



Dipartimento di Impresa e management

*Cattedra Corporate
Governance and
Compliance
Management*

“Executive Compensation nelle imprese familiari”

RELATORE

Prof.
Saverio
Bozzolan

CANDIDATO
Valerio Confalone
Matr. 681291

CORRELATORE

Prof.
Barbara Sveva Magnanelli

ANNO ACCADEMICO 2017 / 2018...

INDICE

Introduzione

I *Executive compensation* ed Imprese Familiari

- 1.1 *Governance* ed Imprese familiari
 - 1.1.1 Problema di Agenzia di tipo I: conflitto di interesse fra *shareholders* e managers
 - 1.1.2 Problema di Agenzia di tipo II: conflitto di interesse fra azionisti di controllo e azionisti di minoranza
 - 1.1.3 Problema di Agenzia di tipo III: conflitto di interesse fra azionisti e creditori
 - 1.1.4 Problema di Agenzia di tipo IV: conflitto di interesse tra famiglia all'interno dell'impresa e famiglia all'esterno di essa
 - 1.1.5 Meccanismi di *Governance*
- 1.2 *Executive compensation* e conflitto di “Agenzia” nelle imprese familiari
 - 1.2.1 “*Socioemotional wealth*” ed *executive compensation*
- 1.3 *CEO compensation* in *family-firms*
 - 1.3.1 Remunerazione e controllo familiare
 - 1.3.2 Legami familiari e remunerazione

II Analisi sulle Imprese familiari e rispettivi *peers*

- 2.1 Criteri di individuazione e selezione del campione
- 2.2 Analisi sulle imprese familiari
 - 2.2.1 Remunerazione dei CEOs
- 2.3 Confronto con le società *peers*

Conclusioni

Bibliografia

INTRODUZIONE

Il seguente lavoro ha lo scopo di illustrare il fenomeno dell'*Executive Compensation*¹ all'interno delle Imprese familiari italiane.

Riguardo al tema della corretta remunerazione dell'organo amministrativo come efficiente strumento di *Corporate Governance*, la letteratura, specialmente accademica, offre studi approfonditi sul modello di società ad azionariato diffuso, nel quale le azioni sono possedute da un elevato e frammentato numero di azionisti e, vale a dire, dove la proprietà non è concentrata nelle mani di una singola persona o di un ristretto gruppo di individui. In questo tipo di società la proprietà è nettamente scissa dalla gestione che viene generalmente affidata a soggetti esterni.

Questo genere di relazione determina una situazione dicotomica, il cosiddetto “problema dell'Agenzia” in cui il *principal*, rappresentato dagli azionisti, non può, per mancanza di informazioni o per difficile accesso alle stesse, controllare l'operato dell'*agent*, rappresentato dagli amministratori, i quali sono per natura socio-economica orientati al perseguimento e alla massimizzazione dei propri obiettivi personali a scapito dell'interesse strettamente societario.

Il modello appena descritto rappresenta una realtà maggiormente diffusa nei paesi anglosassoni, ma poco rappresentativo del contesto globale, europeo e, in particolare, di quello italiano dove la struttura di *Governance* maggiormente diffusa è quella della proprietà familiare di cui viene ignorata la significatività economica. Anche negli Stati Uniti, dove è dominante il modello dell'azionariato diffuso, le società familiari generano dal 40 al 60 per cento del Prodotto Nazionale Lordo ed impiegano circa l'80 per cento della forza lavoro. In Italia quasi la metà delle società quotate ha una struttura proprietaria concentrata nelle mani di pochi individui, spesso fondatori.

La differente composizione della proprietà dell'impresa genera, quindi, “problemi di Agenzia” peculiari a tale forma e di diversa natura, coinvolgendo, di conseguenza, anche le pratiche e politiche di remunerazione adottate nei confronti dell'organo amministrativo e specialmente del CEO, l'amministratore delegato, una figura chiave all'interno del consiglio per allocare le risorse e per assumere decisioni strategiche.

In seguito a tali riflessioni è importante analizzare come e se le suddette società progettino i sistemi di emolumenti al fine di veicolare tali decisioni al perseguimento degli interessi di tutto l'azionariato e non solo di quello familiare.

La tesi affronterà in primo luogo un approfondimento circa le “problematiche di Agenzia” riscontrate nella proprietà familiare e descriverà quali possano essere i pro e i contro generati da tale struttura, verranno, poi, esaminati i “problemi di Agenzia” relativi ai sistemi di remunerazione.

¹ Insieme dei benefici di natura monetaria e non monetaria erogati a favore della parte più alta del management in cambio del loro operato a favore della società. All'interno di questa categoria rientrano Il presidente del consiglio di amministrazione, il vicepresidente, il CEO, il CFO e altri direttori con funzioni strategiche.

Successivamente il focus verrà spostato sulla figura dell'amministratore delegato.

Verranno analizzate le motivazioni che generano differenziali retributivi tra i CEO di società familiari e i CEO di società non familiari, ma anche le differenze retributive che si registrano all'interno delle imprese familiari tra CEO appartenenti alla famiglia e CEO professionisti.

Il lavoro terminerà con un'analisi empirica condotta sulle imprese familiari in Italia, dove, attraverso la selezione di un campione, sono stati registrati ed analizzati i dati contenuti nei documenti annuali della *Relazione sulla remunerazione* e della *Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari* di tali società al fine di confrontare il *compensation mix* rilevato con quello di società concorrenti di natura non familiare.

I risultati ottenuti verranno commentati e confrontati con quelli registrati da recenti ricerche in Europa.

EXECUTIVE COMPENSATION ED IMPRESE FAMILIARI

1.1 Governance ed Imprese familiari

Nell'affrontare lo studio del governo delle imprese familiari italiane è opportuno superare un approccio eccessivamente standardizzato in favore di una valutazione più profonda e contestualizzata dei meccanismi di *Governance*.

Il tema della *Corporate Governance* non può e non deve essere slegato dal contesto di riferimento nel quale viene discusso.

Come già esposto nell'introduzione, nel contesto europeo ed in particolare in quello italiano, un'altissima percentuale di società adotta il modello a conduzione familiare a scapito delle società ad azionariato diffuso. Se si considerano anche le società non quotate, il numero di tali imprese è di 784000, rappresentando l'85 per cento di tutte le società sul territorio nazionale e occupando il 70 per cento della popolazione.

Per tale motivo è di fondamentale importanza descrivere le peculiarità che contraddistinguono queste imprese per meglio comprendere le differenti dinamiche che regolano i rapporti di *principal* ed *agent*.

Quando si affronta il discorso riguardante imprese a gestione familiare e struttura di governo societario, il quesito principale che è necessario porsi è stabilire se la struttura proprietaria, fortemente concentrata nelle mani di pochi azionisti, appartenenti allo stesso nucleo familiare, generi o riduca i costi derivanti dal "Problema dell'Agenzia", poiché la gestione dell'impresa non può prescindere dalla risoluzione dei conflitti generati dal quest'ultima.

