sulla gestione degli amministratori (Avallone, Ramassa, 2006). Si richiedeva ad esempio di inserire i piani di incentivazione azionaria adottati o in essere nell'esercizio, le ragioni alla base della loro adozione ed infine una descrizione sintetica delle caratteristiche del piano. Soltanto per i piani ad elevata significatività (ossia che rappresentavano un'alta percentuale rispetto al capitale sociale) era necessario fornire anche dati di tipo quantitativo. L'esigenza informativa non era pienamente soddisfatta e ciò divenne palese a seguito dell'emanazione, da parte dell'Unione Europea, della Raccomandazione 2004/913/CE in tema di trasparenza informativa sulla remunerazione degli amministratori (Melis, Carta e Gaia, 2010). Questa opportunità di modernizzare la disciplina sulla trasparenza informativa si è concretizzata con l'emanazione dell'art. 114-bis del TUF "Informazione al mercato in materia di attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori"⁵². Prima di approfondire

⁵² L'articolo 114-bis, introdotto dalla legge n. 262 del 28 dicembre 2005 (Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari) e successivamente modificato con il decreto legislativo n. 303 del 29

gli obblighi che sancisce, è opportuno chiedersi quali sono gli interessi da tutelare ossia i beneficiari di questa informativa. Cerri, Sottoriva (2010, p. 349) affermano che l'informazione interessa:

- i beneficiari del piano, per consentirne l'esercizio con piena consapevolezza;
- gli azionisti della società, per consentire loro una valutazione dell'effetto che l'operazione ha sul valore dei titoli in loro possesso;
- il mercato in genere, per le indicazioni che esso deve poter trarre sul modo in cui la società e i beneficiari del piano si avvalgono di tale strumento e sulle prospettive che questo apre.

L'art. 114-bis prevede al primo comma che almeno quindici giorni prima del termine fissato per l'assemblea, convocata per deliberare in merito all'approvazione del piano di incentivazione, l'emittente metta a disposizione del pubblico una relazione contenente informazioni circa le caratteristiche del piano⁵³.

Al terzo comma è presente una delega alla Consob, incaricata di definire: "con proprio regolamento, le informazioni relative agli elementi indicati nel comma 1, che devono essere fornite in relazione alle varie modalità di realizzazione del piano, prevedendo informazioni più dettagliate per piani di particolare rilevanza". La Consob ha quindi provveduto ad emanare la delibera n° 15915 del 3 maggio 2007 che ha modificato il regolamento Emittenti con l'inserimento dell'art. 84-bis. Prima dell'emanazione del regolamento, le informazioni dovevano essere comunicate alla Consob, ma non erano da quest'ultima divulgate al pubblico (Di Pietra, Riccaboni, 2002).

L'articolo 84-bis (delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 nella versione aggiornata a seguito dell'ultima delibera n°18210 del 09/05/2012) stabilisce al primo comma che: "Gli emittenti strumenti finanziari aventi sede legale in Italia mettono a disposizione del pubblico un

dicembre 2006, disciplina: "l'informativa che gli emittenti, i cui strumenti finanziari sono quotati o diffusi tra il pubblico in misura rilevante, devono fornire al mercato in occasione dell'attribuzione di piani di compensi basati su strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori della società e del relativo gruppo di appartenenza" (si veda il documento di Consultazione del 23 Febbraio 2007 emanato dalla Consob).

⁵³ La relazione deve presentare il seguente contenuto minimo:

- a) le ragioni che motivano l'adozione del piano;
- b) i componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione della società, delle controllanti o controllate, che beneficiano del piano;
- b-bis) le categorie di dipendenti o di collaboratori della società e delle società controllanti o controllate della società, che beneficiano del piano;
- c) le modalità e le clausole di attuazione del piano, specificando se la sua attuazione è subordinata al verificarsi di condizioni e, in particolare, al conseguimento di risultati determinati;
- d) l'eventuale sostegno del piano da parte del Fondo speciale per l'incentivazione della partecipazione dei lavoratori nelle imprese, di cui all'articolo 4, comma 112, della legge 24 dicembre.

documento informativo redatto in conformità all'Allegato 3A, entro il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea convocata per deliberare sui piani di compensi previsti dall'articolo 114-bis del Testo unico". Pertanto entro i 15 giorni che precedono l'assemblea convocata per deliberare in merito ai piani equity-settled, la società dovrà comunicare l'avvenuta pubblicità del documento informativo. Il documento dovrà essere reso pubblico sia attraverso il deposito presso la sede sociale sia con la pubblicazione sul sito internet per un periodo di tempo pari alla durata del piano⁵⁴.

Il contenuto dello schema 7 dell'allegato 3A prevede informazioni in merito ai seguenti aspetti:

1. i soggetti destinatari;
2. le ragioni che motivano l'adozione del piano;
3. iter di approvazione e tempistica di assegnazione degli strumenti;
4. le caratteristiche degli strumenti attribuiti.

I primi tre punti prevedono un livello di dettaglio superiore qualora il piano oggetto del documento informativo sia qualificato come "rilevante" ai sensi dell'art. 84-bis comma 2. Con riguardo alle singole sezioni, si presentano gli aspetti più significativi:

Soggetti destinatari:

Per tutti i piani è necessaria l'indicazione dei nominativi solo se i destinatari sono componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione dell'emittente, delle società controllanti l'emittente o da questa controllate. Per tutti gli altri dipendenti è sufficiente indicare la categoria di dipendenti o collaboratori.

Le ragioni che motivano l'adozione del piano:

Gli obiettivi che si intendono raggiungere mediante l'attribuzione dei piani. Se il piano è rilevante allora l'informazione sarà ulteriormente dettagliata specificando:

- le ragioni e i criteri in base alle quali l'emittente ha deciso di stabilire un dato rapporto tra compensi incentivanti basati su strumenti finanziari e altri componenti della retribuzione complessiva;
- finalità dei sistemi incentivanti a lungo termine;
- i criteri di definizione dell'orizzonte temporale alla base dei sistemi incentivanti.

⁵⁴ Seguendo inoltre le modalità previste dall'art. 65-bis secondo comma del regolamento Emittenti.

È necessario indicare, per tutti i piani, le variabili chiave, anche nella forma di indicatori di performance considerati ai fini dell'attribuzione dei piani basati su strumenti finanziari nonché gli elementi alla base della determinazione dell'entità del compenso basato su strumenti finanziari, ovvero i criteri per la sua determinazione. Infine si devono presentare le diverse implicazioni di ordine fiscale e contabile che hanno inciso sulla definizione dei piani;

Iter di approvazione e tempistica di assegnazione degli strumenti:

Per tutti i piani si presenta:

- l'ambito dei poteri e funzioni delegati dall'assemblea al consiglio di amministrazione al fine dell'attuazione del piano;
- l'indicazione dei soggetti incaricati per l'amministrazione del piano e loro funzione e competenza;
- le eventuali procedure esistenti per la revisione dei piani anche in relazione a eventuali variazioni degli obiettivi di base;
- la descrizione delle modalità attraverso le quali determinare la disponibilità e l'assegnazione degli strumenti finanziari sui quali sono basati i piani (ad esempio: assegnazione gratuita di azioni, aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione, acquisto e vendita di azioni proprie).

Per i piani rilevanti si deve inoltre descrivere il ruolo svolto da ciascun amministratore nella determinazione delle caratteristiche dei citati piani; eventuale ricorrenza di situazioni di conflitti di interesse in capo agli amministratori interessati.

Caratteristiche degli strumenti attribuiti:

Per prima cosa si indica la forma in cui è strutturato il piano di compenso (es: phantom stock, restricted stock, stock option, stock grant oppure stock appreciation right), precisando il termine temporale del piano. Inoltre si deve indicare:

- il numero massimo di strumenti finanziari assegnati in ogni anno fiscale;
- le modalità e le clausole di attuazione del piano, specificando se la effettiva attribuzione degli strumenti è subordinata al verificarsi di condizioni ovvero al conseguimento di determinati risultati anche di performance;
- l'indicazione di eventuali vincoli di disponibilità gravanti sugli strumenti attribuiti ovvero sugli strumenti rivenienti dall'esercizio delle opzioni, con particolare

riferimento ai termini entro i quali sia consentito o vietato il successivo trasferimento alla stessa società o a terzi (clausole di lock-up);

- l'indicazione degli eventuali effetti diluitivi sul capitale determinati dai piani di compenso.

Infine, è presente una sottosezione dedicata esclusivamente alle stock option che prevede di comunicare:

- numero di strumenti finanziari sottostanti ciascuna opzione;
- scadenza delle opzioni;
- modalità (americano/europeo), tempistica (ad es. periodi validi per l'esercizio) e clausole di esercizio;
- il prezzo di esercizio dell'opzione ovvero le modalità e i criteri per la sua determinazione, con particolare riguardo: alla formula per il calcolo del prezzo di esercizio in relazione ad un determinato prezzo di mercato (c.d. fair market value) (ad esempio: prezzo di esercizio pari al 90%, 100% o 110% del prezzo di mercato), e alle modalità di determinazione del prezzo di mercato preso a riferimento per la determinazione del prezzo di esercizio (ad esempio: ultimo prezzo del giorno precedente l'assegnazione, media del giorno, media degli ultimi 30 giorni ecc.);
- nel caso in cui il prezzo di esercizio non è uguale al prezzo di mercato, motivazioni di tale differenza;
- criteri sulla base dei quali si prevedono differenti prezzi di esercizio tra vari soggetti o varie categorie di soggetti destinatari.

In allegato al documento informativo, deve essere inserita una tabella riassuntiva delle caratteristiche del piano di stock option. La tabella è suddivisa in due parti, la prima relativa ai piani in esecuzione, la seconda dedicata alle opzioni di nuova emissione. Si presenta una rielaborazione della tabella:

Figura 19: Allegato 3A, quadro 2

| | | QUADRO 2 | | | | | | | |
|--------------------------------|--|--|----------------------------|---|---------------------------|---------------------------|--|--|--|
| | | <i>Stock option</i> | | | | | | | |
| Nome e cognome o categoria (1) | Carica (da indicare solo per i soggetti riportati nominativamente) | <u>Sezione 1</u> Opzioni relative a piani, in corso di validità, approvati sulla base di precedenti delibere assembleari (8) | | | | | | | |
| | | Data della delibera assembleare | Descrizione strumento (12) | Opzioni detenute alla fine dell'esercizio precedente (11) | Opzioni esercitate (13) | Data di assegnazione (10) | Prezzo di esercizio | Prezzo di mercato delle azioni sottostanti alla data di assegnazione | Periodo del possibile esercizio (dal-al) |
| | | QUADRO 2 | | | | | | | |
| | | <i>Stock option</i> | | | | | | | |
| Nome e cognome o categoria (1) | Carica (da indicare solo per i soggetti riportati nominativamente) | <u>Sezione 2</u> Opzioni di nuova assegnazione in base alla decisione: <input type="checkbox"/> del c.d.a. di proposta per l'assemblea <input type="checkbox"/> dell'organo competente per l'attuazione della delibera dell'assemblea (9) | | | | | | | |
| | | Data delibera assembleare | Descrizione strumento (12) | Numero opzioni | Data di assegnazione (10) | Prezzo di esercizio | Prezzo di mercato delle azioni sottostanti alla data di assegnazione | Periodo del possibile esercizio (dal-al) | |

È opinione diffusa che le informazioni che devono essere presentate al pubblico siano dotate di un elevato grado di trasparenza e che pertanto soddisfino pienamente gli interessi dei destinatari dell'informativa. Tuttavia come sostiene Melis, Carta e Gaia (2010, p. 224) affinché il risultato sia effettivamente conseguito è necessario che: “gli organismi competenti verifichino che le imprese rispettino gli adempimenti richiesti [attraverso dei] controlli atti a verificare che i documenti informativi siano resi pubblici secondo le modalità richieste dalla normativa”. Si ricorda che i beneficiari dell'informativa non sono solo soggetti interni, ma anche investitori potenziali, ossia soggetti che hanno maggiori difficoltà nel reperire le informazioni. Gli studi di Ulrich Hocker (2009) riferiti al mercato azionario tedesco, riportano che dal 2005, con il cosiddetto “Management Compensation Disclosure Act (Vorstandvergütungs-offenlegungsgesetz), le aziende quotate nel mercato regolamentato tedesco hanno il dovere di disclosure in merito ai compensi degli executive. Tuttavia il legislatore tedesco ha lasciato una scappatoia denominata “opt out clause”, la quale permette alle società di evitare l'obbligo di trasparenza con il voto favorevole del 75% delle azioni con diritto di voto. L'associazione tedesca “Deutsch Schutzvereinigung für Wertpapiere” che rappresenta gli interessi degli investitori individuali, ritiene che questa clausola crea una “two-class society” ossia divide da un lato gli azionisti di controllo, che grazie alla loro posizione conoscono tutti i dettagli degli stipendi degli executive (e che pertanto non avvertono alcun bisogno di trasparenza informativa), e dall'altro i piccoli azionisti di minoranza che trovano bloccato il loro accesso alle informazioni. Ippolito (2001) sostiene che questo meccanismo è presente solitamente quando esiste un trade off tra volontarietà e imperatività della disciplina da introdurre. Pertanto si stabilisce una parte della regolamentazione come imperativa mentre una parte definita “suppletiva” viene lasciata ai privati che sono liberi di derogare. Le clausole opt in/opt out regolano dunque la sfera di autonomia privata. In Italia, in merito ai piani di stock option non si rilevano clausole di opt-out che consentirebbero di evitare in tutto o in parte gli obblighi informativi previsti dalla normativa.

2.3.3 Il dualismo presente nel trattamento contabile italiano

Diversamente dalla realtà statunitense, in Italia sono presenti due standard contabili che prevedono criteri diversi di contabilizzazione, non solo con riferimento alle stock option. Corbella, Florio (2010) definiscono questo fenomeno come “dualismo del trattamento contabile”. Gli autori si riferiscono esplicitamente alla differenza presente tra i principi contabili nazionali (italian GAAP) e i principi contabili internazionali IAS/IFRS. D'altronde il processo di armonizzazione dei principi contabili, destinato in primis a ricercare l'uniformità

a livello internazionale, era volto ad evidenziare le diverse prassi e teorie contabili nazionali, la cui singolarità era il portato di condizionamenti del sistema giuridico, economico e culturale nazionale (Cordazzo, 2009). Tuttavia, come sostiene Cordazzo (2009, p. 18-19): “la consapevolezza della presenza di barriere sostanziali all’armonizzazione contabile poteva indurre a preservare all’interno dello stesso Paese sia i principi nazionali che quelli internazionali, causando un problema di dualismo nell’adozione delle norme contabili da parte di un’impresa”. Il rischio è ovviamente connesso alla comparabilità delle informazioni economico-finanziarie d’impresa. Come si è ampiamente dimostrato nel corso della trattazione, l’Italia mostra un ritardo significativo nella regolamentazione delle stock option rispetto ad altri paesi. Quando negli Stati Uniti era in corso l’acceso dibattito sulle possibili modalità di contabilizzazione dei piani di stock option, in Italia lo strumento non era ancora molto diffuso. Collu, et al (2005) sottolineano che fino all’emanazione della normativa IFRS 2, la normativa sulla contabilizzazione in Italia dei piani di stock option risultava inesistente. Al tempo l’unico riferimento era la normativa civilistica, la quale, come abbiamo visto, si limitava a disciplinare l’emissione di azioni ai dipendenti. Cerri, Sottoriva (2010, p. 382) confermano che: “i principi contabili italiani, allo stato, non analizzano le problematiche contabili relative ai piani di compensi basati su strumenti finanziari”. Pertanto, prima del 2004 ossia durante il periodo antecedente l’emissione dell’IFRS 2 e, in assenza di uno specifico principio contabile nazionale, per i soggetti non IAS adopter, l’unico riferimento non poteva che essere l’insieme delle norme sul bilancio d’esercizio (art. 2423 cod. civ. ss.). Cerri, Sottoriva (2010, p. 382-383) rammentano che: “quando non in contrasto con le norme del diritto positivo e in assenza di altre indicazioni della prassi contabile nazionale, possono trovare applicazione le previsioni dei principi contabili internazionali anche per i soggetti non IAS adopter”. Quindi dal 2004, sotto queste condizioni, le imprese non IAS adopter possono applicare quanto previsto dall’IFRS 2. Nonostante ciò, diversi autori (Corbella, Florio 2010, Regalli 2003, Meo 2000) individuano un trattamento contabile messo in pratica dalle imprese non IAS adopter, oramai invalso nella prassi, che differisce notevolmente da quello previsto dall’IFRS 2. Nel proseguo si illustrano i riflessi contabili, in accordo con la normativa civilistica, di un piano di stock option emesso da un’impresa italiana non IAS adopter.

In base all’art. 2358 “altre operazioni sulle proprie azioni” si individua uno schema giuridico, compatibile con l’emissione di piani di stock option nei confronti di figure dirigenziali, basato anziché sull’emissione di nuove azioni, da azioni già in circolazione.

Regalli (2003, p. 460) ritiene che: “l’impegno che la società assume di vendere ai manager, ad un prezzo di esercizio prefissato, le proprie azioni una volta trascorso il periodo di detenzione

obbligatoria (vesting period) deve essere rilevato nel sistema dei conti d'ordine". La scrittura contabile sarà la seguente:

| Sezione | Scrittura | |
|---------|---|--------------------------|
| D | Impegni assunti verso manager per cessione azioni | |
| A | | Azioni proprie da cedere |

Balducci (2007) giustifica l'utilizzo dei conti d'ordine quando si è in presenza di impegni contrattualmente definiti assunti nei confronti di terzi. Tuttavia Mulazzani (2002) precisa che la scrittura contabile relativa ai conti d'ordine dovrebbe essere limitata ai soli impegni scaturiti da negozi giuridici con effetti obbligatori certi. Pertanto questa scrittura può apparire opinabile dato che un piano di stock option costituisce un impegno (in accordo con Regalli, 2003 e Balducci, 2007), ma nel contempo il futuro esercizio delle opzioni non è certo (in accordo con Mulazzani, 2002). Qualora l'emissione prevedesse un aumento di capitale sociale finalizzato al potenziale esercizio delle opzioni, si dovrà procedere ovviamente con la scrittura di aumento del capitale. Successivamente si dovrebbe procedere, come nel caso precedente, con la rilevazione del conto d'ordine, tuttavia Regalli (2003) assume che tali operazioni non hanno importi significativi e che in base al principio della rilevanza, la scrittura ai conti d'ordine può essere omessa.

Si ricorda che le opzioni ai dipendenti possono essere assegnate gratuitamente oppure a pagamento. In quest'ultimo caso (prettamente didattico) si rileva una variazione finanziaria attiva connessa all'entrata a fronte della vendita delle stock option (si tratta di un provento finanziario):

| Sezione | Scrittura | |
|---------|-----------|--------------------------------|
| D | Banca c/c | |
| A | | Opzioni di acquisto da manager |

Nel caso di assegnazione gratuita nessuna rilevazione contabile deve essere effettuata.

Durante tutto l'arco temporale che precede il potenziale esercizio del diritto di opzione nessun costo viene imputato a conto economico. Secondo Corbella, Florio (2010) questo approccio riflette l'assunzione che le stock option costituiscono una sorta di donazione che non porta alcun beneficio aggiuntivo. L'ottica degli standard internazionali invece vede le stock option come un pagamento in natura di un servizio reso dal dipendente in favore dell'impresa. Ne deriva che l'utile netto sotto l'IFRS 2 è minore di quello rilevato dalle imprese non IAS adopter.

Al momento dell'esercizio avviene la cessione dei titoli. Si possono verificare tre possibili scenari a seconda della differenza presente al momento della cessione tra il prezzo di esercizio e il valore di iscrizione in bilancio del titolo (nel caso in questione, azioni proprie):

Scenario A

Prezzo di esercizio = valore di iscrizione in bilancio delle azioni proprie

| Sezione | Scrittura | |
|---------|-----------|----------------|
| D | Banca c/c | |
| A | | Azioni proprie |

Scenario B

Prezzo di esercizio > valore di iscrizione in bilancio delle azioni proprie

| Sezione | Scrittura | |
|---------|-----------|-----------------------|
| D | Banca c/c | |
| A | | Azioni proprie |
| A | | Plusvalenza su titoli |

Scenario C

Prezzo di esercizio < valore di iscrizione in bilancio delle azioni proprie

| Sezione | Scrittura | |
|---------|------------------------|----------------|
| D | Banca c/c | |
| D | Minusvalenza su titoli | |
| A | | Azioni proprie |

Una precisazione doverosa è che questi scenari fanno riferimento al valore del titolo al momento dell'iscrizione e non al valore del titolo in corrispondenza dell'istante in cui le opzioni vengono esercitate. Pertanto gli scenari A, B e C corrispondono rispettivamente ad una emissione at the money, out of the money e in the money. Se la scrittura prevista dallo scenario B viene effettuata significa che è conveniente per il dipendente l'esercizio dell'opzione (valore di mercato del titolo > prezzo di esercizio) nonostante l'emissione sia avvenuta out of the money e che conseguentemente imponga all'impresa di rilevare una plusvalenza su titoli.

Come si può notare anche queste scritture non rilevano alcun effetto sul conto economico e quindi non influenzano il risultato d'esercizio; l'ambito di influsso si mantiene limitato esclusivamente alle poste di patrimonio netto (Regalli, 2003).

CAPITOLO 3

STOCK OPTION: REGIME FISCALE

3.1 Coordinamento fiscale con riferimento ai principi contabili internazionali

Nel capitolo precedente è stato riportato il trattamento contabile secondo l'IFRS 2 in merito alle operazioni equity settled (tra le quali le stock option). In sintesi, l'operazione è considerata come un conferimento di una prestazione lavorativa che comporta la valorizzazione del "fattore lavoro" ricevuto e la contestuale imputazione a conto economico. La tematica oggetto del presente paragrafo riguarda il riconoscimento in sede fiscale dei costi per stock option imputati al conto economico in base all'IFRS 2⁵⁵. Si tratta di un argomento molto controverso dato che, fin dall'introduzione degli standard internazionali, la dottrina si è lungamente interrogata circa la sua possibile deducibilità ai fini IRES (Miele, Russo, 2011).

Si ricorda che prima dell'introduzione dell'IFRS 2 non vi era alcuna normativa di riferimento che prevedesse l'obbligo di iscrizione del costo derivante dai piani di stock option. Pertanto, in virtù del principio di derivazione (art. 83 e 109 del TUIR), secondo il quale un costo può essere dedotto solo se iscritto a conto economico, era chiara la non deducibilità di tali costi (Melis, Carta e Gaia, 2010).

In seguito il D.lgs. del 28/02/2005 n. 38 ha introdotto per determinate categorie di impresa, l'adozione dei principi contabili internazionali emanati dallo IASB. Di conseguenza solo i soggetti IAS adopter presentano l'iscrizione a conto economico del costo relativo alle stock option. Si potrebbe essere tentati ad arrivare alla facile conclusione che, in base al principio di derivazione, solo i soggetti IAS adopter hanno i presupposti per poter dedurre il costo in questione. In realtà, l'intera struttura del D.lgs. del 28/02/2005 n. 38 era basata sul cosiddetto "principio della neutralità" secondo il quale la determinazione del reddito imponibile non avrebbe dovuto presentare differenze giustificate dai principi contabili adottati, siano essi nazionali o internazionali (Trettel, 2011a).