Al fine di cogliere il pieno significato dei conflitti di Agenzia presenti all'interno delle imprese familiari, è necessario partire dalla definizione di *Corporate Governance* fornita dagli studiosi Becht, Bolton & Roell (2003): essa viene descritta come "la riconciliazione dei conflitti di interesse tra i vari *shareholders* dell'impresa".

Il termine *Corporate Governance* indica, in via generale, il sistema di governo dell'impresa, cioè la struttura di funzionamento dei processi aziendali volti a gestire le relazioni con i portatori di interesse e a definire e controllare la performance.

Una corretta *Governance* presuppone la massimizzazione degli interessi non solo degli azionisti di maggioranza e di minoranza, ma anche la tutela dei finanziatori, dei dipendenti, dei clienti, dei fornitori ed infine del Legislatore.

La *Corporate Governance* è comunque un tema complesso e caratterizzato da molte sfaccettature, ed è compito del titolare, o degli amministratori, permeare l'intera impresa nel suo complesso con una cultura aziendale rivolta ai principi che derivano da un adeguato governo d'impresa, in quanto fattore che può condurre ad un miglioramento delle performance e del benessere dei suoi stakeholder.

I tradizionali conflitti di Agenzia trattati dalla dottrina possono essere divisi in 3 principali categorie:

- *shareholders* contro managers (Problema di Agenzia di tipo I);
- azionisti di controllo contro azionisti di minoranza (Problema di Agenzia di tipo II);
- azionisti contro creditori (Problema di Agenzia di tipo III).

Per quanto riguarda le imprese familiari è possibile considerare una quarta fattispecie, il Problema di Agenzia di tipo IV, rappresentate il conflitto esistente fra la famiglia all'interno dell'impresa, composta da *shareholders* e managers, e famiglia all'esterno dell'impresa. Quest'ultima, infatti, è in grado di esercitare una notevole influenza sull'operato dei primi.

La peculiarità della struttura familiare altera le prospettive all'interno dei problemi sopra indicati fornendo una dimensione diametralmente opposta a quella teorizzata sul modello della *wide-held company*.

Di seguito verranno descritte le particolarità presenti all'interno di ogni conflitto di Agenzia mostrando, poi, le possibili soluzioni che possono essere adoperate nel modello familiare.

1.1.1 Problema di Agenzia di tipo I: conflitto di interesse fra *shareholders* e managers

Il conflitto di interesse presente fra proprietà di impresa e managers rappresenta il classico Problema di Agenzia teorizzato dagli studiosi Jensen & Meckling (1976): questo deriva dalla separazione di proprietà e controllo all'interno dell'impresa.

Il fulcro del problema risiede nel fatto che generalmente l'impresa non è direttamente gestita dai proprietari. La gestione viene affidata a managers i quali, nonostante siano assunti al fine di perseguire gli interessi dei proprietari, agiscono naturalmente a favore dei propri interessi personali, differenti da quelli dei mandanti.

Nel caso in cui la proprietà sia concentrata nelle mani di una sola persona o un ristretto gruppo di individui, si verifica la possibilità e l'incentivo a favore di questi ultimi di esercitare un controllo più stringente e diretto sull'operato dei managers portando le loro azioni ad essere maggiormente orientate a favore della proprietà.

Per tale motivo una *ownership* maggiormente concentrata è un utile strumento di mitigazione del Conflitto di Agenzia di tipo I e la proprietà familiare rappresenta un particolare caso di tale fattispecie.

La riduzione di tale problema porta, generalmente, le imprese familiari ad avere performance migliori rispetto alle imprese non familiari (Anderson & Reeb, 2003)

La performance risulta essere innanzitutto profondamente influenzata da 3 fattori: proprietà, controllo e gestione (Villalonga e Amit, 2006).

La proprietà familiare crea valore, mentre il controllo familiare lo distrugge.

La gestione familiare è in grado di offrire un effetto positivo sulle prestazioni della società annullando gli effetti delle prime due variabili.

Villalonga e Amit (2014), inoltre, individuano ulteriori 4 fattori in grado di far variare la performance aziendale quali: definizione del *family business*, zona geografica, settore e variazioni nel panorama economico.

Proprietari individuali e famiglia sono solitamente maggiormente dedicati al controllo, rispetto ad altre tipologie di *shareholders*, poiché in gioco vi è il loro personale benessere.

Al contrario altri tipi di proprietà concentrata quali Stati, banche, *corporations* o altre istituzioni rappresentano solo agenti dei loro rispettivi *superprincipal* e sono meno inclini ad esercitare un controllo stringente.

Classeens e al. (2002) evidenziano come all'interno del campione analizzato sia possibile trovare una correlazione tra valore di impresa e proprietà familiare.

All'interno delle imprese familiari, quelle fondatrici generalmente appaiono come proprietari efficaci e dedicati a causa del loro legame emotivo con l'impresa che fornisce loro una fonte di motivazione addizionale.

La gestione familiare, riducendo o eliminando la separazione fra proprietari e managers, ha il potenziale di creare valore per l'impresa risolvendo il Problema di Agenzia I.

Nonostante ciò, i benefici di Agenzia generati dalla proprietà familiare devono essere commisurati ai costi scaturiti da episodi di nepotismo, assenza di meritocrazia e una minore professionalità dei manager assunti (Caselli & Gennaioli, 2013).

L'evidenza empirica mostra che il risultato del *trade-off* tra gli aspetti positivi e negativi della proprietà familiare è positivo qualora questa sia la fondatrice dell'impresa.

Amoako-Adu (1999), infine, nota come l'incarico di gestione dell'impresa affidato ad un erede generi nel mercato un senso di precarietà e sfiducia che incide in modo negativo sulla performance aziendale.

È stata, dunque, dimostrata correlazione fra performance negativa e successione familiare (Bennedsen e al., 2007).

1.1.2 Problema di Agenzia di tipo II: conflitto di interesse fra azionisti di controllo e azionisti di minoranza

Le imprese a controllo familiare ed individuale rappresentano un esempio in cui è presente un grande portatore di interesse e una cerchia ristretta di piccoli *shareholders*.

Questa struttura, come descritto in precedenza, è in grado di alleviare il classico conflitto di interessi di tipo I.

Di contro, il Problema di tipo II risulta essere presente in quanto gli azionisti di controllo potrebbero usare la propria posizione dominante per appropriarsi dei “benefici privati del controllo” ²(Grossman & Hart, 1980) a spese degli azionisti di minoranza.

La struttura familiare porta con sé grandi benefici, ma altrettanto grandi costi.

Risultano essere particolarmente elevati gli incentivi di controllo, ma anche quelli di espropriazione di ricchezza.

In queste imprese i problemi generati dal Problema di Agenzia II mettono in ombra il Problema di Agenzia I.