La portata del principio di neutralità si estende oltre l'ambito tributario poiché si concretizza nel "divieto di utilizzo di specifiche politiche contabili che possono avvantaggiare alcuni gruppi di interesse rispetto ad altri" (Moretti, 2004, p. 2598). Tale principio è coerente con il

⁵⁵ L'analisi degli aspetti fiscali, in modo analogo a quanto evidenziato per il profilo contabile, sarà limitata al solo caso in cui l'operazione con pagamento basato su azioni preveda l'iscrizione in bilancio di un costo, anziché di un'attività, a fronte dell'incremento del patrimonio netto. Il caso dei costi capitalizzati nel valore di un'attività esula la presente trattazione.

fatto che un bilancio IAS/IFRS è destinato ad una pluralità di utilizzatori. Nonostante la neutralità non rientri tra i principi generali per la redazione del bilancio previsti dal 2423 bis cod. civ., il principio contabile nazionale n°11 afferma che: “il bilancio d’esercizio deve essere preparato per una moltitudine di destinatari e deve fondarsi pertanto su principi contabili indipendenti e imparziali verso tutti i destinatari, senza servire o favorire gli interessi o le esigenze di particolari gruppi”.

Tali principi sono spesso richiamati dalla dottrina ragionieristica italiana per dirimere questioni di interferenza fiscale (il cosiddetto “inquinamento fiscale del bilancio”). Ne deriva che mentre il principio di derivazione porta a propendere verso la deducibilità, all’opposto, il principio della neutralità, porta a non ritenere plausibile la rilevanza fiscale al fine di garantire parità di trattamento con i soggetti non abilitati, in base ai principi contabili nazionali, a imputare il costo in questione a conto economico (Zeppilli, 2008).

In seguito, la L. 24 dicembre 2007, n. 244 (Finanziaria per il 2008), ha introdotto il principio di derivazione rafforzata aggiungendo all’art. 83 del TUIR la seguente previsione: “[per gli IAS adopter] valgono, anche in deroga alle disposizioni dei successivi articoli della presente sezione, i criteri di qualificazione, imputazione temporale e classificazione in bilancio previsti da detti principi contabili”. Inoltre il D.M. 1 aprile 2009, n. 48, all’art. 2, comma 1, prevede, ad ulteriore specificazione del principio di derivazione rafforzata, che: “... per i soggetti IAS assumono rilevanza, ai fini dell’applicazione del Capo II, Sezione I, del testo unico, gli elementi reddituali e patrimoniali rappresentati in bilancio in base al criterio della prevalenza della sostanza sulla forma previsto dagli IAS”. In sintesi, “quando ci si trovi di fronte a questioni di qualificazione, imputazione temporale e classificazione di bilancio, nel qual caso le impostazioni contabili dettate dagli IAS avranno diretta rilevanza ai fini IRES, ovvero quando si sia in presenza di questioni di valutazione o quantificazione, nel qual caso continueranno a prevalere le regole dettate dal TUIR con riferimento alla singola fattispecie” (Peroni, 2011, p. 46). Se da un lato appare evidente come il principio della neutralità sia stato superato dal più innovativo principio di derivazione rafforzata, consentendo la deducibilità dei costi inerenti ai piani di stock option ai soggetti IAS adopter, dall’altro, come confermano gli studi di Doglio, Palumbo (2011), la rilevanza fiscale dei costi in questione ha sollevato diversi dubbi interpretativi. Alla stessa conclusione arriva Peroni (2011, p. 46) il quale evidenzia che l’effettiva applicazione di questi criteri deve essere valutata caso per caso, considerando che i concetti richiamati dalle norme non sono definiti dal Legislatore; in aggiunta si tratta “di un quadro interpretativo... in via di formazione e, sotto molti profili, incerto”.

Per queste ragioni, la Commissione imposte dirette, reddito d'impresa e operazioni straordinarie del CNDCEC ha svolto degli approfondimenti dedicati al profilo tributario degli oneri relativi ai piani di stock option. Il CNDCEC (2010) individua due diverse posizioni della dottrina: il primo orientamento è a favore della deducibilità del costo nell'esercizio di rilevazione mentre il secondo orientamento ritiene di rinviare la deducibilità solo nel momento in cui il costo diviene "effettivo" ovvero al momento in cui l'opzione viene esercitata.

Primo orientamento: deducibilità del costo in base alla sua imputazione a conto economico

La dottrina che supporta questa posizione ritiene che il costo sia deducibile in virtù del principio di derivazione rafforzata. D'altronde l'IFRS 2 considera il costo come spesa del personale e tale qualificazione opera anche ai fini fiscali (CNDCEC, 2010). Poiché non ci sono norme del TUIR che impediscano la rilevanza fiscale delle spese del personale, la piena deducibilità non può essere preclusa. Inoltre l'IFRS 2 parifica l'operazione ad un normale conferimento⁵⁶ e, come sostiene Peroni (2011, p. 49), "come in qualsiasi altra operazione di conferimento di beni, il valore normale dei beni conferiti assume rilevanza fiscale...secondo le tempistiche connesse alla partecipazione del bene alla produzione del reddito". Secondo questa prospettiva, un rinvio della deducibilità appare ingiustificato. Doglio, Palumbo (2011) aggiungono che tale conferimento non è dissimile dall'apporto d'opera e di servizi effettuato in favore di una S.r.l dove l'Agenzia delle Entrate⁵⁷ si è già pronunciata in favore della rilevanza fiscale del valore normale dei beni ricevuti. Infine con riguardo al periodo di imposta di competenza, il CNDCEC (2010) riporta che, secondo questa posizione della dottrina, deve ritenersi irrilevante la presenza di eventuali condizioni di maturazione del diritto dato che non sono più applicabili agli IAS adopter i requisiti fiscali di certezza ed oggettiva determinabilità. Questi ultimi sono sostituiti dai requisiti previsti dagli IAS/IFRS che guidano l'imputazione temporale nel bilancio, i quali ritengo sufficiente la sola certezza probabilistica. All'interno di questo filone interpretativo si evidenziano due distinte posizioni per quanto concerne le conseguenze fiscali nel caso di mancato esercizio dell'opzione. Alcuni autori sostengono che l'eventuale mancato esercizio dell'opzione non implichi alcuna conseguenza fiscale in capo alla società emittente in considerazione del fatto che gli IAS non

⁵⁶ Con la precisazione che in questo caso l'apporto è rappresentato da una prestazione d'opera o di servizi del dipendente.

⁵⁷ R.M. 16 marzo 2005, n.35/E.

prevedono in tale ipotesi alcuno storno dell'apporto effettuato⁵⁸. Per altri autori, il mancato esercizio viene inquadrato nella fattispecie prevista dall'art. 88 del TUIR, la quale riconosce una sopravvenienza attiva tassabile in via extracontabile.

Secondo orientamento: deducibilità rinviata al momento dell'esercizio dell'opzione

I sostenitori di questa posizione ritengono che il componente negativo rilevato in base all'IFRS 2 non è immediatamente deducibile poiché non rappresenta un costo effettivo. Il CNDCEC (2010) definisce un costo come effettivamente sostenuto solo se connesso ad una diminuzione del patrimonio netto, segnaletica di una riduzione della capacità contributiva. Ciò non si verifica nel caso dei piani di stock option se non al momento dell'esercizio dell'opzione. Prima di allora, il costo iscritto al conto economico si qualifica come un mero accantonamento e come tale indeducibile⁵⁹. Si tratterebbe dunque di un costo figurativo, mai sostenuto dalla società emittente bensì da suoi soci colpiti dall'effetto di diluizione. Interessante è che le argomentazioni riportate dai sostenitori della non deducibilità sono sostanzialmente identiche a quelle avanzate da coloro che si opponevano alla recognition in bilancio delle stock option (Zeppilli, 2009)⁶⁰. La seconda argomentazione a favore del rinvio della deducibilità si basa sui principi generali che regolano il sistema impositivo del reddito d'impresa: un costo è deducibile solo se presenta i requisiti di inerenza, competenza ed effettività (CNDCEC, 2010). Tali requisiti sussistono solo al momento dell'esercizio dell'opzione. La terza argomentazione evidenzia che la valutazione del costo avviene sulla base del fair value delle opzioni assegnate. Infatti il principio di derivazione rafforzata dell'art. 83 TUIR riguarda solo l'imputazione temporale, la qualificazione e la classificazione IAS, escludendo perciò il momento valutativo al fair value.

La Commissione del CNDCEC è orientata verso la tesi della deducibilità del costo nell'esercizio di imputazione a conto economico. Inoltre sostiene che un giusto contemperamento tra il principio di derivazione rafforzata e il principio di effettività si possa realizzare mediante la tassazione, in via extracontabile, della sopravvenienza attiva che emerge nel caso di mancato esercizio delle stock option (CNDCEC, 2010)⁶¹. È opportuno

⁵⁸ Si ricorda che il mancato esercizio non comporta effetti reddituali (irrilevanza contabile).

⁵⁹ Solo successivamente all'esercizio dell'opzione si potrebbe realizzare una minusvalenza azionaria connessa all'acquisto sul mercato delle azioni e alla successiva cessione al dipendente (Peroni, 2011).

⁶⁰ Ciò potrebbe indurre a chiedersi se sia davvero lecito sostenere la non deducibilità dato che le argomentazioni avanzate dai fautori della non-expensing view non sono state considerate nella stesura dell'IFRS 2. Sarebbe come interrogarsi nuovamente sulla validità dell'IFRS 2.

⁶¹ La riserva iscritta nel patrimonio netto si trasformerebbe, per la parte di opzioni non esercitate, in una riserva utili.

sottolineare che alla data del documento, la Commissione del CNDCEC (2010) considerava questa tematica molto delicata e non del tutto priva di dubbi interpretativi. Il 1 aprile 2009 è stato approvato il decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 48 che sembra ritenere la prima tesi come la più coerente con il regime di derivazione rafforzata in quanto confuta la presenza di un accantonamento. Nonostante ciò, Trettel (2011a) è dell'opinione che anche a seguito della circolare dell'Agenzia delle Entrate n. 7/E del 2011⁶², “delude l'assenza di prese di posizione riguardo al trattamento fiscale in capo all'offerente di altre forme diffuse di benefici in favore dei dipendenti, in primis i piani di stock option agli stessi dedicati”. Il 13 giugno 2011 è stato pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 135 il D.M. datato 8 giugno 2011⁶³ contenente le tanto attese disposizioni di coordinamento per l'applicazione delle norme del TUIR alla luce del principio di derivazione rafforzata (Doglio, Palumbo, 2011). Il D.M. 8 giugno 2011 all'art. 6 comma 1 dispone che: “i componenti negativi imputati a conto economico a titolo di spese per servizi in conformità alle disposizioni dell'IFRS 2 sono rilevanti ai fini fiscali sulla base delle imputazioni temporali rilevate in bilancio ai sensi dell'articolo 83 del testo unico”. La norma conferma dunque non solo la deducibilità ai fini IRES dei costi per stock option, ma anche la sua natura di costo del personale e la sua rilevanza fiscale sulla base delle imputazioni temporali rilevate in bilancio. Anche gli effetti del mancato esercizio sono chiariti dal D.M. 8 giugno 2011 all'interno della relazione illustrativa, ultimo paragrafo del commento dell'art. 5: “sia che i dipendenti esercitino le opzioni ad essi assegnate, sia che, in virtù del venir meno delle ragioni di convenienza alla sottoscrizione, le opzioni non risultino esercitate, l'apporto iniziale non perde la sua qualificazione patrimoniale”. Non emerge quindi alcun componente positivo di reddito da assoggettare a tassazione (Doglio, Palumbo, 2011). La figura 20 evidenzia la scelta effettuata dal D.M. 8 giugno 2011 tra le diverse tesi summenzionate:

⁶² La circolare era molto attesa data la necessità di chiarimenti in materia, ma si è rivelata un'occasione mancata dato che ricalca pressoché integralmente il D.M. n. 48/2009 (Trettel, 2011a).

⁶³ Il D.M. 8 giugno 2011 ha l'obiettivo di: “disciplinare le regole di determinazione della base imponibile IRES ed IRAP delle imprese che redigono il bilancio secondo i Principi contabili internazionali, i cui effetti si manifestano già in sede di predisposizione della dichiarazione dei redditi relativa al periodo d'imposta in corso al 31 dicembre 2010” (Cerato, Bana, 2011, p. 27).

Figura 20: La scelta del D.M. 8 giugno 2011 (evidenziata in giallo)

| Posizioni della dottrina circa la deducibilità del costo | Argomentazioni | Conseguenze fiscali nel caso di mancato esercizio delle opzioni |
|---|---|--|
| La deducibilità del costo avviene in base alla sua imputazione a conto economico. | L'IFRS 2 considera il costo come spesa del personale e tale qualificazione opera anche ai fini fiscali. | Il mancato esercizio dell'opzione non implica alcuna conseguenza fiscale in capo alla società emittente in considerazione del fatto che gli IAS non prevedono in tale ipotesi alcuno storno dell'apporto effettuato. |
| | L'IFRS 2 parifica l'operazione ad un normale conferimento e, come in qualsiasi altra operazione di conferimento di beni, il valore normale dei beni conferiti assume rilevanza fiscale secondo le tempistiche connesse alla partecipazione del bene alla produzione del reddito. Inoltre tale conferimento non è dissimile dall'apporto d'opera e di servizi effettuato in favore di una S.r.l. | Il mancato esercizio viene inquadrato nella fattispecie prevista dall'art. 88 del TUIR, la quale riconosce una sopravvenienza attiva tassabile in via extracontabile. |
| La deducibilità è rinviata al momento dell'esercizio dell'opzione. | Non si tratta di un costo effettivo connesso ad una diminuzione del patrimonio netto, pertanto non segnala una riduzione della capacità contributiva. Solo al momento dell'esercizio il costo diviene effettivo. | |
| | Un costo è deducibile solo se presenti i requisiti di inerenza, competenza ed effettività. | |
| | Il costo viene contabilizzato sulla base del fair value delle opzioni assegnate, ma il principio di derivazione rafforzata dell'art. 83 TUIR riguarda solo l'imputazione temporale, la qualificazione e la classificazione IAS, escludendo perciò l'estensione ai criteri di valutazione al fair value. | |

Il D.M. 8 giugno 2011 chiarisce dunque che l'imputazione del fair value dell'opzione lungo il periodo di maturazione rileva anche ai fini fiscali. Comunque può sorgere il dubbio se tale applicazione si estende alle stock option assegnate agli amministratori. Infatti in materia di compensi attribuiti agli amministratori, si applica l'art. 95 comma 5 del TUIR ossia il principio di cassa. Tale principio prevede che per i compensi assegnati agli amministratori, la deducibilità avviene nell'anno di pagamento, ossia nello stesso periodo d'imposta in cui concorre a formare il reddito dell'amministratore. Il D.M. 8 giugno 2011 precisa che per le opzioni assegnate agli amministratori non trova applicazione il principio della rilevanza per cassa. Miele, Russo (2011) confermano che in effetti non sussiste alcun pagamento a favore dell'amministratore, si tratta solo di un guadagno futuro, tanto è vero che nel corso del piano nessun reddito viene dichiarato dall'amministratore. Eventualmente, vi sarà una tassazione

soltanto a seguito dell'esercizio dell'opzione, ma l'importo non avrà come riferimento il valore delle opzioni ricevute, bensì sarà calcolato in relazione al valore di mercato delle azioni (Miele, Russo, 2011).

3.2 Piani offerti dalla controllante in favore dei dipendenti del gruppo

Spesso accade che i piani di stock option siano destinati non solo ai dipendenti dell'emittente, ma anche delle società controllate. Chiaramente questo tipo di piano si riscontra quasi sempre nelle imprese multinazionali organizzate in forma di gruppi di società. Il primo nodo da sciogliere è capire se l'offerta di prodotti finanziari (le stock option) si qualifichi come offerta "fuori sede". In base all'art. 30, comma 1, lettera a), del TUF per fuori sede si intende quell'offerta promossa o collocata al pubblico "in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento". Se l'offerta è qualificata come fuori sede allora è necessario servirsi di un intermediario finanziario affinché piazzati i prodotti finanziari. Come confermano gli studi di Scassellati, Enriques (2005, p. 380) di norma è "impossibile per un emittente effettuare una sollecitazione senza uscire dalle mura della propria sede legale o delle proprie dipendenze... poiché è molto difficile convincere i destinatari dell'offerta a recarsi fisicamente presso la propria sede o le proprie dipendenze per ricevere informazioni sulla sollecitazione e/o per concludere il contratto di acquisto". Gli stessi autori riportano però che l'unica ipotesi di sollecitazione all'investimento senza avvalersi di un intermediario si ha proprio con le stock option in quanto i dipendenti assegnatari del piano si recano quotidianamente presso la sede o le dipendenze dell'emittente. Tuttavia nel caso in cui gli assegnatari dell'offerta siano i dipendenti di società controllate non è così scontato stabilire se si tratta di offerta presso le dipendenze dell'emittente oppure di offerta fuori sede. In altri termini, nel concetto di "dipendenze" dell'art. 30 del TUF si possono comprendere le sedi di società controllate dall'emittente? Questa domanda può apparire come una mera questione terminologica, ma in realtà le implicazioni sono assai rilevanti dato che l'osservanza delle norme in materia di offerta fuori sede comporta costi molto elevati per l'emittente⁶⁴. Ciò potrebbe portare all'esclusione dei dipendenti delle società controllate tra i beneficiari dei piani di stock option. La Consob, interrogata su tale quesito, con la Comunicazione n. DIN/4045379 del 10 maggio 2004 afferma che, sulla base della separatezza giuridico-patrimoniale di controllante e controllata, pur nell'ambito di gruppi integrati, la sede dell'emittente è ben distinta dalla sede della controllata. Le offerte effettuate presso la controllata devono pertanto considerarsi

⁶⁴ Costi sostenuti a favore degli investitori dato che potranno avvalersi della professionalità di un intermediario.

offerte fuori sede (Scassellati, Enriques, 2005). De Falco, Ughi e Nunziante (2010) affermano che: “non si comprende perché i dipendenti dell'emittente debbano godere di una tutela inferiore rispetto ai dipendenti della controllata e, vista sotto altro opposto profilo, perché il collocamento presso la controllante debba avere forme più agili che non quello presso la controllata”. Scassellati, Enriques (2005) criticano la posizione della Consob poiché questa disparità di trattamento deriva semplicemente da una mera articolazione dell'emittente in distinte personalità giuridiche che nulla ha a che vedere con la tutela dei destinatari di un'offerta fuori sede. Secondo De Falco, Ughi e Nunziante (2010) la soluzione del problema è individuabile nella nozione di dipendenza che rappresenta l'unico ostacolo all'inserimento delle società controllate tra i soggetti in cui non si considera realizzata un'offerta fuori sede.

Un altro aspetto importante, sempre inerente al profilo tributario delle stock option assegnate dalla controllante ai dipendenti della controllata, è chiarito dal D.M. 8 giugno 2011 art. 6 comma 2⁶⁵. Tale articolo prevede l'incremento del costo fiscale della partecipazione, sia ai fini IRES che IRAP, dei maggiori valori rilevati per effetto di un'operazione con pagamento basato su azioni, regolata con propri strumenti rappresentativi di capitale a favore di altra impresa del gruppo che acquisisce i servizi forniti dai propri dipendenti (Cerato, Bana, 2011). Il maggior valore della partecipazione è la logica conseguenza dell'apporto effettuato dalla società controllante in favore della controllata degli strumenti rappresentativi di capitale necessari a pagare i servizi ricevuti dal dipendente. La controllata, sempre in base all'IFRS 2, provvede a registrare il costo per la prestazione di lavoro e in contropartita l'aumento di patrimonio netto come conferimento di capitale della controllante. Secondo Miele, Russo (2011, p. 2191) in questo modo “si è inteso evitare l'insorgenza di un disallineamento tra valore di bilancio e costo fiscale della partecipazione nella controllata”. Tuttavia gli stessi autori denotano l'esistenza di un problema tuttora aperto concernente le stock option a lavoratori di società indirettamente partecipate in considerazione del fatto che, secondo la dottrina internazionale, le stock option sono rilevate dall'emittente incrementando il costo della partecipazione della controllata di primo livello, la quale però non è parte dell'operazione. Doglio, Palumbo (2011) evidenziano che manca anche un chiarimento specifico sul trattamento degli eventuali addebiti dei costi del piano fra la società controllante e la controllata.

⁶⁵ L'art. 6 comma 2 dispone che: “i maggiori valori delle partecipazioni iscritti ai sensi dell'IFRS 2 a seguito di un'operazione con pagamento basato su azioni, regolata con propri strumenti rappresentativi di capitale a favore di altra entità del gruppo che acquisisce i servizi forniti dai propri dipendenti, incrementano il costo della partecipazione sia ai fini IRES che IRAP”.

3.3 L'evoluzione della normativa verso la riduzione dei benefici fiscali in capo all'assegnatario

Finora è stato presentato il profilo tributario in capo all'impresa, evidenziando la connessione esistente tra principi contabili internazionali e normativa fiscale nazionale. Il presente e il successivo paragrafo illustreranno invece il trattamento fiscale previsto in capo al beneficiario ossia l'assegnatario delle stock option. Prima di trattare l'evoluzione normativa è opportuno fare alcune considerazioni circa il significato di "agevolazione fiscale" dal punto di vista del destinatario di un piano di stock option, al fine di comprendere quali sono le leve su cui il legislatore può agire per promuovere un uso delle stock option conforme agli obiettivi propri di questo strumento: fidelizzazione, incentivazione e attrazione dei talenti (evitare cioè finalità elusive). Gli studi di Carosi (2008) individuano nelle stock option un beneficio fiscale bidirezionale:

- in primo luogo, il reddito ottenuto dal beneficiario al momento dell'esercizio attraverso la rivendita del sottostante è in genere qualificato come reddito da capital gain. Dato che solitamente l'aliquota sul reddito personale è maggiore di quella relativa ai redditi da capitale, ne consegue che il reddito da stock option si concretizza in un minore debito d'imposta a carico dell'assegnatario;
- in secondo luogo, se si considera fiscalmente rilevante il momento in cui si realizza la manifestazione monetaria, si genera un differimento del debito d'imposta che ne abbassa il suo valore attuale a beneficio dell'assegnatario del piano.