La presenza del conflitto di interesse fra Azionisti di maggioranza e minoranza può essere mostrata descrivendo 5 diverse casistiche:

- **Rapporto fra controllo e potere di voto**

DeAngelo & DeAngelo (1985) mostrano come gli appartenenti alla famiglia detengano all'interno dell'impresa una media del 24 per cento della proprietà, ma detengano allo stesso tempo il 56,9 per cento dei voti.

Altre ricerche mostrano come i proprietari dell'impresa familiare detengano un maggiore potere di voto all'interno dell'impresa permettendo il totale controllo della stessa.

In questo modo verrebbero alleviati i Problemi di Agenzia di tipo I, ma si accrescerebbero quelli di tipo II attraverso episodi di nepotismo e radicamento manageriale.

- **Premi di voto**

È stato dimostrato come all'interno delle imprese familiari sia presente un elevato numero di premi di voto.

Tale presenza suggerirebbe che le famiglie siano più inclini ad espropriare ricchezza dagli altri shareholders.

- **Flussi di cassa e diritti di controllo**

² Si definiscono benefici privati del controllo le varie forme di utilità privata godute in maniera esclusiva e non condivisa dai soggetti economici che esercitano il controllo societario.

Si evidenzia come il controllo sui flussi di cassa generino un impatto negativo sul valore dell'impresa.

- ***Tunneling***

Questa rappresenta la pratica attraverso la quale gli azionisti di controllo estraggono *assets* e profitti dall'impresa a beneficio dei controllori.

- **Effetti macroeconomici**

Il Problema di Agenzia di una proprietà concentrata può investire il contesto di riferimento.

Interi settori o una grande parte di essi appartengono al controllo di famiglie.

È possibile, quindi, che si possano alterare gli equilibri economici del contesto nel quale opera l'impresa.

1.1.3 Problema di Agenzia di tipo III: conflitto di interesse fra azionisti e creditori

La teoria dell'Agenzia attribuisce all'uso del debito sia effetti positivi, sia effetti negativi.

I primi vedono il debito come un utile strumento di *Governance* per mitigare il Problema di Agenzia di tipo I descritto nel primo paragrafo.

Dal punto di vista dei costi, invece, il debito può rappresentare la fonte di nuovi conflitti di interesse, per la precisione fra azionisti e creditori.

Nelle imprese familiari il Problema di Agenzia di tipo III ha ricevuto minori attenzioni rispetto ai primi due.

Anderson, Mansi & Reeb (2003) affermano che gli obiettivi della famiglia come visione di lungo periodo, ossia la volontà di mantenere intatta la reputazione dell'impresa e la volontà di trattenere la proprietà, determinino maggiore interesse alla massimizzazione del valore aziendale piuttosto che alla massimizzazione degli interessi degli azionisti.

Il risultato è che nelle imprese familiari vi è una minore divergenza di interessi tra azionisti e creditori.

A favore di questa tesi gli studiosi hanno registrato come in presenza di una famiglia fondatrice il costo del debito risulti essere significativamente ridotto.

Nonostante le famiglie ricorrano in modo moderato all'uso del debito al fine di evitare un'eccessiva diluizione del loro capitale, l'allineamento degli interessi con i creditori permette loro un migliore e più economico accesso al debito.

1.1.4 Problema di Agenzia di tipo IV: conflitto di interesse tra famiglia all'interno dell'impresa e famiglia all'esterno di essa

In aggiunta ai precedenti Problemi di Agenzia, le imprese familiari sono soggette al conflitto di interesse che si instaura tra la famiglia impegnata nella direzione e controllo dell'impresa e famiglia all'esterno di questa.

È possibile identificare la famiglia in generale come un *superprincipal* e la famiglia di impresa come un *agent* di questa.

In qualità di agenti della famiglia di appartenenza, gli azionisti di famiglia, hanno l'obiettivo di preservare e tramandare l'eredità familiare.

La famiglia, proprio come gli azionisti che hanno il potere di nominare i manager che agiranno come agenti dei loro interessi, nei limiti della legge, indica quali saranno i propri esponenti che avranno il compito di eseguire determinati impegni e comportamenti.

Tale relazione è maggiormente evidente per le seconde e ulteriori generazioni di imprese familiari nelle quali la generazione precedente designa i membri della famiglia che saranno i successori nell'impresa attraverso doni, eredità, vendite ed altri tipi di trasferimenti.

Come in tutti i Problemi di Agenzia il problema risiede nel differenziale di interessi fra *principal* ed *agent*.

La funzione di utilità della famiglia risulta essere maggiormente orientata a un vasto *range* di obiettivi come: preservare eredità e reputazione familiare; implementare i valori, visione e missione della famiglia; proteggere il nome della famiglia; mantenere la famiglia coesa; minimizzare i conflitti; massimizzare quello che Gomez-Mejía e al. (2007) definiscono come il "*socioemotional wealth*"; proseguire la visione del fondatore; procurare impiego per i membri della famiglia; aiutare la comunità; proteggere l'ambiente; altri obiettivi per cui l'impresa di famiglia assume un ruolo strumentale.

La famiglia di impresa, invece, condivide con la famiglia esterna solo alcuni degli obiettivi sopracitati, ma allo stesso tempo detiene target propri come la massimizzazione dei ritorni finanziari, l'aumento dei dividendi, o possedere una maggiore liquidità.

1.1.5 Meccanismi di Governance

Nel seguente paragrafo verranno elencati gli strumenti di *Governance* che possono essere utilizzati per la mitigazione dei conflitti di Agenzia.

Verrà, poi, successivamente focalizzata l'attenzione sugli specifici strumenti che possono essere utilizzati nelle imprese a struttura familiare.

- **Concentrazione della proprietà**

La letteratura della *Corporate Governance* ha generalmente considerato due versioni della concentrazione della proprietà come meccanismo per alleviare il Problema di Agenzia di tipo I: proprietà manageriale e proprietà di un'azionista esterno all'impresa.

Il primo tipo eliminerebbe radicalmente il problema unificando le figure di *principal* ed *agent* in una sola entità.

Il secondo tipo vede una mitigazione del problema attraverso un maggiore controllo esercitato da un grande azionista che, a differenza di quelli piccoli, ha gli incentivi e le possibilità di adoperarlo.

Entrambe le forme sopracitate possono essere riscontrate all'interno delle imprese familiari.

La concentrazione della proprietà ha il potere di alleviare i Problemi di Agenzia I e III, ma allo stesso tempo aggrava i Problemi di Agenzia II e IV.

Una possibile soluzione è rappresentata dalla presenza di una proprietà eterogenea (Bennedsen & Wolfenzon, 2000).

Forti *shareholders* non appartenenti alla famiglia possono esercitare il proprio controllo sia sui managers, sia sugli esponenti della famiglia.

Allo stesso tempo la loro presenza allontanerebbe gli interessi aziendali dagli interessi della famiglia esterna, mantenendo il costo del debito contenuto (Gomes & Novaes, 2005).

- **Consiglio di amministrazione**

Uno dei punti cardine della *Corporate Governance* è rappresentato dalla presenza del consiglio di amministrazione (Fama & Jensen, 1981).

L'operato di quest'ultimo è in grado di alleviare innanzitutto il Problema di Agenzia di tipo I attraverso un maggiore controllo sulla condotta dei managers.

Il *board*, infatti, è in grado di proteggere gli azionisti da possibili abusi di potere del management grazie alle virtù di responsabilità e controllo che ne limitano l'operato.

Il consiglio, inoltre, si configura come utile strumento di mitigazione del Problema di tipo II attraverso la protezione contro l'espropriazione di ricchezza da parte degli azionisti di maggioranza.

Attraverso un ruolo di mediatore il consiglio è in grado di facilitare la comunicazione tra famiglia di impresa e famiglia esterna mitigando di conseguenza anche il Problema di Agenzia di tipo IV.

Nelle loro ricerche Anderson & Reeb (2004) hanno mostrato come un consiglio di amministrazione indipendente risulti essere correlato a migliori performance aziendali.

Inoltre, la presenza di esponenti familiari e non familiari all'interno del board genera un'influenza positiva sulla performance (Gonzalez e al., 2012).

- ***Executive compensation***

I sistemi di remunerazione per l'organo amministrativo possono essere un utile strumento di riduzione del problema di Agenzia di tipo I attraverso piani che allineino gli interessi degli amministratori e dei proprietari (Jensen & Murphy, 1990)

Nelle imprese a conduzione familiare i sistemi di *compensation* possono potenzialmente ridurre il rischio di radicamento manageriale e, inoltre, ridurre la possibilità di conflitti di interesse fra azionisti di maggioranza e minoranza.

Gómez-Mejia, Larranza-Kintana & Makri (2003) hanno registrato come i CEO operanti nelle imprese familiari percepiscano una retribuzione inferiore rispetto a quella di manager di imprese non familiari, ma siano soggetti ad una maggiore protezione dal rischio.

È stato registrato come in Francia le imprese a conduzione familiare offrano ai loro manager contratti a lungo termine caratterizzati da una maggiore sicurezza intrinseca e permettono a queste imprese di pagare stipendi meno elevati per competenze più elevate e maggiore produttività (Sraer & Thesmar's, 2007).

Il CEO familiare accetta, quindi, una remunerazione più bassa in cambio di un impiego caratterizzato da maggiore sicurezza.

- **Debito**

Il ricorso al debito può alleviare il Problema di Agenzia di tipo I attraverso diversi canali. Innanzitutto, se l'impresa è molto esposta al debito, tanto più i manager detengono quote di equity tanto più questi avranno interesse ad allineare i propri interessi con quelli degli *shareholders* (Jensen & Meckling, 1976).

In secondo luogo, alti livelli di debito possono indurre a migliori performance i manager al fine di evitare la bancarotta (Grossman & Hart, 1980).

Il debito, poi, è un utile strumento di disciplina a causa delle restrizioni imposte dai contratti che riducono o eliminano i flussi di cassa destinati a progetti potenzialmente senza valore (Jensen, 1986). Infine il ricorso a capitale di terzi può alleviare il Problema di Agenzia di tipo IV diluendo il capitale sociale che di conseguenza riduce il potere della famiglia esterna all'impresa.

- **Politiche sui dividendi**

In modo simile al debito le politiche sui dividendi possono attenuare il Problema di Agenzia di tipo I riducendo le somme di denaro sotto il controllo diretto dei managers (Jensen, 1986).

Faccio, Lang & Young (2001) hanno evidenziato come nelle imprese in cui vengono erogati maggiori dividendi vi sia maggiore possibilità di espropriazione di ricchezza da parte degli azionisti di controllo.

È dimostrato che le imprese familiari erogano minori dividendi delle imprese non familiari (Gonzalez e al., 2014).

È interesse della famiglia, infatti, trattenere ricchezza all'interno della società in modo tale da reinvestirla per il miglioramento dell'attività, prodromo del benessere socio-economico del nucleo familiare.

- **Controllo del mercato**

Il mercato è un potente strumento di disciplina sull'operato dei managers. Esso agisce come meccanismo di controllo sia ex ante, sia ex post (Manne, 1965).

Le caratteristiche delle imprese familiari, però, fanno sì che il controllo del mercato risulti essere meno stringente rispetto ad imprese non familiari. Si evidenzia infatti come nelle prime sia presente un'elevata concentrazione delle quote di proprietà, uso di meccanismi per il rafforzamento del controllo e radicamento manageriale.

- **Protezione per investitori**

Gli investitori risultano essere più propensi all'investimento delle proprie ricchezze in una società in presenza di una solida protezione legale (Maury, 2006).

Una bassa protezione, infatti, amplifica i conflitti di interesse presenti fra azionisti di maggioranza e minoranza.

Tale effetto risulta essere maggiore nelle imprese a conduzione familiare (Amit e al., 2015).

- **Meccanismi di Governance nelle imprese familiari.**

In aggiunta alle forme di tutela descritte nei punti precedenti, le imprese familiari dispongono di ulteriori strumenti che hanno il fine di ridurre i conflitti di Agenzia.

Tali strumenti si prefiggono l'obiettivo di rendere più trasparente la relazione tra impresa e famiglia, articolare e comunicare la missione, visione e valori della famiglia, gestire i conflitti familiari e creare fiducia per una migliore comunicazione all'interno dell'impresa (Davis, 2007; Gersick & Feliu, 2014).

I due strumenti di Governance individuati sono l'assemblea di famiglia e il consiglio di famiglia.

La prima rappresenta un forum che riunisce tutti gli appartenenti alla famiglia oltre una certa età.

Si riunisce generalmente una o due volte all'anno e fornisce ai propri membri informazioni circa la famiglia e il business, talora supportate da corsi di formazione per maggiori chiarimenti.

Le attività svolte all'interno dell'assemblea hanno lo scopo di migliorare la coesione della famiglia e preservare la sua eredità, cultura e norme (Davis, 2007).

Il consiglio familiare è il gruppo di lavoro rappresentativo della stessa che organizza gli incontri e la formazione per la famiglia.

Solitamente il consiglio coordina il proprio operato con il consiglio di amministrazione per allineare gli obiettivi della famiglia con quelli degli altri *shareholders* e facendo sì che i consiglieri salvaguardino i valori, bisogni e desideri della famiglia.

Il consiglio offre anche la possibilità di ridurre i conflitti all'interno della famiglia che possano intaccare negativamente la competitività della impresa (Blumentritt, Keyt & Astrachan, 2007).

È necessario, affinché lo strumento sia efficace che il consiglio di amministrazione sia adeguatamente bilanciato e abbia potere di equilibrare gli interessi della famiglia e degli *shareholders*.

1.2 *Executive compensation* e conflitto di “Agenzia” nelle imprese familiari

Il tema dell'*executive compensation* rappresenta uno dei principali strumenti volti alla riduzione dei conflitti di “Agenzia”.