Nel tempo la normativa fiscale è stata oggetto di numerose modifiche tendenzialmente rivolte a limitare i benefici fiscali. Le stock option sono state per la prima volta regolamentate a livello fiscale con il D.lgs. 2 settembre 1997 n. 314⁶⁶. Il regime fiscale introdotto con effetto dal 1 gennaio 1998, grazie all'art. 48 (corrispondente all'attuale art. 51 del TUIR) comma 2, lett. g), consentiva un trattamento fortemente agevolato, che rendeva le stock option un fringe benefit non imponibile (Federmanager, 2010). In realtà la normativa si riferiva ai compensi azionari, ma la dottrina estendeva la sua applicazione anche ad altre forme di pagamenti basati su azioni tra cui le stock option. L'agevolazione fiscale era applicata a tutti quei casi in cui le azioni venivano assegnate ai dipendenti⁶⁷ per un valore inferiore a quello di mercato (compresa l'assegnazione a titolo gratuito)⁶⁸. Anello (2006) evidenzia però un limite, ritenuto

⁶⁶ Prima di allora non era presente alcun regime agevolato dato che venivano assimilate ai fringe benefits e pertanto tassate in base al costo specifico sostenuto dal datore di lavoro (Anello, 2006).

⁶⁷ Precisamente le fattispecie richiamate sono quelle descritte dall'art. 2349 e 2441 cod. civ.

⁶⁸ Il D.lgs. 2 settembre 1997 n. 314 precisa: "anche se emesse da società che direttamente o indirettamente controllano l'impresa, ne sono controllate o sono controllate dalla stessa società che controlla l'impresa".

a suo parere ingiustificato: l'agevolazione era limitata alle sole azioni di nuova emissione e pertanto con esclusione di quelle in circolazione. La vera innovazione riguarda la metodologia di valutazione dei compensi in natura⁶⁹ che fino al 1997 avveniva in base al "costo specifico" (costo strettamente afferente alla cessione del bene o alla prestazione del servizio) mentre con l'introduzione del D.lgs. 2 settembre 1997 n. 314 è radicalmente mutata grazie all'adozione del "valore normale" (ossia di mercato) (Falsitta, 2000). La non imponibilità era per un importo pari alla differenza tra il valore normale e il prezzo corrisposto per la sottoscrizione delle azioni (nullo nel caso di assegnazione gratuita). Inoltre, nel caso di immediata cessione delle azioni, si escludeva un'eventuale tassazione a titolo di capital gain⁷⁰. Prendendo come riferimento la summenzionata definizione di beneficio fiscale di Carosi (2008), considerando la misura della non imponibilità, si può asserire che l'agevolazione fiscale introdotta dal D.lgs. 2 settembre 1997 n. 314 era massima⁷¹. L'ex art. 48 del TUIR è stato in seguito modificato dal D.lgs. 23 dicembre 1999 n. 505 (con l'entrata in vigore dal 1 gennaio 2000) che ha introdotto al comma 2 la lettera g-bis) dedicata all'offerta di opzioni. Come riportato dal rapporto Federmanager (2010) lo scopo del D.lgs. 23 dicembre 1999 n. 505 era differenziare la disciplina fiscale dell'azionariato popolare (stock grant) da quella riservata ai piani di azionariato individuali, realizzati mediante attribuzione di stock options. A riguardo Bugini (2008), prima di entrare nel dettaglio della norma, fa un'importante distinzione in merito alla quantificazione del compenso nel caso di assegnazione gratuita di azioni rispetto ai piani aziendali di stock option. Sebbene entrambi siano considerati a tutti gli effetti dei compensi in natura, nel caso di assegnazione di azioni, il fringe benefit è costituito dal valore delle azioni in base al criterio del valore normale, mentre nel caso dei piani di stock option, il fringe benefit è pari alla differenza tra il valore delle azioni al momento in cui l'opzione viene esercitata e il corrispettivo pagato dal dipendente per poter esercitare l'opzione (il prezzo di esercizio). Infatti la fattispecie prevista alla lettera g-bis) disciplinava che: "non concorrono a formare il reddito da lavoro dipendente la differenza tra il valore delle azioni al momento dell'assegnazione e l'ammontare corrisposto dal dipendente...". Come precisano gli studi di Marchese, Nastri (2002), l'ambito di applicazione della norma è disciplinato al comma 2-bis dell'ex art. 48 del TUIR il quale prevede delle ipotesi in relazione ai seguenti aspetti:

- il soggetto emittente le azioni: la società datrice di lavoro, la controllante o la società da essa controllate;

⁶⁹ Ossia i beni ceduti o i servizi prestati al dipendente, denominati fringe benefits.

⁷⁰ Chiaramente se la cessione avveniva in un periodo successivo e il valore dell'azione era nel frattempo aumentato allora si calcolava come base imponibile, tassabile con il regime agevolato del reddito da capital gain, la differenza tra il prezzo di cessione e il valore dell'azione al momento in cui l'opzione è stata esercitata.

⁷¹ L'unica condizione è che l'agevolazione fiscale riguarda solo le azioni di nuova emissione.

- i soggetti destinatari delle azioni: lavoratori dipendenti al momento dell'offerta;
- la tipologia di azioni del piano: rientrano oltre alle azioni di nuova emissione anche quelle già in circolazione;
- l'oggetto dell'agevolazione: il valore del fringe benefit come definito da Bugini (2008).

Ne deriva che la lettera g-bis) oltre a colmare un vuoto normativo relativo al trattamento fiscale dell'assegnazione di diritti di opzione a determinate categorie di dipendenti, elimina quella condizione irrazionale presente nel precedente decreto legislativo del 1997 che non estendeva l'agevolazione fiscale ai compensi basati su diritti di opzioni su azioni già in circolazione (Anello, 2006). Inoltre il D.lgs. 2 settembre 1997 n. 314 non prevedendo altre condizioni cui subordinare il beneficio fiscale, poteva dar luogo a comportamenti elusivi. Per questo motivo il legislatore, sempre alla lettera g-bis) dell'ex art. 48 del TUIR ha disposto ulteriori condizioni⁷² necessarie per applicare il regime agevolato:

1. Prezzo di esercizio almeno pari al valore delle azioni al momento dell'offerta.

Il beneficio fiscale viene perduto qualora il prezzo di esercizio risulti inferiore al valore delle azioni alla data di assegnazione delle stock option. Come confermano gli studi di Marchesi, Nastri (2002), nel momento in cui non si verifica tale condizione (ossia le opzioni sono state emesse "in the money"), la differenza tra il prezzo di esercizio e il valore delle azioni al momento dell'offerta costituisce reddito di lavoro dipendente imponibile.

2. Percentuale totale delle azioni detenute dal dipendente inferiore al 10% della società emittente.

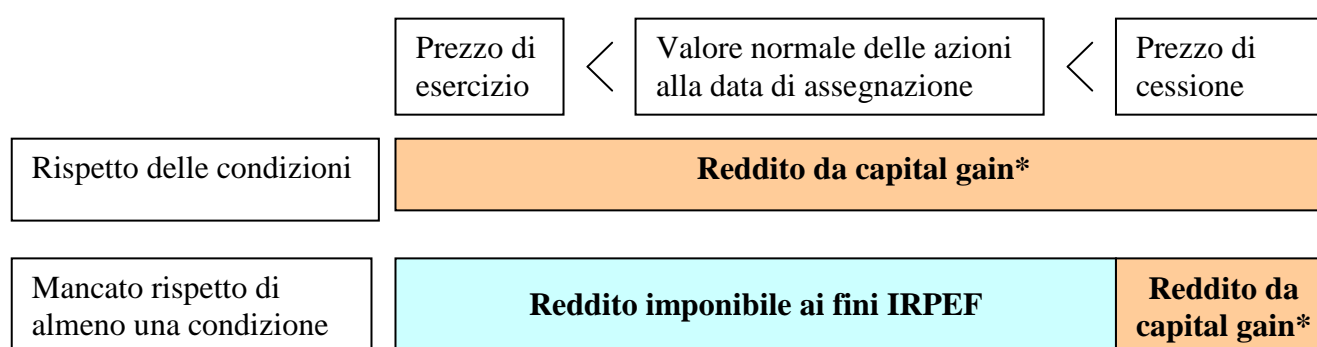
In altri termini, l'insieme di tutti i titoli e partecipazioni in possesso del dipendente non può essere tale da rappresentare una percentuale di diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria superiore al 10% (Spinoso, 2005).

Marchesi, Nastri (2002, p. 292) sostengono che la ratio della norma è: "evitare che il piano di stock option sia utilizzato non per perseguire obiettivi di incentivazione dei dipendenti, bensì per corrispondere compensi in natura detassati attraverso l'offerta di titoli a un prezzo inferiore al valore normale (compensi tra l'altro facilmente monetizzabili dal dipendente)". Il

⁷² "...[la non imponibilità ha luogo] a condizione che l'ammontare corrisposto dal dipendente sia almeno pari al valore delle azioni stesse alla data dell'offerta; se le partecipazioni, i titoli o i diritti posseduti dal dipendente rappresentano una percentuale di diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria o di partecipazione al capitale o al patrimonio superiore al 10 per cento, la predetta differenza concorre in ogni caso interamente a formare il reddito".

secondo limite è invece volto ad evitare che alcuni gruppi di controllo rafforzino il loro potere a scapito di altri attraverso l'acquisizione delle azioni assegnate ai dipendenti oppure coinvolgendo direttamente i dipendenti beneficiari all'interno di patti parasociali (Melis, Carta e Gaia, 2010). Se il rispetto delle condizioni sopra indicate non genera alcun reddito imponibile ai fini IRPEF, l'eventuale successiva cessione del titolo implica una imposizione sostitutiva sulla eventuale plusvalenza realizzata (Meo, 2000). Interessante è che nel caso di cessione delle azioni, a prescindere dal rispetto delle due condizioni, si ha sempre un reddito da capital gain da tassare, tuttavia il valore della plusvalenza cambia in funzione della fruizione da parte del beneficiario dell'agevolazione. Infatti se il beneficiario non ha usufruito dell'agevolazione (ossia non ha rispettato anche solo una delle due condizioni) l'importo della plusvalenza da tassare al 12,5% (tassazione agevolata) deve considerare quanto già assoggettato a tassazione ai fini IRPEF (la differenza tra il valore normale dell'azione alla data di assegnazione e il prezzo di esercizio). Pertanto l'importo della plusvalenza sarà pari alla differenza tra il prezzo di cessione e il valore dell'azione alla data di assegnazione⁷³. La figura 21 illustra in modo chiaro quanto detto.

Figura 21: Calcolo del reddito da capital gain (* = tassazione solo in caso di cessione del titolo)



Quando vigeva il D.lgs. 2 settembre 1997 n. 314 il reddito da capital gain era presumibilmente inferiore poiché calcolato sulla differenza tra il prezzo di cessione e il valore del titolo alla data di esercizio dell'opzione (la differenza tra il valore normale dell'azione alla data di esercizio e il prezzo di esercizio era completamente non imponibile). Si ricorda che sebbene il D.lgs. 23 dicembre 1999 n. 505 ha ridotto le agevolazioni fiscali per i beneficiari del piano, l'osservanza delle condizioni ivi indicate determina comunque un regime di tassazione agevolato in quanto l'aliquota applicata (12,5%) è inferiore a quella prevista ai fini IRPEF.

⁷³ Per ulteriori approfondimenti si veda l'ex art. 82 del TUIR (oggi art. 68, comma 6).

Figura 22: Normative a confronto: estensione del regime di tassazione agevolato

| | | |
|---|--|---------------------------------|
| | <div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;">Prezzo di esercizio</div> <div style="font-size: 2em;"><</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;">Valore normale delle azioni alla data di assegnazione</div> <div style="font-size: 2em;"><</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;">Prezzo di cessione</div> </div> | |
| D.lgs. 2 settembre 1997 n. 314 | Completa esenzione | Reddito da capital gain* |
| D.lgs. 23 dicembre 1999 n. 505 e rispetto delle condizioni indicate | Reddito da capital gain* | |

La disciplina introdotta dal D.lgs. 23 dicembre 1999 n. 505 è rimasta in vigore fino al 2006. A seguito della manovra Bersani-Visco fu emanato il D.lgs. 4 luglio 2006 n. 223 che nella sua formulazione originale abrogava la lettera g-bis) dell'art. 51 (ex. art. 48), comma 2 del TUIR e di conseguenza eliminava completamente il trattamento di favore riservato alle stock option (Bugini, 2008). Tuttavia, la legge di conversione del 4 agosto 2006 n. 248⁷⁴ ha reintrodotta tale disposizione, subordinando la sua applicazione ad ulteriori due condizioni:

3. le azioni offerte non potevano essere cedute prima che fosse trascorso un periodo della durata di 5 anni dalla data di assegnazione (corrisponde al momento in cui l'opzione è stata esercitata) (Carosi, 2008). Qualora le azioni fossero cedute in violazione di questa condizione, l'importo che non era stato assoggettato a tassazione, concorreva a formare reddito nel periodo d'imposta in cui era avvenuta la cessione;
4. il valore delle azioni assegnate non doveva essere superiore alla retribuzione lorda annua del beneficiario relativa al periodo di imposta precedente (il cosiddetto "parametro retributivo").

Il mancato soddisfacimento di anche una sola delle condizioni comportava l'imponibilità dell'importo pari alla differenza tra il valore normale delle azioni alla data di assegnazione e il prezzo di esercizio con l'aliquota prevista ai fini IRPEF⁷⁵. Il rispetto delle condizioni summenzionate escludeva tale differenza dal calcolo dell'imponibile ai fini IRPEF. Soltanto

⁷⁴ Il nuovo regime si applica a decorrere dal 5 luglio 2006 anche se il piano è stato deliberato in data anteriore.

⁷⁵ Esattamente come avveniva nel caso del mancato rispetto di una delle due condizioni previste dal D.lgs. 23 dicembre 1999 n. 505.

in caso di successiva cessione delle azioni si applicava la tassazione del reddito da capital gain pari alla differenza tra il prezzo di cessione e il prezzo di esercizio. La ratio di queste ulteriori condizioni, secondo Melis, Carta e Gaia (2010, p. 239) è da ricercare nell'intenzione del legislatore "di evitare che un'elevata frazione della retribuzione percepita fosse sottratta all'imposizione fiscale...[mentre] l'inserimento di un lock-up quinquennale è...coerente con il raggiungimento di obiettivi di lungo periodo, quali l'allineamento degli interessi del beneficiario con quelli degli azionisti, la fidelizzazione e l'identificazione con la società".

Il quadro normativo appena descritto dopo soli 2 mesi è stato oggetto di un'ulteriore modifica apportata dal d.l. 3 ottobre 2006 n. 262 convertito nella legge del 24 novembre 2006 n. 286. Le ultime due condizioni, necessarie ad ottenere l'agevolazione fiscale, introdotte dalla legge del 4 agosto 2006 n. 248 sono sostituite dalle seguenti tre condizioni (Furlan, Bona, 2008):

3. l'opzione diviene esercitabile non prima che sia trascorso un vesting period triennale. La circolare 1/E del 2007 prevede che i piani deliberati precedentemente con un vesting period inferiore ai 3 anni (oppure addirittura assente) possano essere adeguati al fine di usufruire dell'agevolazione fiscale. Gli studi di Falconi, Marianetti (2007) riportano che questa condizione non è poi così stringente dato che rispecchia quanto già previsto in molti piani di stock option implementati dalle imprese⁷⁶;
4. la società, le cui azioni sono il sottostante dell'opzione, deve essere quotata in mercati regolamentati nel momento in cui l'opzione è esercitabile. Si precisa che la quotazione afferisce i titoli, e non la società. La condizione è dunque rispettata nel caso in cui la società che delibera il piano sia non quotata, ma assegni azioni emesse da una società del gruppo quotata (Falconi, Marianetti, 2007);
5. il dipendente deve mantenere per almeno i cinque anni successivi all'esercizio dell'opzione, un investimento in titoli oggetto di opzione non inferiori alla differenza tra il valore delle azioni al momento dell'assegnazione e il prezzo di esercizio. Un dubbio interpretativo potrebbe sorgere per quanto concerne la metodologia di valorizzazione dei titoli. Non è chiaro se il dipendente in base all'andamento del corso azionario debba o meno variare il suo pacchetto azionario. In altri termini, la valorizzazione deve avvenire in modo dinamico o statico? Gli studi di Falconi, Marianetti (2007, p. 864) riportano la circolare dell'amministrazione finanziaria n. 1/E del 2007 che prevede: "il numero di azioni deve essere mantenuto

⁷⁶ Il periodo di vesting adempie alle finalità connaturate in un piano di stock option: fidelizzazione e incentivazione.

indipendentemente dalla circostanza che il valore delle azioni subisca modificazioni nel corso del periodo”. La valorizzazione avviene dunque in modo statico evitando in questo modo complicati meccanismi di calcolo.

Con riguardo a quest’ultima condizione, Furlan, Bona (2008) sollevano delle perplessità in relazione alla prassi operativa. Nel conteggio delle azioni che il dipendente deve detenere subentrano degli effetti distorsivi prodotti da alcuni elementi come le commissioni di intermediazione spettanti al broker finanziario. Inoltre la prassi operativa impone al dipendente di scegliere tra due modalità nel momento della richiesta di esercizio delle opzioni: modalità cashless oppure quella denominata sell to cover. L’opzione cashless consiste nella vendita totale delle azioni; il dipendente riceverà dunque il differenziale tra il prezzo di cessione e il prezzo di esercizio, al netto di commissioni e oneri applicabili. L’opzione sell to cover consiste “nell’esercizio delle opzioni e nella contestuale vendita parziale delle azioni ricevute, fino a copertura dei costi derivanti dall’esercizio delle opzioni” (Furlan, Bona, 2008, p. 1937). In questo modo, il beneficiario venderà un numero di azioni sufficienti a coprire i costi di esercizio delle opzioni. Ne deriva che il dipendente non può autonomamente scegliere il numero di azioni da detenere e di conseguenza la condizione n°5 può non essere soddisfatta. La risoluzione n. 133/E del 2008 prevede, come soluzione del problema appena descritto, la possibilità per il dipendente di effettuare un versamento integrativo tale da incrementare il costo complessivo delle azioni acquistate tramite l’esercizio delle opzioni. Il versamento volontario sarà pari al controvalore delle azioni detenute in meno rispetto a quanto previsto dalla condizione (Furlan, Bona, 2008).

In modo analogo a quanto previsto dalla legge del 4 agosto 2006 n. 248, il mancato rispetto di una delle condizioni, determina l’assoggettamento a tassazione ordinaria IRPEF della differenza tra il valore normale delle azioni alla data di assegnazione e il prezzo di esercizio. Furlan, Bona (2007) evidenziano che nel 2006, a seguito dell’introduzione di queste ulteriori condizioni nonché delle problematiche operative da esse generate, lo strumento delle stock option ha perso “appeal fiscale”. Carosi (2008) conferma tale tesi riportando che nel 2006 il numero di percettori di questi piani in Italia è sceso dal 45% del 2005 al 30% del 2006 tra le aziende del MIB40⁷⁷.

⁷⁷ La statistica riguarda 38 amministratori delegati e cinque direttori generali. I dati sono forniti da Hay Group e sono basati su informazioni di bilancio.

3.4 L'abolizione dei benefici fiscali per le stock option assegnate ai dipendenti

Il regime fiscale agevolato appena descritto viene abolito con l'art. 82, comma 23, del d.l. del 25 giugno 2008 n. 112 (Manovra d'estate), convertito nella legge del 6 agosto 2008 n. 133. Gli studi di Magnante (2008) riportano che tale intervento legislativo si sostanzia nell'abrogazione della lettera g-bis) contenuta nel comma 2 dell'art. 51 del TUIR. Di conseguenza, la differenza tra il valore delle azioni al momento dell'esercizio del diritto di opzione e lo strike price concorre a formare il reddito imponibile da lavoro dipendente. Un risvolto operativo particolarmente interessante, illustrato da Garufi (2008), riguarda la determinazione di questa categoria di reddito. Il valore assoggettato a tassazione si configura come un reddito in natura e la cifra corrisposta deve essere assoggettata a ritenuta d'acconto, in base all'art. 23 del D.P.R. 29 settembre 1973 n. 600. Pertanto, il datore di lavoro, in qualità di sostituto d'imposta, è obbligato ad effettuare la ritenuta su un importo pari alla somma del summenzionato compenso in natura e la retribuzione del periodo di paga. Magnante (2008, p. 1032) precisa che nel caso in cui "l'importo della retribuzione corrisposta in denaro in tale periodo di paga sia incapiente rispetto all'importo della ritenuta da operare, il dipendente sarà tenuto a versare al datore di lavoro l'ammontare della ritenuta per la quale la rivalsa non sia stata operata"⁷⁸. Un'altra novità riguarda il trattamento dell'eventuale plusvalenza, la quale è assoggettata ad una tassazione del 12,5%, ai sensi dell'art. 68, comma 6 del TUIR (Santacroce, Mastromatteo, 2008). L'importo della plusvalenza imponibile è determinato considerato quanto già tassato ai fini di reddito di lavoro dipendente ossia è pari alla differenza tra il prezzo di cessione e il valore normale delle azioni alla data di assegnazione. L'eventuale minusvalenza, determinata secondo i medesimi criteri applicabili per le plusvalenze, "è compensabile con plusvalenze della stessa natura nell'ambito del regime del risparmio amministrato ovvero della dichiarazione" (Santacroce, Mastromatteo, 2008, p. 32). L'abrogazione del regime fiscale agevolato opera dalla data di entrata in vigore del decreto, ne consegue che coloro che hanno esercitato l'opzione prima del 24 giugno 2008 sono escluse dalla normativa e possono usufruire dei benefici fiscali (sempre se sono rispettate le condizioni della normativa precedente). Le conclusioni di Garufi (2008) sono che: "la modifica introdotta dal legislatore della Manovra d'estate riduce enormemente l'appello fiscale dei piani di stock option...l'assegnazione di tali strumenti è ora parificata ad un qualsiasi altro reddito di lavoro dipendente, soggetto all'aliquota marginale propria del contribuente". Lo

⁷⁸ Ai sensi dell'art. 23, primo comma, ultimo periodo, del D.P.R. 600 del 1973.

stesso autore non può fare a meno di notare la grande confusione generata tra gli operatori, a causa del brevissimo arco temporale in cui si sono succeduti i diversi regimi fiscali, specie in mancanza di una disciplina transitoria per i piani deliberati prima delle riforme.

A seguito della totale abrogazione del regime agevolato, il legislatore ha deciso di intervenire con una nuova riforma in materia di stock option attraverso l'art. 33, d.l. 31 maggio 2010 n. 78. Come riassume Trettel (2010, p. 29), la norma impone “un'addizionale IRPEF sulle remunerazioni concesse sottoforma di bonus e/o di stock option al verificarsi di talune condizioni”. Gli studi di Trettel (2010) riportano il contesto storico internazionale che potrebbe aver influenzato la decisione del legislatore di andare oltre la totale negazione di ogni beneficio fiscale prevedendo addirittura un'addizionale IRPEF. A seguito della crisi finanziaria, il G20 riunitosi a Pittsburgh nel settembre 2009 decise di tracciare delle linee guida affinché non si ripetessero gli eventi che diedero origine alla “bolla immobiliare”. Le linee guida si concretizzarono nella volontà di ridimensionare la remunerazione di coloro che vennero individuati come i responsabili della crisi finanziaria⁷⁹. Secondo Trettel (2010) il nostro legislatore ha preferito adottare un approccio più pragmatico, prevedendo che le retribuzioni dei manager non devono essere ridimensionate, ma semplicemente devono contribuire in misura maggiore alle finanze pubbliche. Quindi l'intenzione del legislatore non è riconducibile ai potenziali effetti economici distortivi che possono derivare da forme di remunerazione come bonus e stock option. Il prelievo addizionale è del 10%⁸⁰ ed è applicabile quando ricorrono i seguenti presupposti (Trettel, 2010, p. 29):

1. le remunerazioni sono sottoforma di bonus e stock option;
2. eccedenti il triplo della parte fissa della retribuzione;
3. riconosciute a titolari di rapporti di lavoro dipendente, purché con ruolo dirigenziale, o di collaborazione coordinata e continuativa operanti nel settore finanziario.