Secondo la dottrina classica è possibile analizzare il fenomeno attraverso 2 principali approcci:

Il primo con cui è possibile analizzare il fenomeno è rappresentato dalla teoria dell’“*optimal contracting approach*”.

Secondo questa la corretta determinazione del compenso assegnato ai manager sotto forma di componente fissa, variabile e benefici addizionali fa sì che gli interessi di questi ultimi siano allineati con quelli degli azionisti. La determinazione del *compensation mix* può essere il risultato delle contrattazioni fra il consiglio di amministrazione e gli amministratori esecutivi, oppure essere determinato da limitazioni di mercato che obbligano le parti ad adottare determinati tipi di politica anche in assenza di contrattazione.

La suddetta teoria, però, presenta alcuni limiti.

Innanzitutto i componenti del consiglio di amministrazione sono soggetti ad un conflitto di “Agenzia” intrinseco al proprio ruolo.

Lo scopo di ogni amministratore, infatti, è quello di essere rieletto nel consiglio successivo.

Il loro stipendio medio negli Stati Uniti si aggira intorno ai 150 mila dollari (Pearl Mayers e Partners, 2002).

Le motivazioni, quindi, sono semplici da intuire e possono essere riassunte in diverse motivazioni quali: uno stipendio elevato, una posizione di prestigio e l'accesso a relazioni di business e sociali privilegiate. Nonostante gli amministratori vengano eletti per lista dagli azionisti, poi, gli esecutivi (CEOs) hanno discreti poteri riguardanti la nomina dei componenti del consiglio. Tale influenza genera negli

amministratori non esecutivi il razionale atteggiamento di favorire politiche remunerative eccessivamente onerose a beneficio dell'amministratore delegato purché possano essere plausibilmente difese e giustificate.

Un altro limite della teoria riguarda il ruolo delle forze di mercato.

Queste, infatti, non sono adeguatamente forti da garantire la giusta determinazione dei compensi.

Il mercato offre delle linee guida riguardanti la gestione delle relazioni tra componenti del consiglio e amministratore delegato che sono ben lontane dall'essere vincolanti generando scarsi incentivi alla persecuzione degli obiettivi aziendali (Bebchuk, Fried e Walker, 2002).

Il secondo approccio utilizzato dalla dottrina per analizzare la relazione tra *compensation* ed "Agenzia" è quello del "*managerial power approach*", dove l'*executive compensation* è vista non solo come un problema in grado di aumentare il divario di interessi tra azionisti e manager, ma anche come parte del problema di "Agenzia" stesso.

Gli amministratori esecutivi, infatti, sono in grado di esercitare una forte pressione nella determinazione della loro retribuzione; tanto è più elevato il potere conferito a questi ultimi, tanto maggiore sarà la loro abilità nell'estrarre rendite dagli azionisti.

Concetto chiave all'interno di questa teoria è il costo e la limitazione esercitata dall'"indignazione".

Quanto più "indignazione" provocherà l'adozione di una determinata politica retributiva, tanto più gli amministratori saranno riluttanti ad approvarla e tanto più gli esecutivi troveranno esitazione nel proporla.

È quindi chiaro come la percezione di equità che i portatori di interesse nutrono nei confronti delle decisioni del *board* possa influenzarne la determinazione.

Johnson, Porter e Shackell (1977) notano come i giudizi negativi sugli stipendi dei CEOs determinassero un abbassamento della remunerazione percepita durante il loro periodo di analisi.

Il sopracitato concetto si collega immediatamente al secondo principale aspetto affrontato dalla teoria del "*managerial power approach*", quello del "camuffamento". Per evitare e minimizzare l'effetto dell'"indignazione" degli *shareholders* nei confronti di politiche di *compensation* che possano estrarre rendite dalla società, i manager tendono ad oscurare e legittimare le proprie azioni. Il desiderio di nascondere il proprio operato può sfociare in strutture di remunerazioni non ottimali che incidono negativamente sugli incentivi manageriali e sulla performance. Per questo motivo sono di fondamentale importanza *disclosure* e trasparenza.

Di seguito è possibile individuare 4 diversi *pattern* e pratiche determinati dalla combinazione di accentramento di potere e "camuffamento":

- **Relazioni tra potere e salario**

La retribuzione di un manager è alta e/o meno sensibile all'andamento della performance in società dove essi hanno più potere.

Gli studiosi Core, Holthausen e Larcker (1999) individuano le seguenti 4 condizioni di debolezza.

- a) presenza di un consiglio di amministrazione debole o inefficace;
- b) assenza di un grande azionista;
- c) assenza di un investitore istituzionale;
- d) presenza di tutele per l'anticipata rilevazione dall'incarico.

La debolezza del consiglio di amministrazione può essere determinata, innanzitutto, da un numero troppo elevato di consiglieri al suo interno che renderebbe difficile la creazione di un'opposizione nei confronti del CEO.

Altro fattore di debolezza è la circostanza in cui la maggior parte dei consiglieri è stata designata dal CEO, determinando in questi ultimi un senso di gratitudine e soggezione nei confronti dello stesso. La funzione di controllo esercitata dagli amministratori subisce un deterioramento in presenza di soggetti esercitanti la propria gestione in più società, aumentando di conseguenza il loro grado di distrazione.

Infine è possibile segnalare come peggiori la qualità del sistema di compensation la presenza della CEO duality, cioè quando l'amministratore delegato della società riveste anche la carica di presidente del consiglio, e quando partecipa al comitato per le nomine e remunerazione (Cyert, Kang e Kumar, 2002; Core, Holthausen and Larcker, 1999).

La presenza di un grande azionista di riferimento fa sì che egli eserciti con più pressione il proprio ruolo di controllo e di conseguenza venga limitato il potere del manager di influenzare il proprio compenso. È stata rilevata, quindi, una correlazione negativa tra la detenzione di un gran numero di partecipazioni da parte azionista e l'ammontare del compensation mix del CEO (Shleifer e Vishny, 1986).

Bertrand e Mullainathan (2000), inoltre, rilevano come i CEO di imprese in cui sono presenti azionisti con basse quote di partecipazione tendano a ricevere un maggior numero di compensi "luck-based", cioè associati ad un aumento dei profitti interamente generato da fattori esterni e sistemici piuttosto che da sforzi dei managers.

La presenza di un grande investitore istituzionale può assicurare un miglior controllo sulla retribuzione del CEO, tanto maggiore è la presenza, tanto minore sarà il compenso.

Una ricerca effettuata dagli studiosi Hartzell e Starks (2002) su un campione di 2000 imprese in un arco temporale che va dal 1991 al 1997, conferma questa teoria. Secondo i loro studi, inoltre, l'intervento di questi investitori genera soluzioni retributive maggiormente correlate alla performance. L'incidenza sulla remunerazione dei CEO dipende dal tipo di relazione che gli

investitori istituzionali hanno con l'impresa (David, Kochar e Levitas, 1998). Il primo tipo di relazione è quella secondo la quale gli investitori non hanno altre relazioni di business con l'impresa e sono interessati solo all'accrescimento del valore azionario. Il secondo tipo rappresenta la fattispecie secondo cui questi intrattengono, invece, relazioni di business con l'impresa, rendendoli vulnerabili alla pressione esercitata dai manager. La remunerazione dei CEO risulta essere correlata negativamente alla presenza di investitori del primo tipo e positivamente con la presenza di quelli del secondo tipo.