Trettel (2011b), alla luce delle indicazioni fornite dall'Agenzia delle entrate con la circolare n. 4/E del 2011, affronta alcuni punti controversi derivanti a suo dire dalla laconicità dell'art. 33, d.l. 31 maggio 2010 n. 78:

- la definizione di parte fissa e variabile della retribuzione non è così chiara, ma è certo che quando la parte variabile superi il triplo di quella fissa allora il prelievo colpisce solo l'eccedenza. In tal senso si determina una “franchigia” oltre la quale viene meno il giusto equilibrio tra le due componenti della

⁷⁹ Si deliberò di: “limitare i bonus a una certa percentuale dei profitti totali netti, quando non si sia in armonia con il mantenimento di una solida base di capitale” (Trettel, 2010, p. 29).

⁸⁰ La cui quantificazione, trattenuta e versamento costituiscono adempimenti a carico del datore di lavoro/sostituto d'imposta.

retribuzione. A seguito della recente legge del 15 luglio 2011 n. 111, l'eccedenza viene ora calcolata semplicemente come differenza tra la quota fissa e quella variabile, abbandonando il criterio del triplo della parte fissa (Pozzoli, 2011);

- l'addizionale non concorre all'importo sul quale possono essere fatte valere le eventuali detrazioni d'imposta;
- il maggior prelievo trova applicazione sui compensi corrisposti dall'entrata in vigore del decreto anche se maturati in anni precedenti;
- l'art. 33, d.l. 31 maggio 2010 n. 78 non definisce il concetto di "settore finanziario". La circolare precisa che tale settore comprende: "le banche, le società di gestione (SGR), le società di intermediazione mobiliare (SIM), gli intermediari finanziari, gli istituti che svolgono attività di emissione di moneta elettronica, le società esercenti le attività finanziarie indicate nell'art. 59, comma 1, lettera b), del TUB, le holding che assumono e/o gestiscono partecipazioni in società finanziarie, creditizie o industriali. È proprio quest'ultima parte che secondo Trettel (2011b) desta preoccupazioni. Egli pensa si tratti del frutto di una svista dato che comprendere anche le holding industriali nella definizione di settore finanziario pare una forzatura. Trettel (2011b) sostiene che non vi sarebbero ragioni per comprendere dei soggetti economici come le holding industriali in quanto prive di ogni potere di destabilizzazione (la loro attività si rivolge unicamente alle società del gruppo).

La seguente tabella illustra l'evoluzione della normativa fiscale in materia di stock option.

Figura 23: Regimi fiscali a confronto: dalla completa esenzione all'introduzione dell'addizionale IRPEF

| Normativa di riferimento | Trattamento fiscale | | Condizioni |
|--------------------------------|----------------------------------|---|--|
| | Reddito imponibile ai fini IRPEF | Reddito da capital gain | |
| D.lgs. 2 settembre 1997 n. 314 | Nessun reddito imponibile | Differenza tra il prezzo di cessione e il valore delle azioni alla data di assegnazione | L'agevolazione è limitata alle sole azioni di nuova emissione |
| D.lgs. 23 dicembre 1999 n. 505 | Nessun reddito imponibile | Differenza tra il prezzo di cessione e il prezzo di esercizio | Prezzo di esercizio almeno pari al valore delle azioni al momento dell'offerta |
| | | | Percentuale totale delle azioni detenute dal dipendente inferiore al 10% della società emittente |

| | | | |
|--------------------------------|---|---|--|
| Legge del 4 agosto 2006 n. 248 | Nessun reddito imponibile | Differenza tra il prezzo di cessione e il prezzo di esercizio | Prezzo di esercizio almeno pari al valore delle azioni al momento dell'offerta |
| | | | Percentuale totale delle azioni detenute dal dipendente inferiore al 10% della società emittente |
| | | | Le azioni offerte non potevano essere cedute prima che sia trascorso un periodo della durata di 5 anni dalla data di assegnazione |
| | | | Il valore delle azioni assegnate non deve essere superiore alla retribuzione lorda annua del beneficiario relativa al periodo di imposta precedente |
| D.l. 3 ottobre 2006 n. 262 | Nessun reddito imponibile | Differenza tra il prezzo di cessione e il prezzo di esercizio | Prezzo di esercizio almeno pari al valore delle azioni al momento dell'offerta |
| | | | Percentuale totale delle azioni detenute dal dipendente inferiore al 10% della società emittente |
| | | | L'opzione diviene esercitabile non prima che sia trascorso un vesting period triennale |
| | | | La società, le cui azioni sono il sottostante dell'opzione, deve essere quotata in mercati regolamentati |
| | | | Il dipendente deve mantenere per almeno i cinque anni successivi all'esercizio dell'opzione, un investimento in titoli oggetto di opzione non inferiori alla differenza tra il valore delle azioni al momento dell'assegnazione e il prezzo di esercizio |
| D.l. 25 giugno 2008 n. 112 | Differenza tra il valore delle azioni al momento dell'assegnazione ed il prezzo di esercizio | Differenza tra il prezzo di cessione e il valore delle azioni alla data di assegnazione | Non esistono condizioni che subordinano il beneficio fiscale |
| D.l. 31 maggio 2010 n. 78 | Differenza tra il valore delle azioni al momento dell'assegnazione ed il prezzo di esercizio + eventuale addizionale IRPEF del 10% | Differenza tra il prezzo di cessione e il valore delle azioni alla data di assegnazione | Sono presenti delle condizioni che determinano un prelievo addizionale IRPEF: le remunerazioni sottoforma di bonus e stock option, eccedenti il triplo della parte fissa della retribuzione riconosciute a titolari di rapporti di lavoro dipendente, purché con ruolo dirigenziale, o di collaborazione coordinata e continuativa operanti nel settore finanziario. |

Un ultimo aspetto, strettamente connesso all'evoluzione della normativa finora presentata, attiene al tema dell'esenzione contributiva. Falconi, Marianetti (2010) citano la circolare Inps n. 123 del 2009, la quale, in accordo con la legge del 6 agosto n. 133, ha previsto che l'eventuale reddito di lavoro dipendente che può emergere come conseguenza dell'assegnazione di un piano di stock option sia esentato da contribuzione (e non sono previste condizioni che subordinano tale beneficio). Gli studi di Sergiacomo (2010) confermano che, nonostante l'assenza di una definizione legale di stock option, si applica un

regime di esenzione contributiva⁸¹. Si tratta di una deroga al principio dell'armonizzazione delle basi imponibili.

Inoltre il comunicato Inps del 12 ottobre 2010 n. 25602, proprio in virtù della mancanza di una definizione di stock option, estende tale esenzione contributiva anche ai piani di assegnazione di azioni (anche a titolo gratuito)⁸².

⁸¹ Il venir meno del beneficio fiscale non ha determinato la scomparsa del beneficio previdenziale: la differenza tra il valore di mercato delle azioni al momento dell'esercizio del diritto di opzione e il prezzo pagato dal dipendente è escluso dalla base imponibile contributiva. A riguardo si veda la lettera g-bis) al comma 4 dell'art. 27 del dpr n. 797/1955 che annovera tra le tassative fattispecie di esclusione dalla base imponibile ai fini contributivi i redditi da lavoro dipendente derivanti dall'esercizio di piani di stock option.

⁸² In quest'ultimo caso devono essere osservate alcune condizioni: il piano azionario non deve essere generalizzato a tutti i dipendenti, deve decorrere un periodo minimo per maturare il diritto di ricevere azioni e non è applicabile qualora il piano di incentivazione preveda la corresponsione in denaro del valore dell'azione (per ulteriori approfondimenti si veda Sergiacomo, 2010).

CAPITOLO 4

IMPATTO DELLA NORMATIVA FISCALE SUL DESIGN DELLE STOCK OPTION: EVIDENZE EMPIRICHE

4.1 Teorie a confronto

Il dibattito attorno alle stock option ha portato alla creazione di un modello di analisi che associa ciascun contributo della letteratura finora presentato ad una spiegazione razionale circa gli aspetti che influenzano la configurazione di un piano di stock option. Il modello in questione, offerto da Zattoni, Minichilli (2009), adotta tre differenti punti di vista:

- 1) **Optimal contracting view**: la teoria della contrattazione ottimale⁸³ prevede che ogni elemento che compone la retribuzione del manager sia finalizzato esclusivamente a minimizzare i costi di agenzia. In altri termini, il Compensation Committee, incaricato alla configurazione del piano di stock option, dovrebbe avere come fine ultimo, l'allineamento degli interessi degli amministratori con quelli degli azionisti. Secondo Melis, Carta e Gaia (2010b) lo strumento delle stock option trova origine nell'ambito del rapporto principale-agente. Proprio con lo scopo di rispecchiare questo ordine cronologico anche all'interno della presente trattazione, il primo capitolo si è occupato di tematiche come la fidelizzazione, l'incentivazione e l'attrazione dei manager; obiettivi di certo meritevoli, ma che nella pratica sono ostacolati da comportamenti opportunistici che provocano una distorsione nell'efficacia dei piani di stock option. Lo stesso capitolo ha suggerito l'implementazione di una serie di accorgimenti utili per orientare i piani verso l'optimal contracting view: clausole di lock-up, miglioramento degli standard di governance, politica di repricing, etc... Nonostante queste soluzioni, Melis, Carta e Gaia (2010b) individuano una peculiarità del contesto italiano che rappresenta una sorta di meccanismo naturale di protezione contro il disallineamento ossia la presenza di un azionista di riferimento. Ne deriva che in Italia il problema di agenzia è drasticamente ridimensionato rispetto ad altre realtà come quella statunitense poiché l'azionista di riferimento è in grado di monitorare costantemente l'operato del manager. Come ipotizzano Zattoni, Minichilli (2009), se la finalità dei piani di stock option fosse limitata a questa prospettiva (escludendo quindi le seguenti due teorie), il loro utilizzo in Italia risulterebbe alquanto

⁸³ Per ulteriori approfondimenti si veda Jensen, Meckling (1976).

limitato⁸⁴. In accordo con tale previsione, Melis, Carta e Gaia (2010b) affermano che: “la diffusione delle stock option può essere legata a fattori esterni” riconducibili alle seguenti due prospettive.

2) **Rent extraction view** (o managerial power view): teoria elaborata da Bebchuk, Fried e Walker (2002) che collega il potere di influenza dei manager alla loro capacità di estrarre una sorta di “rendita” (un valore in eccesso rispetto a quanto avrebbero ricevuto sotto l’ipotesi di optimal contracting view) a scapito degli azionisti. In accordo con la prospettiva optimal contracting view, la causa è riconducibile ai problemi di agenzia, tuttavia in questo caso la remunerazione non rappresenta la soluzione a questi problemi bensì lo strumento che i manager utilizzano per estrarre valore a scapito degli azionisti. Delle stock option “generose” apparirebbero sotto questa prospettiva non come la medicina per tutti i problemi di agenzia, ma all’opposto come il sistema preferito dai manager per attuare l’estrazione del valore dalla società. Come sottolineano Bebchuk, Fried e Walker (2002) all’origine del potere che i manager esercitano per influenzare il Compensation Committee, ci sono problemi inerenti alla governance della società come ad esempio un rapporto di “affinità” con i componenti indipendenti⁸⁵. Gli studi di Zattoni, Minichilli (2009) riportano che in Italia l’azionista di riferimento può nominare se stesso oppure un suo parente come top manager della società, con la conseguenza di rendere concreto il pericolo di una possibile estrazione di valore a scapito degli azionisti di minoranza. Chiaramente nello schema 7 dell’allegato 3A, tra le ragioni che motivano il piano di stock option, non viene indicato l’intento del manager di estrarre una propria rendita personale dalla società. Molto probabilmente si farà riferimento ai soli effetti di fidelizzazione, incentivazione e attrazione. È comunque possibile dedurre facilmente se il design del piano di stock è coerente con quanto effettivamente dichiarato. Come sostengono Zattoni, Minichilli (2009), un assegnazione in the money, la mancata previsione di clausole di lock-up e l’assenza di target di performance sono elementi più che sufficienti per catalogare il piano di stock option in termini di rent extraction view.

⁸⁴ Dato che le stock option rappresenterebbero la soluzione di un problema che esula dal nostro contesto nazionale.

⁸⁵ “Even nominally independent directors are often connected to executives by bonds of interest, collegiality, or affinity” (Bebchuk, Fried e Walker (2002, p. 784).

3) Perceived-cost view: prospettiva avanzata da Hall, Murphy (2003) che attribuisce la popolarità dei piani di stock option ai benefici fiscali e al trattamento contabile agevolato che li caratterizzano⁸⁶. Con riferimento ai principi contabili internazionali e al regime fiscale italiano applicato ai piani di stock option (rispettivamente il secondo e il terzo capitolo della presente trattazione) si può affermare che fino a pochi anni fa era abbastanza conveniente privilegiare l'assegnazione di stock option rispetto ad altre forme retributive. Hall, Murphy (2003, p. 30) in presenza di un contesto molto simile a quello appena descritto⁸⁷ denotano che: “these factors make the perceived cost of an option much lower than the economic cost. The result of making decisions based on perceived rather than economic costs is that too many options will be granted to too many people, and options with favorable accounting treatment will be preferred to (perhaps better) incentive plans with less favorable accounting”. In Italia, sulla base della teoria perceived-cost view, l'attuale principio contabile IFRS 2 unitamente al regime fiscale introdotto dal D.l. 25 giugno 2008 n. 112 potrebbero aver ridimensionato l'uso delle stock option.

Lo scopo del presente capitolo è adottare la terza prospettiva per verificare empiricamente se le imprese italiane sono influenzate in maniera significativa dal regime fiscale vigente al momento in cui progettano il design delle stock option. Prima di entrare nel cuore dell'analisi inferenziale, è opportuno spiegare il motivo secondo il quale l'analisi non si estende alle altre due teorie: optimal contracting view e rent extraction view. Con riferimento alla prima teoria, si è già dimostrato che non può essere applicata alle società italiane quotate grazie alla presenza dell'azionista di riferimento che limita in modo “naturale” i problemi di agenzia. Per quanto riguarda la rent extraction view, esistono innanzitutto altri studi in merito, come quello effettuato da Zattoni, Minichilli (2009) su 238 società italiane quotate nell'arco temporale tra la fine del 1999 e il 2005. Questa ricerca non individua sufficienti elementi (ad eccezione della frequente assenza di clausole di lock-up) tali da supportare la conclusione che i piani di stock option in Italia siano progettati per permettere ai beneficiari di estrarre valore dalla società⁸⁸. Tuttavia, il principale motivo per cui si privilegia nella presente analisi la prospettiva perceived-cost view anziché la rent extraction view è da ricercare in un preciso istante temporale, successivo agli studi di Zattoni, Minichilli (2009), che ha segnato una netta

⁸⁶ “The popularity of stock options reflects in large part their favorable tax and accounting treatments” (Hall, Murphy, 2003, p. 7).

⁸⁷ Negli Stati Uniti il riferimento è ai principi contabili anteriori allo SFAS 123 revised e alla contestuale presenza di un regime fiscale agevolato (Section 162(m) of the Internal Revenue Code).

⁸⁸ Zattoni, Minichilli (2009) individuano comunque, anche in Italia, dei casi specifici in cui è palese un abuso dei piani di stock option.

linea di demarcazione tra le due prospettive: l'introduzione del D.l. 25 giugno 2008 n. 112. Come si è già discusso nel terzo capitolo, questo decreto ha portato all'abrogazione dei benefici fiscali (seppur condizionati) introdotti dal regime fiscale del D.l. 3 ottobre 2006 n. 262. Nello stesso capitolo si è evidenziato che ogni condizione che subordinava i benefici fiscali aveva una sua precisa ratio, solitamente rivolta ad evitare proprio una rent extraction da parte dei beneficiari. A titolo di esempio, una durata minima triennale del periodo di vesting è volta ad impedire l'immediata monetizzazione delle stock option da parte del beneficiario e nel contempo garantire la "raison d'être" del piano ossia l'incentivazione e la fidelizzazione. La presenza di condizioni che subordinano il beneficio fiscale ostacolano efficacemente la propensione del manager alla rent extraction⁸⁹. Dato che l'analisi empirica svolta da Zattoni, Minichilli (2009) è anteriore al D.l. 25 giugno 2008 n. 112, l'assenza di prove che supportino la rent extraction view potrebbe essere pertanto dovuta all'interferenza fiscale. Come si avrà modo di illustrare dettagliatamente in seguito, è possibile apprezzare l'analisi empirica presente nella trattazione perché considera il campione in un arco temporale a cavallo del D.l. 25 giugno 2008 n. 112 consentendo di arrivare a delle importanti conclusioni. Una possibile mancanza di conformità alle condizioni previste dal D.l. 3 ottobre 2006 n. 262 dei piani di stock option emessi successivamente all'abrogazione dei benefici fiscali, non solo confermerebbe la perceived-cost view (poiché proverebbe che l'assenza di benefici fiscali rende vano l'adeguamento del design dei piani alle condizioni della normativa fiscale precedente), ma permetterebbe, di conseguenza, di ricondurre tali piani alla sola rent extraction view (alla luce della summenzionata inapplicabilità dell'optimal contracting view). In altri termini la lettura dei risultati offerti dalla seguente analisi permetterà di formulare delle valide ipotesi anche in merito alla rent extraction view. Questo pregio dell'analisi non è presente in altri studi come quello di Melis, Carta e Gaia (2010) su 211 assegnazioni di stock option anteriori al D.l. 25 giugno 2008 n. 112 poiché si limita a valutare la conformità del design dei piani di stock option alle condizioni che subordinano i benefici fiscali (assumendo quindi un'ottica perceived-cost view) senza considerare però cosa accade quando tale benefici vengono meno: il Compensation Committee avrà interiorizzato la ratio della disciplina fiscale previgente? Oppure, il beneficiario, senza alcuna agevolazione fiscale che faccia da contrappeso alla possibilità di estrarre una rendita dalla società, eserciterà il suo potere di influenza sul Compensation Committee per i suoi fini personali? Per correttezza, è opportuno chiarire che l'analisi empirica proposta da Melis, Carta e Gaia (2010, p. 245) non risponde a

⁸⁹ Nella fattispecie, si realizza per il manager un trade off tra la scelta di beneficiare dell'agevolazione fiscale e la scelta di usare il proprio potere di influenza per estrarre valore dalla società.

questi importanti quesiti perché la scelta di limitare l'arco temporale prima dell'entrata in vigore del D.l. 25 giugno 2008 n. 112 è dovuta alla volontà degli autori di "isolare i possibili effetti che la crisi dei mercati finanziari, ed il conseguente clamore nell'opinione pubblica, potrebbe aver avuto sul design delle assegnazioni di stock option". In effetti le stock option, a seguito della crisi finanziaria, sono state viste come uno dei principali simboli dell'iniquità. Nel terzo capitolo, citando il contributo di Trettel (2010), si è detto che il legislatore ha previsto l'abolizione dei benefici fiscali non tanto per ridimensionare la remunerazione di questi presunti "responsabili" della crisi finanziari, bensì affinché tali retribuzioni contribuissero in misura superiore alle finanze pubbliche⁹⁰. Paradossalmente, l'eliminazione delle condizioni che subordinavano il beneficio fiscale, potrebbe persino aver aumentato la percezione di "iniquità" che caratterizza le stock option. Probabilmente l'iniquità viene percepita maggiormente dall'opinione pubblica in presenza di piani conformi alla rent extraction view. Per semplicità, si potrebbe definire un piano percepito come iniquo, un piano che estrae una parte del valore della società assegnandola a pochi beneficiari e sottraendola a tutti gli altri stakeholder (ossia un piano di stock option sotto la prospettiva rent extraction view). Ne deriva che un piano strutturato in base ai requisiti previsti dal D.l. 3 ottobre 2006 n. 262 non dovrebbe essere percepito dall'opinione pubblica come iniquo.

La presente analisi potrà fare luce sull'evoluzione del design delle stock option nel tempo e di conseguenza valutare se i piani pre-crisi (ossia anteriori al D.l. 25 giugno 2008 n. 112) abbiano un numero di elementi di iniquità superiore o inferiore rispetto ai piani emessi in tempi più recenti.

4.2 La costruzione del campione

Per valutare l'impatto della normativa fiscale sul design delle stock option sono state considerate le società non finanziarie quotate nella Borsa Valori di Milano comprese nell'indice FTSE MIB e FTSE Italia Mid Cap. Il primo indice, come riporta il sito di Borsa Italiana⁹¹, include le 40 società che rappresentano circa l'80% della capitalizzazione di mercato interna; mentre l'indice FTSE Italia Mid Cap è composto dalle prime 60 società in termini di capitalizzazione (ad eccezione di quelle già considerate nell'indice FTSE MIB). Escludendo le società finanziarie si ottiene il seguente campione di società:

⁹⁰ Si ricorda che con il D.l. 31 maggio 2010 n. 78, sotto determinate condizioni, è prevista un'addizionale Irpef del 10%.

⁹¹ Per ulteriori approfondimenti si veda: <http://www.borsaitaliana.it>.

| | |
|---------------------|-----------|
| FTSE MIB | 40 |
| FTSE Italia Mid Cap | 60 |
| Società finanziarie | (6) |
| Totale | 94 |

Chiaramente le stock option non sono uno strumento che appartiene esclusivamente alle politiche di remunerazione dei manager delle società considerate nel campione. L'analisi non considera, per esempio, le società non quotate e le piccole-medie imprese. La ragione della loro esclusione non deriva soltanto dalla scarsa trasparenza informativa, ma consiste nel fatto che nelle società non quotate o di piccola-media dimensione l'uso delle stock option è fortemente limitato⁹².

L'orizzonte temporale è stato suddiviso in tre periodi caratterizzati da tre diversi regimi fiscali. Durante il primo periodo, denominato "periodo A", vige il D.l. 3 ottobre 2006 n. 262. Si tratta del regime fiscale agevolato, ma subordinato a delle precise condizioni⁹³. Il "periodo B" rappresenta l'abrogazione dei benefici fiscali ossia l'entrata in vigore del D.l. 25 giugno 2008 n. 112. Infine il "periodo C" inizia con l'introduzione del regime fiscale sfavorevole (addizionale Irpef 10%) previsto dal D.l. 31 maggio 2010 n. 78 e si conclude a fine 2011.

| Periodo | Inizio | Fine | Giorni | Caratteristiche |
|---------|------------|------------|--------|---|
| A | 03/10/2006 | 25/06/2008 | 631 | Regime fiscale "agevolato" condizionato |
| B | 25/06/2008 | 31/05/2010 | 705 | Abrogazione dei benefici fiscali |
| C | 31/05/2010 | 31/12/2011 | 579 | Addizionale Irpef 10% |

I dati relative alle singole assegnazioni di stock option sono stati reperiti attraverso la consultazione dello schema 7 dell'allegato 3A e della relazione sulla remunerazione⁹⁴ che rappresentano le principali fonte informative. Qualora i dati reperiti non fossero stati completi si è proceduto all'analisi dei bilanci delle società e alla consultazione del sito web aziendale nella sezione "investor relations". L'unità statistica è rappresentata dalla singola assegnazione di stock option⁹⁵. Per ciascuna di esse si sono raccolte le seguenti informazioni:

⁹² Si vedano gli studi di Pendleton, et al. (2002, p.45): "in mainland European countries there is little or no information on the incidence of stock options in small firms since the overall incidence of stock options has been very low, and typically restricted to large, listed firms for top executive compensation".

⁹³ Si veda il terzo capitolo della presente trattazione.

⁹⁴ La Relazione sulla Remunerazione è stata introdotta il 14/03/2012 ai sensi dell'art. 123-ter del Testo Unico della Finanza, in conformità all'art. 84-quater del Regolamento Emittenti e all'art. 6 del Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana S.p.A. Per quanto riguarda il contenuto dello schema 7 dell'allegato 3A si veda il secondo capitolo della presente trattazione.

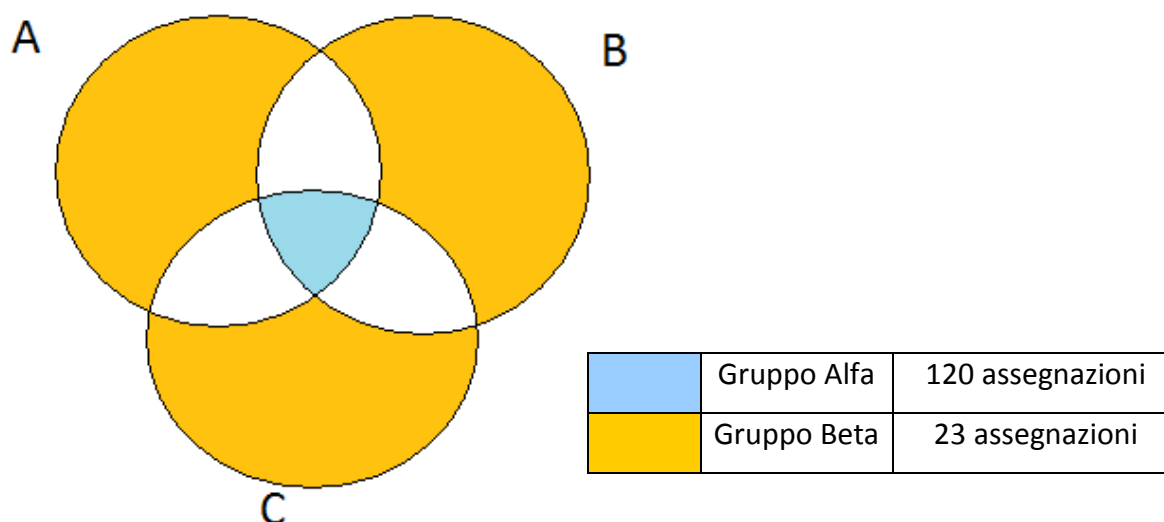
⁹⁵ I dati sono stati raccolti in un database realizzato all'interno di un foglio di lavoro Excel ed elaborati con l'ausilio del linguaggio Visual Basic for Application (VBA). Per ulteriori approfondimenti si veda l'appendice.

| Dati raccolti | Fonte informativa |
|---|---|
| Società assegnataria, indice azionario di riferimento e settore di competenza | Sito www.Borsaitaliana.it |
| Anno della quotazione alla Borsa Valori di Milano | Sito web aziendale |
| Data di deliberazione e di assegnazione del piano di stock option con l'indicazione del periodo fiscale di competenza | Schema 7 dell'allegato 3A e relazione sulla remunerazione |
| Durata del periodo di vesting e del periodo denominato "exercise window" (si conclude con la scadenza dell'opzione) | Schema 7 dell'allegato 3A e relazione sulla remunerazione |
| Prezzo di esercizio e tipologia di emissione (out of/at/in the money) | Bilancio della società e schema 7 dell'allegato 3A |
| Modello di stima del fair value | Nota integrativa del bilancio della società |
| Eventuale presenza di condizioni di maturazione legate a parametri di performance e condizioni di lock-up | Schema 7 dell'allegato 3A e relazione sulla remunerazione |

Potenzialmente ciascuna delle 94 società esaminate poteva emettere anche più assegnazioni di stock option (tra la singola società e le assegnazioni esiste dunque un rapporto 1 a n) in ciascuno dei periodi considerati. Ciò nonostante, esistono delle società che non hanno mai utilizzato lo strumento delle stock option in quanto la loro politica di remunerazione è orientata verso altre forme di remunerazione variabile come le stock grant, le phantom stock option piuttosto che altri piani LTI. Queste forme di incentivazione alternative alle stock option non sono oggetto della presente trattazione e pertanto sono state escluse dall'analisi empirica. Il campione finale è rappresentato da 186 assegnazioni emesse da 40 società; ciò significa che 54 società (il 57,45% del campione) non hanno mai emesso delle stock option nell'orizzonte temporale considerato. All'interno del campione è importante distinguere due sottoinsiemi la cui definizione è fondamentale per approfondire in modo analitico i risultati dell'analisi empirica. Il primo gruppo, denominato "gruppo Alfa" comprende le assegnazioni di stock option deliberate dalle società che usano questo strumento equity-settled in ogni periodo fiscale considerato. Il secondo gruppo, detto "gruppo Beta" include le assegnazioni che si possono definire come "occasional" in quanto deliberate da società che fanno un uso saltuario delle stock option, magari perché nel corso del tempo hanno mutato la loro politica di remunerazione. Per "occasionale" si intende un'insieme di assegnazioni riconducibili ad un solo periodo fiscale. Per esempio, la società Autogrill ha assegnato stock option solo nel periodo C e pertanto appartiene al gruppo Beta; ne deriva che Autogrill si è avvalsa di altre tipologie di remunerazione nei periodi A e B. L'obiettivo di questa suddivisione è valutare se le società appartenenti al gruppo Alfa adottano un design delle stock option

significativamente diverso rispetto alle società appartenenti al gruppo Beta. Per chiarire la distinzione tra assegnazioni appartenenti al gruppo Alfa e assegnazioni incluse nel gruppo Beta si presenta la seguente figura:

Figura 24: Gruppi di assegnazioni



La presente tabella elenca le società appartenenti a ciascun gruppo e il numero di assegnazioni corrispondenti.

Figura 25: Società e relative assegnazioni

| Società | A | B | C | Totale assegnazioni |
|------------------------------|-----------|-----------|-----------|---------------------|
| Campari | 5 | 3 | 3 | 11 |
| Diasorin | 3 | 7 | 6 | 16 |
| Lottomatica | 2 | 1 | 2 | 5 |
| Luxottica | 2 | 2 | 1 | 5 |
| Mediaset | 2 | 1 | 2 | 5 |
| Mediobanca | 4 | 3 | 2 | 9 |
| Mediolanum | 6 | 1 | 4 | 11 |
| Unicredit | 1 | 1 | 1 | 3 |
| Amplifon | 1 | 2 | 2 | 5 |
| Cir | 4 | 4 | 1 | 9 |
| Geox | 1 | 1 | 1 | 3 |
| Gruppo Editoriale l'Espresso | 1 | 7 | 1 | 9 |
| Italmobiliare | 2 | 2 | 1 | 5 |
| Mondadori Editore | 2 | 1 | 1 | 4 |
| Yoox | 5 | 9 | 6 | 20 |
| Totale gruppo Alfa | 41 | 45 | 34 | 120 |

| | | | | |
|---------------------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| Autogrill | 0 | 0 | 2 | 2 |
| Generali | 4 | 0 | 0 | 4 |
| Intesa Sanpaolo | 1 | 0 | 0 | 1 |
| Telecom | 1 | 0 | 0 | 1 |
| Cementir holding | 1 | 0 | 0 | 1 |
| Ei Towers | 2 | 0 | 0 | 2 |
| Erg | 1 | 0 | 0 | 1 |
| Italcementi | 2 | 0 | 0 | 2 |
| Marcolin | 1 | 0 | 0 | 1 |
| Rcs Mediagroup | 1 | 0 | 0 | 1 |
| Safilo Group | 0 | 0 | 3 | 3 |
| Sogefi | 0 | 4 | 0 | 4 |
| Totale gruppo Beta | 14 | 4 | 5 | 23 |
| Atlantia | 0 | 2 | 1 | 3 |
| Enel | 1 | 1 | 0 | 2 |
| Eni | 1 | 1 | 0 | 2 |
| Fiat | 1 | 1 | 0 | 2 |
| Prysmian | 1 | 0 | 1 | 2 |
| Saipem | 1 | 1 | 0 | 2 |
| Snam | 1 | 1 | 0 | 2 |
| Banco di Desio e Brianza | 2 | 2 | 0 | 4 |
| Beni stabili | 2 | 1 | 0 | 3 |
| Interpump Group | 2 | 2 | 0 | 4 |
| Piaggio | 1 | 6 | 0 | 7 |
| Recordati | 0 | 3 | 1 | 4 |
| Sorin | 5 | 1 | 0 | 6 |
| Totale | 73 | 71 | 42 | 186 |

Si ricorda che l'analisi empirica si estende sempre a tutte le 186 assegnazioni di stock option ossia l'intero campione raccolto. La suddivisione nei gruppi Alfa e Beta è finalizzata ad approfondire l'analisi qualora i risultati riferiti all'intero campione non siano sufficientemente significativi a confermare le ipotesi. Inoltre è opportuno precisare che i gruppi Alfa e Beta non rappresentano una bipartizione dell'insieme che raccoglie tutte le assegnazioni di stock option del campione dato che la loro unione rappresenta soltanto 143 assegnazioni rispetto alle complessive 186. Ne deriva che saranno escluse 43 assegnazioni, ma ciò avviene soltanto nel momento in cui l'analisi inferenziale scenderà ad un livello di dettaglio tale da considerare i gruppi Alfa e Beta. Alfa e Beta rappresentano i due comportamenti opposti che le società possono assumere: utilizzo sistematico delle stock option in ogni periodo fiscale (gruppo Alfa) e utilizzo occasionale, limitato ad un solo periodo fiscale (gruppo Beta). Le società escluse da questi due gruppi hanno assegnato stock option in due dei tre periodi fiscali

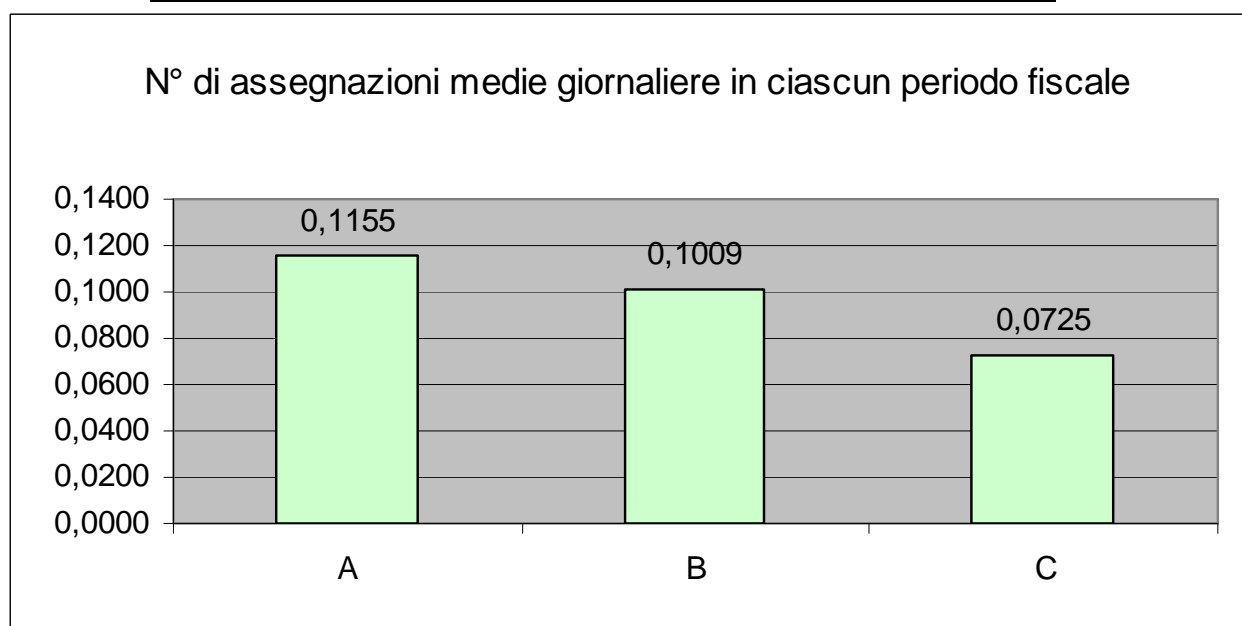
esaminati e pertanto, in relazione alla limitata estensione dell'orizzonte temporale considerato, non si è in grado di determinare il ruolo delle stock option nella loro politica di remunerazione. Come si vedrà nel corso della trattazione, sarà proprio la marcata diversità del ruolo che le stock option rivestono nella politica di remunerazione dei gruppi Alfa e Beta a permettere di formulare ulteriori ipotesi in merito alla perceived-cost view.

4.3 La popolarità delle stock option

Questa prima parte dell'analisi empirica concerne la valutazione della popolarità dei piani di stock option nell'orizzonte temporale considerato. Dato che nel tempo il regime fiscale è diventato sempre meno favorevole, ci si aspetta una perdita di "appeal" delle stock option da parte dei beneficiari. In sintesi, dal periodo A (il più favorevole) al periodo C (il meno favorevole) si dovrebbe assistere ad una significativa diminuzione delle assegnazione di stock option. Dato che i tre periodi considerati hanno una durata diversa l'uno dall'altro, si è deciso di calcolare il numero di assegnazioni medie giornaliere come rapporto tra il numero di assegnazioni rilevate in ogni periodo e la durata di ognuno di essi. I dati rilevati nel campione sono i seguenti:

Figura 26: Il trend di popolarità delle stock option (186 assegnazioni emesse da 40 società)

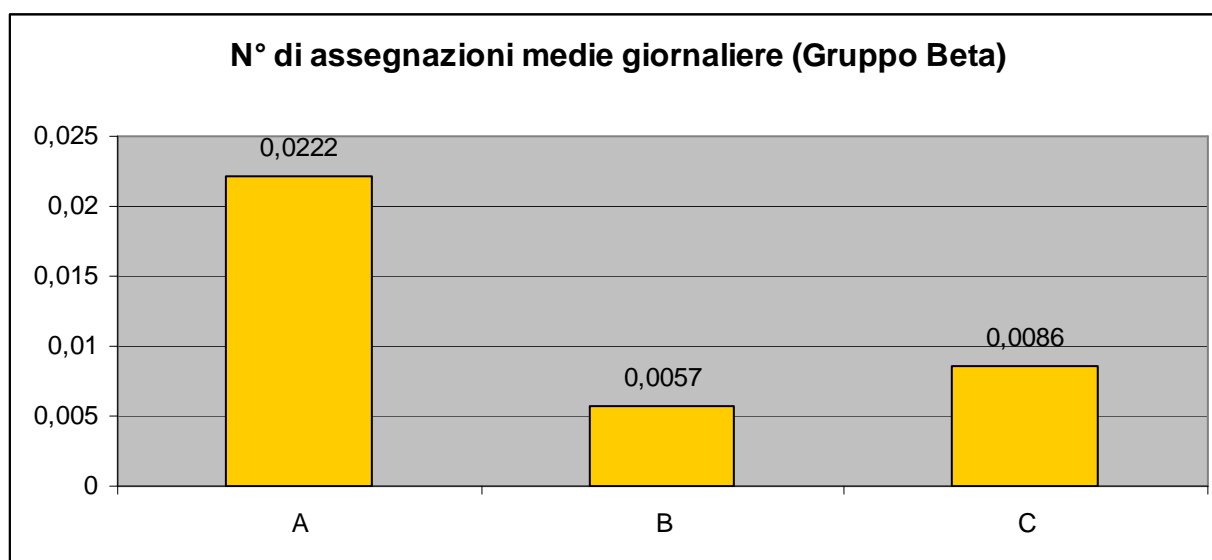
| | A | B | C |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|
| Durata in giorni di ciascun periodo | 632 | 704 | 579 |
| N° di assegnazioni | 73 | 71 | 42 |
| N° di assegnazioni medie giornaliere | 0,1155 | 0,1009 | 0,0725 |



I dati evidenziano una riduzione del numero di assegnazione soprattutto nel periodo C ossia in corrispondenza del regime fiscale più sfavorevole. Le rilevazioni sono coerenti con la Figura 5 del primo capitolo, la quale mostrava lo stesso trend, ma in termini relativi rispetto alle altre componenti della remunerazione degli executive. Infine se si ripete la medesima analisi, ma limitatamente al gruppo Beta, emerge chiaramente (vedi Figura 27) che il periodo di assegnazione preferito da queste società è quello antecedente all'abrogazione dei benefici fiscali. Ciò non deve stupire in quanto, non considerare il gruppo Alfa, significa escludere le società che fanno un uso sistematico delle stock option in ogni periodo di assegnazione poiché per esse si tratta di una pratica invalsa nella politica di remunerazione.

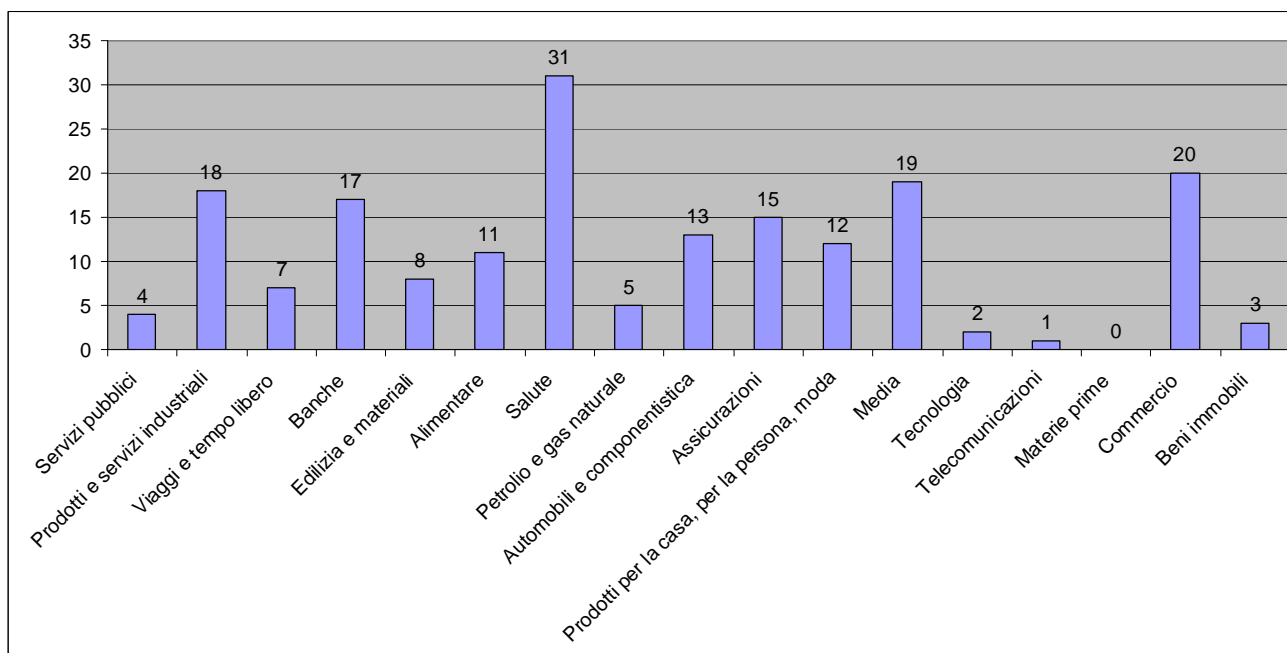
Figura 27: Il trend di popolarità delle stock option per il gruppo Beta (23 assegnazioni emesse da 12 società)

| | A | B | C |
|-------------------------------------|----------|----------|----------|
| Durata in giorni di ciascun periodo | 632 | 704 | 579 |
| N° di assegnazioni | 14 | 4 | 5 |
| Assegnazione media giornaliera | 0,0222 | 0,0057 | 0,0086 |



La figura 28 riporta la diffusione delle stock option tra le società appartenenti al campione suddivise in base al settore di appartenenza. La nomenclatura utilizzata per i settori coincide con quella di “super sector” impiegata da Borsa Italiana.

Figura 28: Diffusione delle stock option, classificazione per settore. (186 assegnazioni emesse da 40 società)



I settori dove le stock option godono di una maggiore popolarità sono: salute, commercio, media, banche⁹⁶ e assicurazioni. Un altro interessante dato raccolto, sempre finalizzato alla statistica descrittiva applicata al campione, riguarda l'anno di quotazione in Borsa. La figura 29 riporta la suddivisione delle società rilevate nel campione in due gruppi: società di recente quotazione (entro i 5 anni) e società che hanno avuto accesso al mercato azionario da oltre 5 anni. Il riferimento temporale rispetto cui calcolare il trascorrere dei 5 anni è l'anno 2011.

Figura 29: Diffusione delle stock option nelle società di recente quotazione (campione: 94 società)

| | Recente Quotazione (entro 5 anni) | Non di recente quotazione (oltre 5 anni) |
|-------------------------------------|--------------------------------------|---|
| Società quotate | 6 | 88 |
| Di cui assegnatarie di stock option | 4 | 36 |
| % | 66,67% | 40,91% |

⁹⁶ Per quanto riguarda il settore bancario, i risultati sono coerenti con il trend evidenziato dagli studi di Chen, Steiner e Whyte (2006, p. 924), condotti negli Stati Uniti su un campione di 591 osservazioni nell'arco temporale compreso tra il 1993 e il 1998: "the popularity of option-based compensation has increased in recent years in the banking industry...Although options and the value of options have increased dramatically during the last decade for all firms, the banking industry has experienced a more dramatic increase".

Nel corso del primo e del secondo capitolo, citando gli studi di Corbella, Florio (2010) e di Paoletti (2001), è stata approfondita l'importanza delle stock option per le imprese in fase di start-up⁹⁷. Sebbene la classificazione sopra esposta, relativa alle imprese di recente quotazione, non coincida esattamente con la definizione di start-up, essa permette comunque di apprezzare il fenomeno del maggiore ricorso alle stock option nelle società che hanno avuto accesso al mercato azionario in tempi recenti e quindi presumibilmente più giovani.