Infine, la presenza di tutele per l'anticipata rilevazione dall'incarico rendono il CEO meno vulnerabile e favoriscono l'ampliamento dei suoi poteri all'interno della società.

Le ricerche di Borokhovic, Brunarski e Parrino (1997) hanno dimostrato come gli amministratori delle società che hanno impiegato questo tipo di clausole percepissero una remunerazione superiore alle medie di mercato e abbiano visto le proprie ricompense aumentare dopo l'adozione delle stesse. Questa pratica risulta oltremodo scorretta in quanto una posizione lavorativa permeata da maggiore sicurezza esporrebbe l'operato dei manager ad un minore rischio e di conseguenza comporterebbe l'erogazione di compensi meno elevati.

- **Consulenti per la remunerazione**

Molte società ingaggiano consulenti esterni per progettare le proprie politiche remunerative (Bizjack, Lemmon e Naveen, 2000). Il motivo alla base di tale scelta è fare leva sulla loro esperienza in materia grazie anche all'uso di sistemi di informazioni privilegiate. Il loro impiego però può altresì essere ricollegato al concetto di "camuffamento".

Spesso la loro consulenza è utilizzata al fine di giustificare la remunerazione dei manager piuttosto che ottimizzarla.

I consulenti, poi, hanno forti incentivi a svolgere il proprio incarico a favore del CEO.

Nonostante quest'ultimo non sia formalmente coinvolto nel processo di selezione dei consulenti, questi sono spesso ingaggiati dal dipartimento delle risorse umane il quale è subordinato alla supervisione del CEO.

Ostacolare il processo di formazione di un'elevata remunerazione per l'amministratore delegato può provocare il mancato impiego futuro di un consulente sia da parte della società, sia da parte di altre emittenti (Crystal, 1991).

Per i consulenti risulta semplice giustificare alti livelli di remunerazione.

Ad esempio, quando l'andamento della società è positivo, essi affermano che il compenso dell'executive debba riflettere gli andamenti della performance e quindi è ragionevole che sia superiore alla media.

Al contrario, quando l'impresa genera scarsi risultati, le loro analisi di remunerazione non si concentrano sui livelli di performance, bensì su dati aggregati di settore (Gillan, 2001).

È stato dimostrato come le imprese che pagano di più i propri amministratori nei report destinati agli *shareholders* citino l'utilizzo di sondaggi e consulenti per la determinazione degli importi (Wade, Porac e Pollack, 1997).

- **Compensi nascosti**

Come documentano Bechuk e Fried (2003), le imprese utilizzano strutture di remunerazione che rendono meno trasparente l'ammontare percepito dall'amministratore e le estensioni di remunerazione che non sono collegate alla performance.

All'interno di questa fattispecie possiamo trovare piani di pensionamento, retribuzioni differite, previdenze post-pensionistiche e contratti di consulenza.

Un'altra pratica di occultamento è rappresentata dai prestiti concessi agli *executive*. I manager possono celare i propri guadagni grazie a tassi di interesse particolarmente favorevoli.

Il guadagno ottenuto grazie a queste pratiche non deve figurare all'interno delle tavole di remunerazione nei *dossier* annuali.

Per citare un esempio, nello scandalo WorldCom, non fu riportato nei prospetti un ammontare pari a 400 milioni di dollari percepito dal CEO Bernard Ebers ottenuti ad un tasso pressoché pari alla metà di quello di mercato. Si specifica, però, che questa pratica è stata resa illecita all'indomani del "*Sarbanes-Oxley Act*". Prima di questo, infatti, circa il 75 per cento delle più grandi imprese negli Stati Uniti erano solite erogare prestiti a favore dei propri esecutivi (King, 2002).

Un altro modo con cui i prestiti possono fornire copertura di guadagni è la remissione del debito. Le imprese concedono un prestito ad un *executive* al fine di acquistare un elevato numero di azioni e, qualora il valore delle stesse cali al di sotto del valore del prestito, non si manifesterebbe la completa restituzione della somma erogata.

È come se le imprese concedessero al CEO un'opzione di acquisto di azione ad un prezzo pari all'ammontare del debito. I piani opzionari, però, al contrario dei prestiti devono essere inclusi nelle tavole di remunerazione redatte annualmente non permettendo di nascondere i guadagni percepiti dagli assegnatari (Lublin, 2002).

- **Indennità di fine rapporto**

In alcuni casi i consigli di amministrazione offrono pagamenti e benefici, non presenti nel contratto di remunerazione del CEO, a manager che vengono destituiti a causa di scarse performance dell'impresa.

Queste pratiche non solo riflettono il risultato di una non adeguata contrattazione tra il *board* e l'amministratore delegato, ma forniscono anche un'immagine non adeguata dell'impresa che condiziona l'atteggiamento dei futuri amministratori. Queste pratiche, tuttavia, sono decisamente frequenti e rappresentano come sia elevata l'influenza del CEO sul consiglio.

1.2.1 “*Socioemotional wealth*” ed *executive compensation*

I sopracitati approcci risultano essere distanti e poco esplicativi delle relazioni di “Agenzia” che influenzano la determinazione dei compensi per gli amministratori delegati all’interno del panorama delle imprese familiari.

Come è stato più volte sottolineato, infatti, la classica dottrina spesso ignora il peso che ha la conduzione familiare sulla struttura di *Governance* e sulle relazioni che determinano i conflitti di “Agenzia”.

Per il suddetto motivo gli studiosi Gomez-Mejia, Haynes, Nunez-Nickel, Jacobson e Moyano-Fuentes (2007) hanno teorizzato un nuovo paradigma, estensione della comune teoria sull’Agenzia, per lo studio e l’analisi delle imprese familiari al fine di superare i limiti della dottrina: il “*Socioemotional walth*”; *SEW*. Secondo questa teoria le relazioni all’interno di tali imprese sono generalmente guidate ed influenzate dalla preservazione del “*Socioemotional wealth*” familiare.

Le principali plusvalenze e minusvalenze non sono, quindi, di carattere finanziario ed economico, ma di carattere emotivo.

La famiglia, infatti, sarebbe disposta, in casi estremi, a sacrificare la stessa impresa al fine di preservare il suo “*Socioemotional wealth*”. Il valore del benessere della famiglia è di carattere intrinseco, la sua protezione, infatti, è il fine ultimo della famiglia ed è ancorata ad un profondo livello psicologico tra i membri del nucleo la cui identità è intrinsecamente legata all’organizzazione (Berrone et al, 2010).