4.4 La conformità del design delle stock option alla normativa fiscale

Per valutare se il design delle stock option si adatta alla normativa fiscale si è deciso di procedere comparando la conformità delle singole assegnazioni con la normativa vigente durante il periodo A ossia il D.l. 3 ottobre 2006 n. 262. Infatti nel periodo B e C non esistono condizioni a cui potersi adeguare in quanto i benefici fiscali sono totalmente abrogati. La perceived-cost view viene dimostrata se l'analisi empirica confermerà la seguente ipotesi:

- I piani emessi nel periodo A dovrebbero essere conformi alle condizioni previste dalla normativa vigente nel medesimo periodo. Mentre i piani emessi nel periodo B e C non dovrebbero essere conformi alle condizioni previste dalla normativa vigente nel periodo A. Infatti il Compensation Committee, in assenza di condizioni che subordinino il beneficio fiscale, è completamente libero nel scegliere il design delle stock option. Probabilmente la scelta di come configurare i piani di stock option sarà influenzata dalla rent extraction view, oppure, qualora avesse interiorizzato la ratio del D.l. 3 ottobre 2006 n. 262, dalla optimal contracting view.

Le condizioni previste dal D.l. 3 ottobre 2006 n. 262 sono già state illustrate nel corso del terzo capitolo, ma ai fini dell'analisi, è necessario fare alcune precisazioni. Come denotano Melis, Carta e Gaia (2010), delle cinque condizioni, solo due hanno un **impatto diretto** sul design delle stock option: la condizione che esclude l'emissione in the money e quella che stabilisce una durata del periodo di vesting almeno di 36 mesi. La condizione che prevede che il dipendente debba mantenere per almeno cinque anni, un investimento in titoli non inferiore alla differenza tra il valore delle azioni al momento dell'assegnazione e il prezzo di esercizio, esercita invece un'**influenza indiretta**. Melis, Carta e Gaia (2010) sostengono che la previsione di un meccanismo di lock-up (che rappresenta un elemento del design dei piani di

⁹⁷ Si ricorda che le limitate risorse finanziarie e l'elevata incertezza dei risultati che caratterizzano la fase di start-up non consentirebbero di attrarre i manager di talento destinando loro un pacchetto retributivo composto esclusivamente da un solo salario fisso.

stock option) potrebbe essere la risposta della società a questa condizione. Ciò nonostante, gli stessi autori osservano che è possibile rispettare la condizione anche in assenza di clausole di lock-up. In altri termini il legislatore fiscale non impone la sua presenza, tuttavia alla luce delle possibili difficoltà di interpretazione della normativa fiscale, unitamente all'intenzione del Compensation Committee di orientare il comportamento del beneficiario all'ottenimento dell'agevolazione, è ragionevole pensare che i piani conformi a questa disciplina fiscale prevedano una clausola di lock-up. Per questo motivo si parla di influenza indiretta sul design delle stock option. Le ultime due condizioni (l'obbligo che l'emittente sia quotata e la percentuale massima di azioni che il beneficiario può detenere) sono estranee al design delle stock option.

Figura 30: Tipologia di impatto sul design delle stock option delle condizioni previste dal D.l. 3 ottobre 2006 n. 262

| Condizioni previste dal D.l. 3 ottobre 2006 n. 262 | Impatto sul design delle stock option |
|---|--|
| 1. Prezzo di esercizio almeno pari al valore delle azioni al momento dell'offerta | Diretto |
| 2. Percentuale totale delle azioni detenute dal dipendente inferiore al 10% della società emittente | Nessuno |
| 3. L'opzione diviene esercitabile non prima che sia trascorso un vesting period triennale | Diretto |
| 4. La società, le cui azioni sono il sottostante dell'opzione, deve essere quotata in mercati regolamentati | Nessuno |
| 5. Il dipendente deve mantenere per almeno i cinque anni successivi all'esercizio dell'opzione, un investimento in titoli oggetto di opzione non inferiori alla differenza tra il valore delle azioni al momento dell'assegnazione e il prezzo di esercizio | Indiretto |

Ai fini dell'analisi saranno inizialmente considerate congiuntamente solo le condizioni con impatto diretto e solo successivamente si valuterà la presenza di meccanismi di lock-up. Per individuare le possibili cause degli scostamenti rispetto a quanto ipotizzato, e in ogni caso, per approfondire la dinamica del fenomeno osservato, si provvederà ad analizzare la conformità rispetto ad ogni singola clausola.

4.5 L'influenza delle condizioni ad impatto diretto

Il test utilizzato nell'analisi è una verifica di ipotesi che valuterà se la differenza di proporzioni di assegnazioni conformi tra i diversi periodi risulti o meno significativa. Il test si suddivide in due step: (1) il confronto delle proporzioni di assegnazioni conformi tra il periodo A e B e (2) il confronto delle proporzioni di assegnazioni conformi tra il periodo A e C⁹⁸. Pertanto per quanto riguarda il primo step, l'ipotesi nulla (che si spera di confutare per avvalorare la perceived-cost view) e l'ipotesi alternativa sono le seguenti:

$$H_0: P_A - P_B = 0$$

$$H_1: P_A \geq P_B$$

Analogamente il secondo step prevede la seguente verifica di ipotesi:

$$H_0: P_A - P_C = 0$$

$$H_1: P_A \geq P_C$$

Ciò significa che l'ipotesi nulla non prevede alcuna differenza nel livello di conformità delle assegnazioni ossia il cambiamento del regime fiscale non ha alcuna influenza sul design delle stock option (perceived-cost view confutata) mentre l'ipotesi alternativa, di tipo unidirezionale, stabilisce che la proporzione di assegnazioni conformi alla normativa del D.l. 3 ottobre 2006 n. 262 nel periodo A sia superiore rispetto a quella nel periodo B (perceived-cost view accettata).

I dati raccolti dal campione in merito alle proporzioni di conformità delle assegnazioni alle condizioni dirette sono i seguenti:

⁹⁸ Un possibile confronto della conformità delle assegnazioni relative al periodo B con quelle del periodo C non avrebbe significato poiché per dimostrare la perceived-cost view, il benchmark deve essere sempre il periodo A ossia il regime fiscale agevolato e le relative condizioni sospensive dei benefici.

Figura 31: Conformità congiunta alle due condizioni con impatto diretto (186 assegnazioni emesse da 40 società)

| A | B | C | |
|-------|--------|--------|--|
| 50 | 45 | 26 | N° assegnazioni conformi |
| 73 | 71 | 42 | Assegnazioni per periodo |
| 68,49 | 63,38 | 61,90 | % di conformità sul tot. Assegnazioni di periodo |
| | (5,11) | (6,59) | Differenza % rispetto al periodo A |

La tabella presenta in effetti delle differenze che sembrano confermare la perceived-cost view, tuttavia è necessario verificare con gli opportuni strumenti della statistica inferenziale se tali differenze sono significative. Inoltre i dati presentati riguardano anche il periodo C e saranno utili in vista del secondo step: la verifica di ipotesi basata sulle differenze di proporzioni di conformità delle assegnazioni tra il periodo A e C.

La regione di rifiuto dell'ipotesi nulla è per un valore Z superiore al valore critico per un certo livello di significatività ($\alpha = 5\%$).

$$Z_{0,95} = 1,65$$

Se la statistica di test supera 1,65 (il test è unidirezionale) allora l'ipotesi nulla è rifiutata in favore dell'ipotesi alternativa e la perceived-cost view sarebbe confermata.

$$Z = \frac{0,6849 - 0,6338}{\sqrt{\frac{0,6849 * (1-0,6849)}{73} + \frac{0,6338 * (1-0,6338)}{71}}}$$

$$= 0,6476$$

Dato che $Z_{0,95} \geq Z$ l'ipotesi nulla viene accettata. La differenza tra le due proporzioni non è abbastanza significativa per confermare la perceived-cost view (il p-value è pari a 25,78%).

Graficamente nel periodo C la differenza appare più marcata, pertanto si ripeterà il medesimo test e per brevità saranno riportati soltanto i risultati.

$Z = 0,7116$

Anche in questo caso $Z_{0,95} \geq Z$ e l'ipotesi nulla viene accettata (p-value = 23,59%)

Prima di arrivare a facili conclusioni circa una possibile neutralità del design delle stock option all'influenza della normativa fiscale, è possibile focalizzare l'analisi sul gruppo Beta. Questo gruppo comprende assegnazioni che, dato il loro carattere occasionale, potrebbero mostrare una maggiore conformità alle condizioni previste dal D.l. 3 ottobre 2006 n. 262. In effetti, la verifica di ipotesi appena effettuata, comprende nel campione il gruppo Alfa, ossia delle assegnazioni emesse da società che utilizzano le stock option frequentemente e che molto probabilmente sono dotate da anni di standard di governance molto elevati. Queste società utilizzano periodicamente le stock option poiché rappresentano il nucleo della loro politica di remunerazione, riconoscendone gli aspetti positivi di fidelizzazione, incentivazione e attrazione dei manager. Ciò significa che le società del gruppo Alfa potrebbero avvalersi delle stock option progettando un design conforme all'optimal contracting view (e quindi alle condizioni ad impatto diretto previste dal D.l. 3 ottobre 2006 n. 262) non solo nel periodo A, ma pure nei due periodi successivi. La seguente tabella mostra i dati raccolti per il gruppo B:

Figura 32: Conformità delle assegnazioni emesse dalle società del gruppo Beta (23 assegnazioni emesse da 12 società)

| A | B | C | |
|-------|---------|---------|--|
| 13 | 0 | 2 | N° assegnazioni conformi |
| 14 | 4 | 5 | Assegnazioni per periodo |
| 92,86 | 0,000 | 40,00 | % di conformità sul tot. Assegnazioni di periodo |
| | (92,86) | (52,86) | Differenza % rispetto al periodo A |

La verifica di ipotesi, come nel test precedente, confronterà la significatività della differenza tra le proporzioni del periodo A e C⁹⁹. L'unica differenza metodologica rispetto ai test precedenti riguarda la distribuzione di probabilità che, data la scarsa numerosità campionaria, rende opportuno l'utilizzo della distribuzione T di Student.

⁹⁹ Il test viene eseguito sulle differenze tra le proporzioni del periodo A e C escludendo pertanto un confronto con il periodo B. Tale periodo non viene considerato poiché nessuna società ha presentato assegnazioni conformi.

$T_{0,095}$ con 17 gradi di libertà = 1,74

$T = 2,3016$

$T \geq T_{0,095}$ e pertanto si rifiuta l'ipotesi nulla in favore di quella alternativa. Dato che la differenza è significativa (p-value = 1,71%), la perceived-cost view è dunque confermata per il gruppo Beta.

Si procede ed effettuare la medesima verifica di ipotesi sul gruppo Alfa.

Figura 33: Conformità delle assegnazioni emesse dalle società del gruppo Alfa (120 assegnazioni emesse da 15 società)

| A | B | C | |
|-------|--------|-------|--|
| 25 | 24 | 22 | N° assegnazioni conformi |
| 41 | 45 | 34 | Assegnazioni per periodo |
| 60,98 | 53,33 | 64,71 | % di conformità sul tot. Assegnazioni di periodo |
| | (7,65) | 3,73 | Differenza % rispetto al periodo A |

La numerosità campionaria unitamente all'applicazione del teorema centrale del limite consente di ritornare all'ipotesi di normalità della distribuzione.

$Z_{0,95} = 1,65$

$Z = 0,7178$

$Z < Z_{0,95}$

P-value = 23,58%

L'ipotesi nulla viene accettata. Ciò conferma l'ipotesi secondo la quale, le società che fanno un uso abituale delle stock option (gruppo Alfa), rispettano le condizioni del D.l. 3 ottobre 2006 n. 262 in ogni periodo fiscale, probabilmente in ottemperanza dell'optimal contracting view. Paradossalmente, questo accade in misura più marcata nel periodo C. Significa che quei pochi piani assegnati nel corso del periodo C (che sappiamo infatti essere quantitativamente inferiori rispetto ai periodi A e B), in presenza di un regime fiscale decisamente sfavorevole

(addizionale Irpef) e alla luce della conformità del loro design al D.l. 3 ottobre 2006 n. 262, sono stati progettati da un Compensation Committee che adotta una prospettiva optimal contracting view¹⁰⁰.

Nei test finora effettuati, sono state esaminate le condizioni con impatto diretto **congiuntamente**. In base ai dati raccolti è possibile verificare la conformità anche rispetto alle singole condizioni. Il primo di questi test, mediante la consueta verifica di ipotesi, sarà applicato a tutte le assegnazioni del campione con riferimento alla conformità delle stesse alla sola condizione di emissione con prezzo di esercizio almeno pari al valore delle azioni al momento dell'offerta. Si presentano i dati raccolti:

Figura 34: Conformità alla condizione at/out of the money (186 assegnazioni emesse da 40 società)

| A | B | C | |
|-------|-------|-------|--|
| 62 | 62 | 37 | N° assegnazioni conformi |
| 73 | 71 | 42 | Assegnazioni per periodo |
| 84,93 | 87,32 | 88,10 | % di conformità sul tot. Assegnazioni di periodo |
| | 2,39 | 3,17 | Differenza % rispetto al periodo A |

$$Z = -0,4157$$

$$Z_{0,95} = 1,65$$

$$Z < Z_{0,95}$$

Le assegnazioni conformi del periodo B risultano persino superiori a quelle periodo A. Chiaramente la verifica di ipotesi porta a rifiutare l'ipotesi nulla, ossia la perceived-cost view non è stata osservata. Tale esito è abbastanza scontato poiché l'emissione at the money rappresenta la modalità più diffusa, non solo in Italia, ma nel mondo. La figura 2 del primo capitolo mostra questa pratica diffusa¹⁰¹. Inoltre il gruppo Alfa e il gruppo Beta presentano

¹⁰⁰ Si ricorda che conformità rispetto alla perceived cost view significa conformità del design dell'assegnazione rispetto alle condizioni del periodo in cui sono state emesse. Pertanto se le assegnazioni relative ai periodi B e C sono conformi alle condizioni vigenti nel periodo A significa che la perceived-cost view non è stata osservata.

¹⁰¹ Nello stesso capitolo si aveva precisato che una emissione in the money non assegna un obiettivo particolarmente sfidante al beneficiario.

esattamente la medesima dinamica e pertanto non si rende necessario esporre i dati e i risultati della verifica di ipotesi.

I risultati del test appena effettuato suggeriscono che la differenza, seppur poco significativa, rilevata nel momento in cui si consideravano congiuntamente le condizioni con impatto diretto sulle stock option, può essere attribuita alla condizione che impone una durata almeno triennale del vesting period. La figura 34 mostra i dati raccolti:

Figura 35: Conformità alla condizione che prevede una durata del vesting period almeno triennale (186 assegnazioni emesse da 40 società)

| A | B | C | |
|-------|---------|--------|--|
| 59 | 50 | 31 | N° assegnazioni conformi |
| 73 | 71 | 42 | Assegnazioni per periodo |
| 80,82 | 70,42 | 73,81 | % di conformità sul tot. Assegnazioni di periodo |
| | (10,40) | (7,01) | Differenza % rispetto al periodo A |

La verifica di ipotesi viene svolta sempre nella stessa modalità:

$$Z = 1,4624$$

$$Z_{0,95} = 1,65$$

$$Z_{0,90} = 1,30$$

$$P\text{-value} = 7,21\%$$

L'ipotesi nulla viene accettata con $\alpha = 0,05$, tuttavia con $\alpha \geq p\text{-value}$ (0,0721), un α non particolarmente significativo, l'ipotesi nulla viene rifiutata in favore dell'ipotesi alternativa. Dato che il risultato cambia in base al livello di significatività è opportuno effettuare ulteriori indagini. Per esempio è possibile verificare la durata del periodo di vesting nelle assegnazioni appartenenti al gruppo Alfa e Beta.

I dati relativi al gruppo Beta sono esposti nella seguente tabella:

Figura 36: Conformità del gruppo Beta alla condizione che prevede una durata del vesting period almeno triennale (23 assegnazioni emesse da 12 società)

| A | B | C | |
|-----|----------|---------|--|
| 14 | 0 | 2 | N° assegnazioni conformi |
| 14 | 4 | 5 | Assegnazioni per periodo |
| 100 | 0,000 | 40,00 | % di conformità sul tot. Assegnazioni di periodo |
| | (100,00) | (60,00) | Differenza % rispetto al periodo A |

La scarsa numerosità campionaria obbliga l'utilizzo della distribuzione t di Student.

Per le medesime ragioni precedentemente esposte, si è ritenuto opportuno effettuare la verifica di ipotesi confrontando le proporzioni dei periodi A e C.

$$T_{0,99} = 2,567$$

$$T = 2,7386$$

$$P\text{-value} = 0,007$$

Con un α altamente significativo (maggiore di 0,007) si rifiuta l'ipotesi nulla e si accetta l'ipotesi alternativa. Dunque nel gruppo Beta la perceived-cost view viene confermata. Questo risultato non deve stupire dato che si otteneva lo stesso esito, seppur ad un livello meno significativo, considerando congiuntamente le due condizioni con impatto diretto.

Si presentano i dati relativi al gruppo Alfa:

Figura 37: Conformità del gruppo Alfa alla condizione che prevede una durata del vesting period almeno triennale (120 assegnazioni emesse da 15 società)

| A | B | C | |
|-------|---------|--------|--|
| 32 | 29 | 26 | N° assegnazioni conformi |
| 41 | 45 | 34 | Assegnazioni per periodo |
| 78,05 | 64,44 | 76,47 | % di conformità sul tot. Assegnazioni di periodo |
| | (13,61) | (1,58) | Differenza % rispetto al periodo A |

La consueta verifica di ipotesi, applicata sulla differenza delle proporzioni delle assegnazioni conformi nel periodo A e B, ha prodotto i seguenti risultati:

$$Z = 1,4129$$

$$Z_{0,95} = 1,65$$

$$Z_{0,90} = 1,30$$

$$P\text{-value} = 25,78\%$$

Nel gruppo Alfa la differenza rilevata non risulta essere particolarmente significativa pertanto l'ipotesi nulla viene accettata: la perceived-cost view non trova riscontro. L'esito è in linea con le affermazioni precedenti in merito alle società appartenenti al gruppo Alfa.

Concludendo, considerando le sole condizioni ad impatto diretto, la perceived-cost view viene dimostrata solo nel gruppo Beta. Aumentando il livello di dettaglio dell'analisi, si è scoperto che la condizione di emissione at the money viene rispettata a prescindere dal periodo fiscale, mentre la condizione del periodo di vesting almeno triennale viene osservata maggiormente nel periodo A, tuttavia per quest'ultima condizione, al fine di dimostrare la perceived-cost view, si raggiunge un livello elevato di significatività solo all'interno del gruppo Beta.

4.6 L'influenza della condizione ad impatto indiretto

Una possibile conformità alla condizione ad impatto indiretto¹⁰² non può essere dimostrata facilmente, soprattutto per il fatto che è necessario monitorare i cinque anni successivi all'esercizio delle opzioni di ciascuna assegnazione. Si ricorda che la clausola di lock-up non viene assolutamente prevista dal legislatore, tuttavia, come si è già detto, la sua presenza dimostra la serietà di intenti nel rispettare la condizione. Se si ipotizza la perceived-cost view, alla luce della confusione interpretativa generata dal D.l. 3 ottobre 2006 n. 262, ci si dovrebbe aspettare che le assegnazioni relative al periodo A presentino delle clausole di lock-up in misura superiore rispetto alle assegnazioni dei periodi successivi.

Figura 38: Presenza della clausola di lock-up (186 assegnazioni emesse da 40 società)

| A | B | C | |
|-------|---------|---------|--|
| 16 | 3 | 5 | N° assegnazioni "conformi" |
| 73 | 71 | 42 | Assegnazioni per periodo |
| 21,92 | 4,23 | 11,90 | % di conformità sul tot. Assegnazioni di periodo |
| | (17,69) | (10,02) | Differenza % rispetto al periodo A |

¹⁰² Il dipendente deve mantenere per almeno i cinque anni successivi all'esercizio dell'opzione, un investimento in titoli oggetto di opzione non inferiori alla differenza tra il valore delle azioni al momento dell'assegnazione e il prezzo di esercizio.

Applicando la verifica di ipotesi sul confronto tra le assegnazione del periodo A e del periodo B si ottiene:

$$Z = 3,2773$$

$$Z_{0,95} = 1,65$$

$$P\text{-value} = 0,0005$$

L'ipotesi nulla viene rigettata con un altissimo livello di significatività. In altri termini la perceived-cost view viene confermata, chiaramente con i limiti summenzionati circa l'utilizzo del meccanismo di lock-up come sostituto dell'effettiva verifica di conformità alla condizione fiscale. Si estende la verifica di ipotesi confrontando le assegnazioni del periodo A con quelle del periodo C:

$$Z = 1,4390$$

$$Z_{0,95} = 1,65$$

$$Z_{0,90} = 1,30$$

$$P\text{-value} = 7,49\%$$

L'ipotesi nulla viene rigettata soltanto con un α maggiore di 0,0749. Pertanto non è possibile confermare la perceived-cost view con un elevato livello di significatività. È opportuno fare un'analisi più dettagliata utilizzando, come in precedenza, il gruppo Beta e il gruppo Alfa. Si procede iniziando dal gruppo Alfa

Figura 39: Presenza della clausola di lock-up nel gruppo Alfa (120 assegnazioni emesse da 15 società)

| A | B | C | |
|------|--------|-------|--|
| 3 | 3 | 4 | N° assegnazioni conformi |
| 41 | 45 | 34 | Assegnazioni per periodo |
| 7,32 | 6,67 | 11,76 | % di conformità sul tot. Assegnazioni di periodo |
| | (0,65) | 4,44 | Differenza % rispetto al periodo A |

Il gruppo Alfa non presenta differenze nelle proporzioni significative. Inoltre durante il periodo C si assiste ad un incremento delle assegnazioni con clausola di lock-up. Analogamente a quanto detto per la conformità con le condizioni ad impatto diretto, i Compensation Committee delle società appartenenti al gruppo Alfa sembrano non subire alcuna influenza dalla normativa fiscale. È opportuno verificare se questo fenomeno riguarda anche il gruppo Beta:

Figura 40: Presenza della clausola di lock-up nel gruppo Beta (23 assegnazioni emesse da 12 società)

| A | B | C | |
|-------|---------|---------|--|
| 10 | 0 | 0 | N° assegnazioni conformi |
| 14 | 4 | 5 | Assegnazioni per periodo |
| 71,43 | 0,00 | 0,00 | % di conformità sul tot. Assegnazioni di periodo |
| | (71,43) | (71,43) | Differenza % rispetto al periodo A |

$$T_{0,9995} = 4,015$$

$$T = 5,916$$

$$P\text{-value} = 0,00001$$

L'ipotesi nulla viene rigettata con un livello altissimo di significatività. L'accettazione dell'ipotesi alternativa conferma l'influenza della normativa fiscale sul design delle stock option assegnate dalle società del gruppo Beta.