Qualsiasi minaccia a questo benessere fa sì che la famiglia si ritrovi in una “situazione di perdita” e, al fine di ridurla, metterà in atto decisioni strategiche estreme, anche a spese degli altri *principals* che non condividono questo fine.

Di conseguenza è possibile affermare, in contrasto alla classica teoria di Agenzia, che l’avversione al rischio per riduzioni sul benessere della famiglia ha la priorità su quello per perdite finanziarie.

Il tema dell’*executive compensation* assume, sotto questo punto di vista, una diversa prospettiva.

La remunerazione per i manager appartenenti alla famiglia assume un ruolo marginale, abbandona la sua funzione di controllo.

Il compenso dei manager, infatti, non risulta essere di carattere economico, ma emotivo.

Un *compensation mix* di dimensioni ridotte rispetto alle medie di mercato viene compensato da una posizione lavorativa permeata da maggiore stabilità e sicurezza.

L’interesse del CEO familiare strettamente correlato all’andamento societario, centro dell’immagine e del benessere familiare, non genera la tradizionale asimmetria di interessi che rende necessaria la presenza di strumenti di remunerazione a presidio degli obiettivi societari.

La presenza del “*Socioemotional wealth*”, inoltre, fa sì che questi ultimi siano naturalmente orientati al perseguimento di obiettivi di lungo periodo, riducendo di conseguenza l’efficacia di forme di remunerazione variabile.

Come tutte le teorie precedentemente affrontate, però, l’approccio mostra che l’attaccamento della famiglia alla preservazione del “*Socioemotional wealth*” genera allo stesso tempo risvolti positivi e negativi.

Gomez-Mejia (2007) dimostra che le imprese familiari adottano rischiose manovre economiche al fine di preservare il proprio “*Socioemotional wealth*”. Nei suoi studi, le imprese produttrici di olio, ad esempio, hanno preferito rimanere indipendenti piuttosto che unirsi in cooperative che avrebbero offerto loro benefici finanziari e protezione da rischi economici.

Gomez-Mejia (2008), inoltre, mostra come le imprese familiari preferiscano eleggere consiglieri affiliati al nucleo anche se questo pregiudichi la capacità del consiglio di controllare il management e offrire un parere indipendente.

Gli azionisti di controllo di famiglia, infatti, tendono a creare contratti di protezione sul *welfare* del *top management team* o sistemi di remunerazione poco ancorati a forme di remunerazione variabile e di lungo periodo quando questo è composto da membri della stessa anche se ciò va a scapito della performance aziendale (Gomez-Mejia, Becerra, 2010).

A supporto della tesi è stato dimostrato come le imprese familiari tendano a diversificare meno, anche in settori ad elevato tasso tecnologico, nonostante ciò implichi un elevato rischio.

La ragione risiede nel fatto che la diversificazione ridurrebbe il “*Socioemotional wealth*” della famiglia attraverso la diluizione e cessione del controllo (Gomez-Mejia e al, 2010).

Uno degli aspetti positivi individuati dalla ricerca (Berrone e al, 2010) dimostra come le imprese familiari tendano ad inquinare meno delle non familiari nell'intenzione di non intaccare l'immagine della famiglia.

Il modello presenta, infine, gli aspetti della “dotazione affettiva” dei proprietari dell'impresa appartenenti alla famiglia.

Questi includono: il desiderio di quest'ultima di esercitare la propria autorità, l'accrescimento dell'influenza della famiglia, il mantenimento della leadership, la selezione di membri fidati della famiglia e il perseguimento della dinastia (Gomez-Mejia e al, 2007).

Per tale motivo l'approccio “*Socioemotional wealth*” risulta essere multidimensionale.

Il benessere della famiglia può essere analizzato secondo 5 diverse dimensioni racchiuse nell'acronimo FIBER.

1. Controllo ed influenza della famiglia (*Family control and influence*)

La caratteristica principale che caratterizza le imprese familiari è che i suoi membri esercitano il controllo attraverso le decisioni strategiche (Chua e al, 1999).

Il controllo può essere esercitato direttamente attraverso le posizioni di amministratore delegato, presidente del consiglio o nominando i membri del *top management team*.

È usuale in tali imprese che i proprietari di famiglia assumano ruoli multipli all'interno della stessa per esercitare controllo formale ed informale.

Il controllo rappresenta un elemento cardine del “*Socioemotional wealth*” della famiglia in quanto permette la sua preservazione.

La famiglia per questo motivo è maggiormente interessata al mantenimento del controllo piuttosto che all'attenzione delle considerazioni di carattere finanziario (Gomez-mejia, 2007).

2. Identificazione dei membri di famiglia con l'impresa (*Family members' identificatin with the firm*)

L'identità di un proprietario di un'impresa di famiglia è intrinsecamente collegata alla vita dell'organizzazione che generalmente porta il nome della stessa.

L'impresa risulta essere un'estensione della famiglia.

Da un punto di vista interno, questo ha peso su tutti gli impiegati, processi e qualità dei prodotti e servizi che l'impresa offre.

Da un punto di vista esterno, ciò fa sì che l'impresa sia attenta all'immagine pubblica che il suo operato imprenditoriale offre al contesto nel quale opera.

Le imprese familiari mostrano un elevato grado di *corporate social responsability* e *community citizenship* (Berrone e al, 2010).

3. Legami sociali vincolanti (*Binding social ties*)

La terza dimensione tratta i legami sociali vincolanti dell'impresa.

Il forte legame familiare crea un clima di fiducia non solo all'interno dell'impresa, ma anche all'esterno. Ad esempio, le imprese familiari spesso possiedono clienti e fornitori di vecchia data, considerati di fatto come membri del nucleo familiare (Uhlener, 2006).

Il senso di appartenenza alla famiglia è condiviso con gli impiegati e promuove un senso di stabilità e dedizione all'interno dell'impresa (Miller & LeBreton-Miller, 2005).

I forti legami investono anche il contesto sociale nel quale opera l'impresa attraverso il perseguimento del benessere collettivo, anche se questo risulta essere antieconomico.

4. Attaccamento emotivo (*Emotional attachment*)

Sebbene le emozioni siano parte integrante ed imprescindibile di qualsiasi contesto lavorativo, questo aspetto risulta essere amplificato nelle imprese a conduzione familiare.

Le sottili barriere presenti fra famiglia ed organizzazione fanno sì che quest'ultima sia permeata dalle emozioni positive e negative della famiglia, influenzando il processo decisionale di business (Baron, 2008).

Le emozioni permettono la creazione di un senso di continuità all'interno dell'impresa attraverso la comunicazione del passato, del presente e del futuro.

La dimensione emozionale giustifica la presenza del fenomeno economico dell'"altruismo" all'interno di queste imprese.

Bergstrom (1995) e Becker (1981) definiscono la presenza di quest'ultimo allorquando gli attori coinvolti nell'attività di impresa perseguono gli interessi della propria famiglia come se fossero quelli della propria persona.