In conclusione, si può dire che di certo l'inserimento di una clausola di lock-up non è una pratica diffusa. Quando viene inserita non sembra essere in ottemperanza della perceived-cost view, ma piuttosto finalizzata a perseguire l'obiettivo di retention connaturato nel piano di stock option. Soltanto il gruppo Beta, con un'evidenza empirica significativa, sembra perseguire una politica di remunerazione perceived-cost view.

4.7 Parametri di performance: evidenze empiriche della rent extraction view

Le evidenze empiriche, in merito alla conformità con le condizioni ad impatto diretto/indiretto, portano a sostenere che solo il gruppo Beta sia influenzato dalla normativa fiscale nel progettare i piani di stock option. Al contrario, il gruppo Alfa, non presenta delle differenze significative a supporto della perceived-cost view. Limitatamente al gruppo Beta è possibile fare ulteriori considerazioni. Se le stock option assegnate nel periodo A sono conformi alla relativa normativa (ossia se la perceived-cost view è confermata), le assegnazioni dei periodi successivi a quale prospettiva rispondono? Il contesto italiano delle società quotate caratterizzato dalla presenza di un azionista di riferimento, porta ad escludere l'optimal contracting view. Gli indizi a disposizione portano a propendere in favore della rent extraction view. L'unico dato raccolto che permette di fare ipotesi in merito alla rent extraction view è la presenza o meno di condizioni di maturazione non di mercato legate a parametri di performance di tipo contabile. Queste condizioni sono legate a parametri di natura contabile come l'EBITDA, la PFN, la somma dei flussi di cassa operativi oppure ad indici di bilancio come il ROE e il Total Shareholder Return. Come sostiene Zattoni, Minichilli (2009), i piani orientati alla rent extraction view non mostrano una relazione con i parametri di performance della società. Pertanto è possibile ipotizzare che i piani di stock option assegnati ai manager delle società del gruppo Beta non presentino questa tipologia di condizioni non di mercato, o meglio che la loro presenza sia significativamente inferiore rispetto alle assegnazioni effettuate dal gruppo Alfa. La verifica di ipotesi viene fatta confrontando la proporzione dei piani con obiettivi di performance del gruppo Alfa con quelli del gruppo Beta. Questa volta il confronto non avviene tra i diversi periodi fiscali, dato che la presenza di condizioni non di mercato legate a parametri di performance non ha alcun nesso logico con la normativa fiscale, bensì tra i due gruppi. Ne deriva che le proporzioni sono state rilevate considerando l'orizzonte temporale nella sua interezza.

Figura 41: Assegnazioni che prevedono una relazione con dei parametri di performance (143 assegnazioni emesse da 27 società)

| | Alfa | Beta |
|---|--------|--------|
| Assegnazioni che prevedono una relazione con dei parametri di performance (A) | 64 | 8 |
| N° totale di assegnazioni (B) | 120 | 23 |
| A / B | 53,33% | 34,78% |

La verifica di ipotesi servirà a valutare se questa differenza è abbastanza significativa da accettare l'ipotesi alternativa:

$$H_0: P_{\text{alfa}} - P_{\text{beta}} = 0$$

$$H_1: P_{\text{alfa}} \geq P_{\text{beta}}$$

$$Z = 1,70$$

$$Z_{0,95} = 1,65$$

$$P\text{-value} = 0,04457$$

Con $\alpha > 4,45\%$ l'ipotesi nulla viene rigettata. È possibile confermare l'ipotesi che i piani di stock option assegnati dalle società appartenenti al gruppo Beta, rispondano ad una logica rent extraction view. Si ricorda che questa conclusione è basata sull'evidenza empirica di soltanto uno degli indicatori che potrebbero segnalare la presenza di piani orientati alla rent extraction view: l'assenza di condizioni non di mercato legate a parametri di performance. Sarebbe opportuno raccogliere altre informazioni per supportare ulteriormente l'ipotesi come ad esempio l'incidenza della componente retributiva da stock option sul totale della retribuzione e la presenza media di componenti indipendenti nel Compensation Committee. Essendo la presente trattazione focalizzata sulla dimostrazione della perceived-cost view non si sono raccolti dati finalizzati a segnalare la rent extraction view, ma l'evidenza empirica sulle condizioni di maturazioni non di mercato offre degli spunti per muoversi in questa direzione con ulteriori ricerche.

La seguente tabella riassume tutti i test di verifica di ipotesi effettuati specificando la numerosità campionaria e il livello di significatività α (rappresenta la probabilità di rifiutare l'ipotesi nulla quando invece è corretta).

Figura 42: Test di verifica di ipotesi

| Descrizione test | N° assegnazioni | N° società del campione | Differenza | Esito con livello di significatività inferiore al 5% | P-value | Rif. Figura |
|---|-----------------|-------------------------|------------|--|---------|-------------|
| Conformità congiunta alle due condizioni con impatto diretto (confronto periodo A-B) | 186 | 40 | -5,11% | Accetto l'ipotesi nulla | 25,78% | 31 |
| Conformità congiunta alle due condizioni con impatto diretto (confronto periodo A-C) | 186 | 40 | -6,59% | Accetto l'ipotesi nulla | 23,59% | 31 |
| Conformità congiunta alle due condizioni con impatto diretto (confronto periodo A-C) nel gruppo Beta | 23 | 12 | -52,86% | Rifiuto l'ipotesi nulla | 1,71% | 32 |
| Conformità congiunta alle due condizioni con impatto diretto (confronto periodo A-B) nel gruppo Alfa | 120 | 15 | -7,65% | Accetto l'ipotesi nulla | 23,58% | 33 |
| Conformità alla condizione at/out of the money (confronto periodo A-B) | 186 | 40 | 2,39% | Rifiuto l'ipotesi nulla | | 34 |
| Conformità alla condizione che prevede una durata del vesting period almeno triennale (confronto periodo A-B) | 186 | 40 | -10,40% | Accetto l'ipotesi nulla | 7,21% | 35 |
| Conformità alla condizione che prevede una durata del vesting period almeno triennale (confronto periodo A-C) nel gruppo Beta | 23 | 12 | -60,00% | Rifiuto l'ipotesi nulla | 0,70% | 36 |
| Conformità alla condizione che prevede una durata del vesting period almeno triennale (confronto periodo A-B) nel gruppo Alfa | 120 | 15 | -13,61% | Accetto l'ipotesi nulla | 25,78% | 37 |
| Presenza clausola di lock-up (confronto periodi A-B) | 186 | 40 | -17,69% | Rifiuto l'ipotesi nulla | 0,05% | 38 |
| Presenza clausola di lock-up (confronto periodi A-C) | 186 | 40 | -10,02% | Accetto l'ipotesi nulla | 7,49% | 38 |
| Presenza clausola di lock-up (confronto periodi A-B) nel gruppo Beta | 120 | 15 | -71,43% | Rifiuto l'ipotesi nulla | 0,001% | 40 |
| Assegnazioni che prevedono una relazione con dei parametri di performance (confronto gruppo Alfa e gruppo Beta) | 143 | 27 | -18,55% | Rifiuto l'ipotesi nulla | 4,45% | 41 |

| | |
|-----------------|---|
| LEGENDA: | |
| | Conformità alle condizioni ad impatto diretto |
| | Conformità alle condizioni ad impatto indiretto |
| | Evidenza empirica della rent extraction view |

I test che riguardano la conformità delle assegnazioni con le condizioni ad impatto diretto e indiretto sono stati eseguiti per dimostrare la perceived-cost view. L'evidenza empirica dell'influenza della normativa fiscale sugli elementi che caratterizzano il design delle stock option corrisponde, all'interno della tabella, all'esito del test di verifica di ipotesi: "rifiuto l'ipotesi nulla", che si realizza con un livello di significatività inferiore al 5%. Per quanto riguarda la conformità alle condizioni ad impatto diretto, tale esito si verifica soltanto per il gruppo di società Beta. Mentre, per quanto concerne la conformità alle condizioni ad impatto indiretto, la perceived-cost view è dimostrata per tutte le società presenti nel campione.

CONCLUSIONE

L'analisi empirica presentata nel quarto capitolo ha permesso di evidenziare il ruolo delle stock option nella politica di remunerazione di 94 società quotate nei segmenti FTSE MIB e FTSE Italia Mid Cap. L'orizzonte temporale esaminato (3/10/2006 – 31/12/2011) è stato suddiviso in tre diversi periodi che rappresentano ciascuno un differente regime fiscale. Il campione ottenuto, composto da 186 assegnazioni di stock option effettuate in Italia, ha permesso di dimostrare la fondatezza della *perceived-cost view* e di far emergere importanti considerazioni sul tema della progettazione di un piano di stock option. La prima considerazione riguarda il trend di popolarità assunto da questa forma di remunerazione variabile. In accordo con la ricerca Towers Watson denominata: "Executive compensation in the Say-on-pay Era" effettuata su un campione di 1000 società in data 7 aprile 2011, si denota una perdita di appeal delle stock option in favore di altre forme di remunerazione variabile che compongono la Total Compensation dei manager. In Italia il trend è il risultato combinato di una normativa fiscale sempre meno favorevole e del clamore generato dalla crisi dei mercati finanziari.

La seconda considerazione riguarda la conformità alle due condizioni ad impatto diretto previste dal regime fiscale agevolato. I Compensation Committee delle imprese italiane sembrano aver ben compreso come progettare un piano idoneo a produrre l'effetto di incentivazione. Come dimostrano gli studi di Meo (2000), tale effetto si ottiene soltanto attraverso assegnazioni *at the money* dato che permettono di fissare un obiettivo né troppo ambizioso né eccessivamente facile da raggiungere. La durata del periodo di vesting almeno triennale consente inoltre al beneficiario di utilizzare tutte le leve gestionali a sua disposizione, comprese quelle che favoriscono la creazione di valore nel lungo periodo come l'attività di ricerca e sviluppo. Nel campione di analisi si osserva che entrambe le condizioni sono una pratica ormai consolidata anche quando la loro presenza non rappresenta un vincolo da osservare per accedere a dei benefici fiscali, ossia nel periodo successivo al D.l. 3 ottobre 2006 n. 262. I risultati ottenuti dall'analisi empirica sono coerenti con lo studio effettuato da Viscogliosi, Zattoni (2008), dedicato alle stock option emesse da 123 società industriali italiane nel periodo compreso tra marzo 2006 e gennaio 2007, il quale mostra una percentuale di assegnazione *at the money* pari a circa l'86% dei casi, un dato che non si discosta molto dall'85% rilevato nella presente analisi in corrispondenza del periodo fiscale A (l'arco temporale tra il 3 ottobre 2006 e il 25 giugno 2008 ossia in presenza del regime fiscale previsto dal D.l. 3 ottobre 2006 n. 262).

La terza considerazione attiene alla dimostrazione della perceived-cost view. Esaminando tutte le 186 assegnazioni nel campione emergono delle differenze a favore della perceived-cost view, tuttavia non sono sufficientemente significative da estendere la validità di questa teoria a tutta la popolazione. L'analisi empirica svolta da Melis, Carta e Gaia (2010) su 211 assegnazioni emesse da 91 società nel periodo compreso tra il 1° gennaio 2004 ed il 24 giugno 2008, nonostante in alcuni test i p-value superino il valore soglia stabilito nell'analisi della presente trattazione (5%), si spinge comunque ad affermare che le imprese adottino comportamenti funzionali all'ottenimento di benefici fiscali. L'analisi empirica esposta nel quarto capitolo arriva alla medesima conclusione soltanto per un sottoinsieme delle assegnazioni rilevate, ossia quelle emesse dalle società appartenenti al gruppo Beta. Le società incluse nel gruppo Beta hanno la caratteristica di effettuare assegnazioni di stock option occasionalmente sfruttando il momento opportuno ovvero quando vige un regime fiscale favorevole. All'interno di tale gruppo, con un livello di significatività inferiore al 5%, emerge una chiara evidenza della perceived-cost view. Viceversa, la perceived-cost view non viene dimostrata per le imprese appartenenti al gruppo Alfa, le quali presentano un uso sistematico dei piani di stock option in ogni periodo fiscale esaminato. Probabilmente questa tipologia di imprese persegue gli obiettivi che rappresentano la ragione d'essere di un piano: incentivazione, attrazione e fidelizzazione. Precisamente, le caratteristiche dei piani emessi dal gruppo Alfa non variano in modo significativo tra un periodo fiscale e l'altro, ne deriva che le scelte adottate dal Compensation Committee in merito alla progettazione dei piani non sono influenzate dalle condizioni stabilite dalla normativa fiscale. Inoltre, a sostegno di questa affermazione, si può osservare che i piani deliberati dal gruppo Alfa, contrariamente a quelle emessi dal gruppo Beta, presentano più frequentemente delle condizioni non di mercato legate a parametri di performance di natura contabile come l'EBITDA, la PFN, la somma dei flussi di cassa operativi oppure ad indici di bilancio come il ROE e il Total Shareholder Return. Si rammenta che l'inserimento di queste ulteriori condizioni non permette di accedere ad alcun beneficio fiscale aggiuntivo. Infine non è stato possibile verificare l'intenzione del beneficiario di rimanere legato all'impresa nel periodo successivo al momento di esercizio delle opzioni. La conformità alla condizione che prevede di mantenere per almeno cinque anni, un investimento in titoli non inferiore alla differenza tra il valore delle azioni al momento dell'assegnazione e il prezzo di esercizio è stata verificata solo indirettamente attraverso la presenza della clausola di lock-up. Interessante è che l'intero campione evidenzia una riduzione significativa nell'uso della clausola di lock-up a seguito dell'abrogazione dei benefici fiscali. Si tratta dell'unica evidenza empirica della perceived-cost view (sebbene la

clausola di lock-up non sia prevista dal D.l. 3 ottobre 2006 n. 262) estesa all'intero campione di analisi. Concludendo, sarebbe interessante approfondire con ulteriori studi l'evidenza empirica delle altre prospettive, in particolare della rent extraction view alla luce delle peculiarità del contesto italiano. Secondo gli studi di Zattoni, Minichilli (2009) su 238 società italiane quotate nell'arco temporale tra la fine del 1999 e il 2005, non ci sono sufficienti elementi per supportare la rent extraction view, ciò nonostante sarebbe opportuno aggiornare l'analisi a tempi più recenti.

In tal caso è opportuno informare il lettore delle problematiche che si possono incontrare durante la fase di raccolta dei dati. Infatti, le perplessità sollevate da Melis, Carta e Gaia (2010) circa la mancanza di un controllo da parte di organismi competenti atto a verificare che i documenti informativi siano redatti secondo quanto stabilito dalla normativa, sembrano essere fondate. Lo schema 7 dell'allegato 3A pubblicato da alcune società incluse nel campione, soprattutto in merito alle assegnazioni deliberate in periodi non recenti, presentava informazioni frammentate che necessitavano di essere integrate con quelle contenute in nota integrativa o nella relazione sulla remunerazione. Inoltre la parte descrittiva, circa gli obiettivi che si intendono perseguire con il piano, era in alcuni casi palesemente falsa, dato che gli elementi che compongono il design del piano non rispecchiavano gli intenti dichiarati. Per ottenere il favore degli azionisti, gli obiettivi dichiarati erano prevalentemente orientati verso l'optimal contracting view, pertanto questa tipologia di informazione non poteva essere utilizzata per dimostrare la perceived-cost view né, a maggior ragione, la rent extraction view. Nel momento in cui si decida di indagare sull'evidenza empirica della rent extraction view è necessario sapere che nelle società dove si riflette questo tipo di logica, l'amministratore potrebbe persino fornire un'informazione fuorviante agli investitori, al fine di influenzare il corso azionario ed ottenere un compenso maggiore (Melis, Carta e Gaia, 2010).

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Libri e articoli

- ABRIANI, N., et al., 2006. *Diritto delle società*. 3°ed. Milano: Giuffrè Editore.
- ACHARD, P.O., CASTELLO, V., 2000. *Partecipazione finanziaria e incentivazione del management*. Milano: Franco Angeli.
- ANELLO, P., 2006. Il regime fiscale delle stock option. *Corriere tributario*, 37, 2983-2990.
- APOSTOLOU, N.G., CRUMBLEY, D.L., 2001. Accounting for stock options: The controversy continues. *The CPA Journal*, 71 (5), 34-38.
- ARCARI, A.M., a cura di., 2007. *Il controllo direzionale*. Milano: McGraw-Hill.
- ASEFF, J.G., SANTOS, M.S., 2005. Stock options and managerial optimal contracts. *Economic theory*, 26 (4), 813-837.
- ASHISH, J., SUBRAMANIAN, A., 2004. The intertemporal exercise and valuation of employee options, *Accounting Review*, 79 (3), 705-743.
- ASNESS, C.S., 2004. Stock options and the Lying Liars who don't want to expense them. *Financial Analyst Journal*, 60 (4), 9-14.
- AVALLONE, F., RAMASSA, P., 2006. Alcune problematiche applicative dell'IFRS 2 alla luce della diffusione in Italia dei piani di stock option. *Rivista dei dottori commercialisti*, 57 (4), 769-811.
- BAKER, G.P., JENSEN, M.C., MURPHY, K.J., 1987. Compensation and Incentives: Practice vs. Theory. *The Journal of Finance*, 43 (3), 593-616.
- BALDUCCI, D., 2007. *Il bilancio d'esercizio*. 3°ed. Milano: Edizioni FAG Milano.
- BARLEV, B., HADDAD, R.J., 2003. Fair value accounting and the management of the firm. *Critical Perspectives on Accounting*, 14 (4), 383-415.
- BEBCHUK, L.A., FRIED, J.M., WALKER, D.I., 2002. Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation. *The university of Chicago Law Review*, 69, 751-846.
- BEBER, A., ERZEGOVESI, L., 1999. Distribuzioni di probabilità implicite nei prezzi delle opzioni. Alea Tech Report n°8, 1-111.
- BELL, T.B., LANDSMAN, W.R., MILLER, B.L., e YEH, S., 2002. The Valuation Implications of Employee Stock Option Accounting for Profitable Computer Software Firms. *The Accounting Review*, 77 (4), 971-996.
- BERINI, M., 2001. Stock option plan: istruzioni per l'uso. *Sviluppo e organizzazione*, 187, 101-102.

- BERK, J., DEMARZO, P., 2008a. *Finanza aziendale 2*. 1° ed. Milano: Pearson Paravia Bruno Mondadori S.p.A.
- BERK, J., DEMARZO, P., 2008b. *Finanza aziendale 1*. 1° ed. Milano: Pearson Paravia Bruno Mondadori S.p.A.
- BERTONI, M., 2005. Pagamenti basati su azioni: contabilizzazione delle stock option e IFRS 2. *Contabilità finanza e controllo*, 28 (10), 797-807.
- BLACK, F., SCHOLES, M., 1973. The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy*, 81 (3), 637-654.
- BODIE, Z., KAPLAN, R.S., e MERTON, R.C., 2003. For the last time: Stock Options are an expense. *Harvard Business Review*, 81 (3), 62-71.
- BOWLES, S., EDWARDS, R., ROOSEVELT, F., 2011. Introduzione all'economia politica, le dinamiche del capitalismo. 1° ed. Milano: Springer Verlag Italia.
- BRUNELLO, G., GRAZIANO, C., PARIGI, B., 2001. Executive compensation and firm performance in Italy. *International Journal of Industrial Organization*, 19, 133-161.
- BUGINI, C., 2008. Stock option: normativa verso la limitazione dei benefici fiscali. *Banche e banchieri*, 2, 169-171.
- BULAN, L., SANYAL, P., 2011. Incentivizing Managers to Build Innovative Firms. *Annals of finance*, 7 (2), 267-283.
- BULOW, J., SHOVEN, J.B., 2005. Accounting for Stock Options. *The Journal of Economic Perspectives*, 19 (4), 115-135.
- CAPPIELLO, S., 2003. Stock options e corporate governance. *Analisi giuridica dell'economia*, 2 (1), 135-153.
- CARLETTI, A., IANUCCI, A., 2006. IFRS 2: pagamenti basati su azioni. *Guida alla contabilità e bilancio*, 12, 55-59.
- CAROSI, A., 2008. Previdenza e fiscalità delle stock option in Italia: una fonte di rischio e di incertezza. *AF. Analisi finanziaria*, 70, 83-102.
- CASSANO, M., 2003. Executive Stock Options: Back to Basics. *Australian economic review*, 36 (3), 306-315.
- CATUOGNO, S., PETA, M., 2008. *La transizione all'IFRS 2 per le stock option: gli effetti economici sull'informazione di bilancio*. Allegato a: "Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale", Quaderni monografici RIREA, Roma, vol. 69.
- CERATO, S., BANA, M., 2011. Principi contabili internazionali, norme di coordinamento fiscale. *La settimana fiscale*, 27, 27-30.

- CERBIONI, F., CINQUINI, L., e SOSTERO, U., 2006. *Contabilità e bilancio*. 2°ed. Milano: McGraw-Hill.
- CERRI, A., SOTTORIVA, C., 2010. I piani di compensi basati su strumenti finanziari: profili giuridici, informativa esterna, problematiche di rappresentazione in bilancio e attività di vigilanza e di revisione legale dei conti. *Il controllo nelle società e negli enti*, 3, 316-404.
- CESARI, R., 2009. *Introduzione alla finanza matematica. Derivati, prezzi e coperture*. 1°ed. Milano: Springer-Verlag Italia.
- CHEN, M.A., 2004. Executive option repricing, incentives, and retention. *The journal of finance*, 59 (3), 1167-1199.
- CHEN, C.R., STEINER, T.L., e WHYTE, A.M., 2006. Does stock option-based executive compensation induce risk-taking? An analysis of the banking industry. *Journal of banking & finance*, 30, 915-945.
- CIAMPAGLIA, G.M., 2008. I piani di stock options nelle società quotate in borsa in Italia: il trattamento contabile secondo l'IFRS 2. *Economia e diritto del terziario*, 20 (1), 179-202.
- CONSOB., 23 Febbraio 2007. Disciplina attuativa dell'articolo 114-bis TUF. *Documento di consultazione*, 1-33.
- CORBELLA, S., 2004. *I piani di stock grant e stock option destinati al personale. Profili di misurazione del reddito di esercizio*. 1° ed. Milano: Franco Angeli s.r.l.
- CORBELLA, S., FLORIO, C., 2010. Issues arising for accounting harmonization: The case of stock options in Italy. *Accounting Forum*, 34 (3-4), 184-195.
- CORDAZZO, M., 2009. *Principi contabili internazionali e risultati economici delle quotate italiane*. 1°ed. Milano: FrancoAngeli Srl.
- COSTA, G., 1996. *Economia e direzione delle risorse umane*. 2°ed. Torino: UTET Università.
- COSTA, G., GIANECCHINI, M., 2005. *Risorse Umane, persone, relazioni e valore*. Milano: McGraw-Hill.
- DAMODARAN, A., 2006. *Finanza aziendale*. 2°ed. Milano: Apogeo S.r.l.
- DECHOW, P.M., HUTTON, A.P., e SLOAN, R.G., 1996. Economic Consequences of Accounting for Stock-Based Compensation. *Journal of Accounting Research*, 34, 1-20.

- Decreto del 8 giugno 2011 - Min. Economia e Finanze: disposizioni di coordinamento tra i principi contabili internazionali e le regole di determinazione della base imponibile dell'IRES e dell'IRAP.
- DELOGU, A., 2006. I principi contabili internazionali IAS 2005. *Archivio storico giuridico sardo di Sassari*, 10, 178-202.
- DEZZANI, F., BIANCONE, P.P., e BUSSO, D., 2012. *IAS/IFRS*. 2°ed. Milano: IPSOA.
- DI CARLO, F., 2009. *Le stock option nell'economia dell'impresa*. 1° ed. Torino: Giappichelli Editore.
- DI PIETRA, R., RICCABONI, A., 2002. Il modello italiano di regolazione contabile: caratteri e recente evoluzione, *Quaderni senesi di economia aziendale e di ragioneria*, serie di interventi n°77, 1-56.
- DOCUMENTI SOCIETARI CAMPARI GROUP: Relazioni illustrative degli Amministratori relative al piano di stock option ai sensi dell'art. 114-bis TUF del 27/03/2012, Bilancio Consolidato e Progetto di Bilancio di Esercizio al 31 dicembre 2010 - 05/04/2011. Disponibili nella sezione investor relations del sito di Campari Group oppure tra i documenti societari nel sito di borsa italiana.
- DOGLIO, M., PALUMBO, E., 2011. Rilevanza fiscale del costo delle stock option contabilizzate in base all'IFRS 2. *Guida alla contabilità & bilancio*, 16, 57-62.
- ERZEGOVESI, L., 1999. Capire la volatilità con il modello binomiale. *Alea Tech Report n°4*, 1-73.
- FALCONI, F., MARIANETTI, G., 2007. La partecipazione dei dipendenti ai piani di stock option. *Corriere tributario*, 30 (11), 861-867.
- FALCONI, F., MARIANETTI, G., 2010. L'esonero contributivo per i piani di stock option. *Corriere tributario*, 33 (5), 345-349.
- FALSITTA, G., 2000. *Manuale di diritto tributario*. 2°ed. Padova: Cedam.
- FILONZI, L., 1999. I piani di stock option: I riflessi sulla contabilità e sull'informativa di bilancio. *AF. Analisi Finanziaria*, 34, 103-137.
- FRAIETTA, D., 2004. Stock-option per il management: il caso Enron, *Rivista bancaria. Minerva bancaria (1945)*, 60 (2/3), 63-95.
- FREEMAN, G.R., LARSEN, G.A., 2011. The market's reaction to the FASB stock-based compensation project. *Journal of Applied Business Research*, 13 (4), 83-91.
- FURLAN, A., BONA, D., 2007. Nuove forme di remunerazione degli executives alternative alle stock options. *Fiscalità internazionale*, 5 (5), 375-382.

- FURLAN, A., BONA, D., 2008. Problematiche operative dei piani di stock option. *Corriere tributario*, 31 (24), 1936-1942.
- GARUFI, S., 2008. Il nuovo regime fiscale dei piani di stock option. *Il nuovo diritto delle società*, 6 (23), 55-62.
- GUAY, W., KOTHARY, S.P., SLOAN, R., 2003. Accounting for Employee Stock Option. *American Economic Review*, 93 (2), 405-409.
- HAGOPIAN, K., 2006. Expensing employee stock options is improper accounting. *California management review*, 48 (4), 136-156.
- HALL, B.J., MURPHY, K.J., 2003. The trouble with stock options. *National bureau of economic research*, working paper n° 9784, 1-39.
- HILL, N.T., SHELTON, S.W., e STEVENS K.T., 2002. Corporate Lobbying Behaviour on Accounting for Stock-Based Compensation: Venue and Format Choices. *Abacus*, 38 (1), 78-90.
- HIRSHLEIFER, D., THAKOR, A.V., 1992. Managerial Conservatism, Project Choice, and Debt, *The Review of Financial Studies*, 5 (3), 437-470.
- HOCKER, U., 2009. Opting out help to avoid an welcome transparency of executives' pay, *Centre for European economic research (ZEW)- Special Stock option watch*, 1-8.
- HOLMSTROM, B., 1979. Moral hazard and observability. *Bell Journal of Economics*, 10 (1), 74-91.
- HUDDART, S., LANG, M., 1996. Employee stock option exercises: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 21, 5-43.
- HULL, J.C., 2006. Opzioni, futures e altri derivati. 6° ed. Milano: Paravia Bruno Mondadori.
- HULL, J.C., 2008. *Fondamenti dei mercati di futures e opzioni*. 6° ed. s.l: Pearson Paravia Bruno Mondadori.
- IPPOLITO, R., 2001. Un richiamo ai fondamenti teorici della riforma della corporate governance in Italia, *Economia, società e istituzioni, periodico dell'Università Luiss*, 13 (3), 1-473.
- JENSEN, M.C., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76 (2), 323-329.
- JENSEN, M.C., MECKLING, W.H., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3 (4), 305-360.

- JENSEN, M.C., MURPHY, K.J., 1990. Performance Pay and Top-Management Incentives, *Journal of Political Economy*, 98 (2), 1-52.
- JOHNSON, S.A., TIAN, Y.S., 2000. Indexed executive stock options. *Journal of financial economics*, 57 (1), 35-64.
- KALPATHY, S., 2009. Stock Option Repricing and Its Alternatives: an empirical examination. *Journal of financial and quantitative analysis*, 44 (6), 1459-1487.
- LAMBERT, R.A., LANEN, W.N., LARCKER, D.F., 1989. Executive stock option plans and corporate dividend policy. *The journal of financial and quantitative analysis*, 24 (4), 409-425.
- LANZAVECCHIA, A., 2001. Stock option e valore d'impresa, gli interessi degli azionisti sono da tutelare. *Amministrazione & Finanza*, 8, 55-60.
- LIE, E., 2005. On the Timing of CEO Stock Option Awards. *Management Science*, 51 (5), 802-812.
- LOWELL, M., et. al., 2001. *Microsoft visual basic 6*. 1°ed. Milano: Apogeo S.r.l.
- MAGNANTE, P., 2008. Abolizione dei benefici fiscali per le stock option. *Contabilità finanza e controllo*, 31 (12), 1030-1035.
- MARAFFA, V., 2009. L'azionariato dei dipendenti come forma di incentivazione: ascesa e declino delle stock option? *I quaderni della scuola di alta formazione n°22-ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili*, 1-75.
- MARCHESE, S., NASTRI, M., 2002. Piani di azionariato e stock option plans per i dipendenti. *Contabilità, finanza e controllo*, 25 (3), 276-293.
- MELIS, A., CARTA, S., e GAIA, S., 2010. *I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche*. 1° ed. Milano: Giuffrè Editore S.p.A.
- MELIS, A., CARTA, S., e GAIA, S., 2010b. L'impatto della normativa fiscale sul design delle stock option per gli amministratori: un'analisi empirica. *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, 110 (7/8), 427-439.
- MEO, C., 2000. *I piani di stock option: aspetti gestionali, valutativi e contabili*. 1° ed. Padova: Cedam.
- MIELE, L., RUSSO, V., 2011. Deducibile il costo delle "stock option" per i soggetti "IAS adopter". *Corriere tributario*, 34 (27), 2187-2192.
- MIGGIANI, F., 2010. In lode delle stock option. *Harvard business review. Edizione italiana*, 1/2, 108-113.
- MORETTI, P., 2004. Finalità e destinatari di un bilancio IAS. *Corriere tributario*, 33, 2593-2599.

- MULAZZANI, M., 2002. *Dalla contabilità finanziaria alla contabilità economico-patrimoniale negli enti locali*. 1°ed. Milano: FrancoAngeli.
- MURGIA, M., 1993. Struttura della proprietà, conflitti d'interesse e politica dei dividendi delle imprese italiane. *L'industria*, 14, 109-126.
- MURPHY, K.J., 1998. Executive Compensation. *Handbook of Labor Economics*, 3, 1-94.
- PALLEY, T.I., 1997. Managerial turnover and the theory of short-termism, *Journal of economic behavior & organization*, 32 (4), 547-557.
- PAOLETTI, F., 2001. Stock option o partecipazioni azionarie? Gli effetti sui comportamenti organizzativi. *Sviluppo e organizzazione*, 187, 103-106.
- PENDLETON, A., et. al., 2002. Theoretical study on stock options in small and medium enterprises, *Final Report to the Enterprise-Directorate General, Commission of the European Communities*, 1-196.
- PERONI, C., 2011. Implicazioni fiscali dell'IFRS 2: trattamento degli oneri relativi alle stock option. *Guida alla contabilità & bilancio*, 4, 46-50.
- RAMUSINO, E.C., 2011. Conflitti e trasformazioni nei modelli di governance. *Sinergie rivista di studi e ricerche*, 73-73 (07), 223-264.
- REGALLI, M., 2003. *Stock option e incentivazione del management*. 1° ed. Milano: Il Sole 24 Ore S.p.A.
- REGOLAMENTO EMITTENTI CONSOB., delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni, aggiornata con le modifiche apportate dalla delibera n°18210 del 09/05/2012.
- SAHLMAN, W.A., 2002. Expensing options solves nothing. *Harvard Business Review*, 80 (12), 90-96.
- SANDERS, G., 2001. Behavioral Responses of CEOs to Stock Ownership and Stock Option Pay. *The Academy of management Journal*, 44 (3), 477-492.
- SANTACROCE, B., MASTROMATTEO, A., 2008. Stock option: abolizione del regime fiscale agevolato. *Guida alla contabilità & bilancio*, 19, 31-34.
- SCASSELLATI, S.G, ENRIQUES, L., 2005. Piani di stock option a favore di dipendenti di società controllate e offerta fuori sede. *Giurisprudenza commerciale*, 32 (3), 380-386.
- SERGIACOMO, A., 2010. Stock option: aspetti contabili e normativi. *Guida alla contabilità & bilancio*, 22, 36-39.

- SPINOSO, F., 2005. Stock options nei gruppi multinazionali italiani. *Fiscalità internazionale*, 3 (4), 337-344.
- TAGLIAVINI, G., 2000. Il valore dell'azienda “sconta” il piano di stock option? *Amministrazione & Finanza*, 15 (20), 43-47.
- TRETTEL, S., 2010. Nuovo regime per stock option ed emolumenti variabili. *Guida alla contabilità & bilancio*, 13, 29-31.
- TRETTEL, S., 2011a. L'agenzia delle entrate non chiarisce i dubbi IAS sulle “stock option” ai dipendenti. *Corriere tributario*, 34 (14), 1146-1149.
- TRETTEL, S., 2011b. Dubbi interpretativi per l'addizionale IRPEF sulle stock option dei manager. *Corriere tributario*, 34 (13), 1027-1030.
- VISCOGLIOSI, B., ZATTONI, A., 2008. La diffusione dei piani di stock option in Italia- situazione attuale e prospettive future. *Economia e Management*, 1, 69-89.
- YERMACK, D., 1997. Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements. *The journal of finance*, 52 (2), 449-476.
- ZANARDO, A., 2006. I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano. *Giurisprudenza commerciale*, 33 (5), 738-764.
- ZATTONI, A., 2003. I piani di stock option in Italia: diffusione e caratteristiche. *Economia e Management*, 6, 71-90.
- ZATTONI, A., MINICHILLI, A., 2009. The diffusion of equity incentive plans in italian listed compagnie: what is the trigger? *Corporate governance: An international Review*, 17 (2), 224-237-
- ZEPPILLI, M., 2009. I costi del personale in forma di stock option secondo i principi IAS/IFRS. *Corriere tributario*, 32 (28), 2287-2290.

Webgrafia

- AIDP. *La retribuzione variabile del Top Management*. Disponibile su: <http://www.aidp.it/riviste/articolo.php?id=1&ida=1181&idn=147&idx=> [Data di accesso: 13/04/2012].
- Accounting Principles Board, “Accounting for Stock Issued to Employees”, Opinions of the Accounting Principles Board N. 25, AICPA, 1972. Il testo è reperibile dal seguente link: <http://clio.lib.olemiss.edu/cdm4/document.php?CISOROOT=/aicpa&CISOPTR=476&CISOSHOW=448>. Data di accesso: 3 Maggio 2012.

- BORSA ITALIANA WEBSITE: <http://www.borsaitaliana.it>. Data di accesso: 15 Maggio 2012.
- COLLU, M., et al., 2005. *La valutazione e la contabilizzazione delle stock option in base al principio contabile internazionale IFRS 2* [online]. Studio Micocci&partners. Disponibile su: <http://www.studiomicocci.it/Evidenza.htm> [data di accesso: 30/05/2012].
- CNDCEC. 2010. IFRS 2, Pagamenti basati su azioni. Consultabili sul sito: <http://www.cndcec.it/Portal/Documenti/Dettaglio.aspx?id=cfb03412-d580-4e9a-b264-a91dff38461b>. Data di accesso: 9 maggio 2012.
- DAMODARAN, A., 2005. Employee Stock Options (ESOPs) and Restricted Stock: Valuation Effects and Consequences. Paper disponibile su: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
- DE FALCO, G., UGHI, NUNZIANTE., 2010. Stock Option Plan destinato a dipendenti di controllata italiana e offerta fuori sede. *Rivista di diritto bancario*, 1-6. Disponibile su: <http://www.dirittobancario.it/rivista/offerta-fuori-sede/stock-option-plan-destinato-a-dipendenti-di-controllata-italiana-e-offerta-fuori-sede>. Data di accesso: 11 Giugno 2012.
- DE NICOLA, A., Soci amministratori nella corporate governance della riforma del diritto societario. *Rivista elettronica S.S.F.E.* Disponibile al seguente link: <http://rivista.ssef.it/file/public/Dottrina/50/L1.A1001001A08F10B83056E89018.V1.pdf>. Data di accesso 16 Maggio 2012.
- FEDERMANAGER., 2010. Riforma fiscale e redditi di lavoro di lavoro dipendente: per una fiscalità volta verso il nuovo millennio. *Fondazione REI - CERADI Luiss Guido Carli*, 1-151. Accessibile all'indirizzo: <http://www.luiss.it/siti/media/1/20110218-FEDERMANAGER%20RAPPORTO%20FINALE%20%20sito%20CERADI.pdf>.
- IFRS WEBSITE: <http://www.ifrs.org>. Data di accesso: 3 maggio 2012.
- International Financial Reporting Standard 2. 2008. Consultabile sul sito: <http://www.ifrs.org>. Data di accesso: 8 maggio 2012.
- POZZOLI, F., 2011. Il fisco per i manager: stock options ed emolumenti variabili. Disponibile su: <http://www.professionisti.it/frontend/articolo/760/Il-fisco-per-i-manager-stock-options-ed-emolumenti-variabili>. Data di accesso: 16 Giugno 2012.

- TOWERS PERRIN, 2005. Equity Incentives Around the World. Disponibile su: http://www.towersperrin.com/tp/getwebcachedoc?webc=HRS/USA/2005/200507/Equity_Report.pdf.
- TOWERS PERRIN, 2009. *Dealing with underwater Stock options*. Disponibile su: <http://www.towerswatson.com/assets/pdf/640/UnderwaterStock-RB-12-29-09.pdf>
- TOWERS WATSON, 2011. *Executive compensation in the Say-on-pay Era*. Disponibile su: <http://www.gsb.stanford.edu/sites/default/files/documents/Towers-Watson-Webcast-EC-in-the-Say-on-Pay-Era.pdf>
- Unione Europea Official website. *Sintesi della legislazione dell'UE*: <http://europa.eu>. Data di accesso: 8 maggio 2012.
- WIKIPEDIA (the free encyclopedia), consultabile su: <http://en.wikipedia.org>.

APPENDICE:

Elaborazione dei dati raccolti mediante Visual Basic for Application

I dati relativi al campione di analisi sono stati raccolti in un unico foglio di lavoro Excel. Come molte delle applicazioni della Suite di Microsoft Office, Excel permette l'utilizzo del linguaggio di programmazione Visual Basic for Application (VBA). Attraverso l'emissione diretta di codice VBA all'interno dell'ambiente Visual Basic Editor, è possibile scrivere dei programmi che consentono facilmente di elaborare una vasta quantità di dati.

Attraverso la casella degli strumenti sono stati inseriti numerosi pulsanti di comando ciascuno dei quali è associato ad una specifica azione. Si presenta un'esemplificazione che consentirà di comprendere le istruzioni di codice presenti nel database.

Il codice contenuto nel pulsante di comando n° 1 consente di selezionare le società incluse nel campione che hanno emesso stock option in tutti i periodi fiscali esaminati (ossia le società appartenenti al gruppo Alfa) e di conteggiare le relative assegnazioni di stock option. Nel concreto, l'output finale sono le prime due colonne della tabella denominata "Figura 25" all'interno del quarto capitolo. Il codice viene presentato e commentato a blocchi attraverso una suddivisione definita come "istruzione".

```
società = Cells(2, 2)
```

```
rigainiz = 2
```

```
rigafinale = 2
```

```
riga = 2
```

Questa prima parte comprende le "istruzioni di dichiarazione" che permettono di definire le variabili e le costanti. L'oggetto "Cells" richiede l'inserimento di due input: la riga e la colonna che localizzano in modo univoco all'interno del foglio Excel la cella da cui estrarre il dato. Il vantaggio di questo oggetto è che la riga e la colonna possono essere sostituite da delle variabili.

La lista delle società inizia alla riga 2, colonna 2 e si estende fino alla riga 241. Nel momento in cui si assegna alla variabile denominata "società" la cella di riga 2 e colonna 2, questa assumerà il contenuto della relativa cella. Nel caso in questione $società = A2a$ ossia la prima società esaminata nel campione.

```
While riga < 241
```

```
rigainiz = riga
```

```
rigafin = riga
```

```
While società = Cells(riga, 2)
```

```
    società = Cells(riga, 2)
```

```
    riga = riga + 1
```

```
    rigafin = riga
```

```
Wend
```

Con la prima istruzione “while” si definisce un loop (o ciclo) definite da Lowell (2001, p. 134) come: “un’insieme di istruzioni eseguite ripetutamente finché non viene soddisfatta una determinata condizione”. La conclusione del loop è evidenziata dal codice “wend”.

In questo caso la condizione è il raggiungimento del valore 241 da parte della variabile “riga”. L’obiettivo infatti è esaminare tutte le società presenti nella lista. Dato che la relazione che lega ciascuna società alle relative assegnazioni è del tipo 1 a N, ne deriva che all’interno della lista, alcune società compaiono più volte se hanno emesso più di una assegnazione di stock option. Questo spiega perché le righe sono 241 mentre le società nel campione sono 94. In altri termini il numero di righe utilizzate (dalla numero 2 alla 241 ossia 240) è pari al numero di assegnazioni di stock option (186) sommate al numero di società che non hanno mai emesso una stock option in favore dei dipendenti (54). L’obiettivo di questo ciclo è non conteggiare più volte la medesima società nel caso in cui abbia emesso più di un piano di stock option. Il secondo ciclo “while” permette infatti di identificare per ogni società la sua esatta posizione nel database attraverso le due variabili “rigainiz” e “rigafin” che, come può suggerire il loro nome, rappresentano rispettivamente la riga iniziale e la riga finale. Ad esempio, per la società A2a queste due variabili coincidono dato che non ha emesso piani di stock option, mentre per la società Campari i valori assunti sono 14 e 24 poiché ha emesso 11 assegnazioni di stock option.

```
While rigainiz < rigafin
```

```
    If Cells(rigainiz, 13) = "A" Then
```

```
        periodoA = 1
```

```
    End If
```

```
    If Cells(rigainiz, 13) = "B" Then
```

```

    periodoB = 1
End If

If Cells(rigainiz, 13) = "C" Then
    periodoC = 1
End If

    rigainiz = rigainiz + 1
Wend

```

All'interno di questo loop si analizza la singola società dato che la condizione di esecuzione ripetuta è: “finché il valore corrispondente alla riga iniziale è inferiore a quello assunto dalla riga finale”. Nel momento in cui il test giungerà alla riga finale allora si avrà la certezza che tutte le assegnazioni della società in esame sono state considerate. L'istruzione If-then-endif, detta “istruzione condizionale”, rappresenta un processo di verifica molto semplice. La spiegazione di questa istruzione è offerta in modo chiaro da Lowell (2001, p. 130): “If esegue la verifica della condizione mentre l'istruzione Then esegue l'azione se la condizione è soddisfatta. End if informa Visual Basic dove si trova la fine del codice condizionale¹⁰³”. L'obiettivo di questo programma è selezionare le società che hanno emesso stock option nei periodi fiscali A,B e C. Si sono perciò create delle variabili binarie che assumono il valore 1 quando sono state assegnate stock option nel periodo fiscale corrispondente. Queste variabili binarie sono chiamate periodoA, periodoB, periodoC. Soltanto se tutte le tre variabili binarie assumono un valore pari a 1 allora la società potrà entrare nel gruppo Alfa. Questa conclusione è esplicitata dalla seguente istruzione condizionale if-then-end if:

```

If periodoA = 1 And periodoB = 1 And periodoC = 1 Then
    conta = conta + 1
    Cells(264, 4 + conta) = società
End If

```

¹⁰³ Può essere utile fare riferimento alle tabulazioni di ogni riga di codice per capire quale istruzione si sta esaminando.

Nel momento in cui tutte le assegnazioni della società sono state esaminate, tutte le variabili binarie vengono azzerate e la variabile “società” assume la denominazione della società successiva da analizzare.

```
società = Cells(riga, 2)
```

```
periodoA = 0
```

```
periodoB = 0
```

```
periodoC = 0
```

```
Wend
```

```
Cells(264, 2) = conta
```

L'output finale, il numero delle società appartenenti al gruppo Alfa, viene visualizzato dalla cella di riga 264 e colonna 2 grazie alla variabile “conta” che svolge letteralmente la funzione di contatore.

Per completezza si inserisce anche la seguente parte rimanente di codice che ha la semplice funzione di elencare tutte le società appartenenti al gruppo Alfa con il numero delle relative assegnazioni.

```
c = 5
```

```
i = 2
```

```
While c < Cells(264, 2) + 5
```

```
soc = Cells(264, c)
```

```
h = 0
```

```
While i < 241
```

```
    If soc = Cells(i, 2) Then
```

```
        h = h + 1
```

```
    End If
```

```
    i = i + 1
```

```
Wend
```

```
Cells(265, c) = h
```

```
c = c + 1
```

```
i = 2
```

Wend

End Sub

Sono stati creati più di 30 pulsanti di comando ciascuno dei quali contiene istruzioni ben precise che hanno fornito dei dati fondamentali allo svolgimento dell'analisi empirica. Tutti utilizzano nella parte iniziale delle istruzioni di dichiarazione e successivamente la combinazione di istruzioni condizionali e di istruzioni che permettono di implementare cicli. Alcuni pulsanti di comando, come quello appena illustrato, utilizza delle istruzioni semplici che non rendono difficoltosa la comprensione della linearità del programma, tuttavia altri pulsanti di comando, per esempio quelli che verificano la congruità alle condizioni fiscali del D.l. 3 ottobre 2006 n. 262, contengono algoritmi complessi che per essere compresi si consiglia l'utilizzo della funzione "debug" F8 che consente passo dopo passo di verificare il funzionamento del programma.