Questo meccanismo, dunque, sviluppa un elevato senso di fedeltà, facilita la comunicazione ed estende l'orizzonte temporale decisionale riducendo significativamente il costo dell'“Agenzia”.

È importante sottolineare, infine, come le emozioni possano avere anche un aspetto negativo rendendo le relazioni all'interno dell'impresa disfunzionali.

La gestione dei conflitti ne è un chiaro esempio.

Nelle imprese non familiari, infatti, i conflitti relazionali spesso si concludono con la terminazione del contratto di impiego da parte di una delle parti.

Ciò non accade nelle imprese familiari dove le tensioni vengono gestite, sperando in una futura attenuazione.

5. Rinnovamento delle obbligazioni familiari attraverso la dinastia (*Renewal of family bonds through dynastic*)

L'ultima dimensione si riferisce all'intenzione da parte della famiglia di controllo di affidare il perseguimento dell'attività sociale alle future generazioni.

L'impresa, infatti, non rappresenta un semplice asset che può essere semplicemente venduto, ma rappresenta l'eredità e la tradizione tramandata dalla famiglia (Casson, 1999).

La società è un investimento di lungo periodo da affidare ai discendenti.

Ricerche mostrano come preservare l'attività di famiglia per le future generazioni sia uno dei principali obiettivi di questo tipo di imprese e, per tale motivo, esse mostrano piani strategici maggiormente orientati al lungo periodo rispetto alle imprese non familiari (Miller & LeBreton-Miller, 2006).

Una visione eccessivamente orientata al lungo periodo, però, non è priva di complicazioni.

Si sottolinea, infatti, come all'interno di queste imprese siano presenti fenomeni di radicamento manageriale e conflitti circa la successione.

1.3 CEO compensation in family firms

Nel seguente paragrafo verranno elencati i risultati di ricerche condotte in Europa che analizzano le relazioni che intercorrono tra livello e composizione della remunerazione dei CEO e struttura proprietaria familiare.

Si analizzeranno innanzitutto le differenze retributive che intercorrono tra imprese familiari e non familiari.

Successivamente l'attenzione sarà focalizzata esclusivamente all'interno delle imprese familiari evidenziando come lo stipendio dei manager sia diverso a seconda che vi sia alla guida dell'impresa un esponente della famiglia o un professionista esterno.

È importante ricordare come il tema dell'Agenzia in queste imprese risulta essere sensibilmente diverso da quella della *widely held company*³. La relazione conflittuale intercorre tra *shareholders* ed esponenti della famiglia che attraverso la concentrazione proprietaria potrebbero estrarre ricchezza dalla società e perseguire azioni a basso rischio per preservare l'integrità del proprio patrimonio.

Il CEO in queste imprese assume il ruolo di agente nei confronti degli interessi di famiglia.

Questo tipo di relazione fa sì che nella pratica la remunerazione concessa all'amministratore delegato di famiglia sia più bassa in presenza di un numero maggiore di esponenti della famiglia all'interno dell'impresa.

Secondo Gomez-Mejia e altri (2003) ciò è riconducibile a tre principali motivi:

- a) Tale fattispecie fa sì che la posizione occupata da quest'ultimo presenti un maggiore coefficiente di sicurezza rispetto alla condizione di un amministratore non appartenente all'asse familiare. Il CEO di famiglia cede parte dei suoi benefici economici al fine di godere di maggiore stabilità occupazionale.
- b) L'amministratore di famiglia riceve benefici emotivi generati dai legami familiari e dal fatto che la maggior parte della famiglia è supportata e arricchita attraverso la giusta amministrazione della società. Il loro operato non è strettamente correlato ad obiettivi di tipo economico.
- c) Essendo la loro posizione occupazionale relativamente stabile, non si pone la necessità di retribuire il manager secondo schemi dettati dalle medie di mercato. Difficilmente quest'ultimo lascerebbe la società per un incarico meglio retribuito.

³ Modello di impresa ad azionariato diffuso.

1.3.1 Remunerazione e controllo familiare

La famiglia esercita un ruolo di controllo nei confronti dell'amministratore delegato.

In un modello ad azionariato diffuso questa funzione è svolta dal consiglio di amministrazione attraverso il fenomeno del controllo reciproco.

Gli amministratori sono interessati a vigilare al fine di ottenere una buona performance aziendale, fattore che permetterebbe loro di godere di una buona fama nei mercati e di ottenere incarichi più favorevoli.

D'altra parte gli amministratori, qualora avvengano comportamenti poco ortodossi del CEO che in qualche modo possano intaccare la loro reputazione, preferiscono dimettersi dall'incarico piuttosto che affrontare direttamente quest'ultimo.

Nelle imprese familiari la situazione appare diversa.

Il ruolo di controllo è esercitato dagli esponenti della famiglia che, diversamente dal precedente caso, non possono abbandonare facilmente il proprio incarico. Questo fa sì che la loro funzione di monitoraggio venga svolta con particolare attenzione spendendo tempo ed energie per comprendere al meglio le intenzioni del CEO e orientare i suoi comportamenti al lungo periodo.

Tanto maggiore sarà la pressione esercitata dal controllo familiare, tanto minore sarà la retribuzione assegnata al CEO anche in relazione ad una minore discrezionalità nelle scelte strategiche che riduce la complessità dell'incarico.

La presenza di concentrazione familiare all'interno della società genera, inoltre, una diversa influenza sull'utilizzo di piani opzionari.

Risultati della ricerca⁴, infatti, evidenziano come nelle imprese familiari tanto maggiore è il numero di appartenenti al nucleo all'interno della società, tanto minore sarà l'utilizzo di piani opzionari a favore dell'amministratore delegato appartenente alla famiglia.

Nel modello della *wide-held company* tali piani sono utilizzati per allineare gli interessi dei manager a quelli degli azionisti.

Questi incentivi sono apprezzati dai manager in quanto non generano rischi collaterali per gli stessi.

Essi, infatti, hanno molto da guadagnare e poco da perdere.

Il mancato raggiungimento degli obiettivi o la diminuzione del valore azionario, infatti, non producono un intaccamento della ricchezza dei manager. Questo incentiva gli stessi ad intraprendere azioni rischiose per il perseguimento di obiettivi di performance.

Al contrario, nelle imprese a gestione familiare, il perseguimento di azioni rischiose non risulta essere compatibile con l'interesse della famiglia nel preservare la ricchezza aziendale. I piani opzionari, inoltre, offrirebbero ai CEO, attraverso la conversione, la possibilità di aumentare la propria porzione partecipativa di capitale sociale a scapito degli altri membri.

⁴ James G. Combs, Christopher R. Penney, T. Russell Crook, Jeremy C. Short. "The impact of family representation on CEO compensation"

Nelle imprese dove il CEO rappresenta l'unico componente del nucleo familiare avviene esattamente l'opposto.

Egli, infatti, non è più soggetto al monitoraggio strategico esercitato dai membri della famiglia e può utilizzare la propria influenza per recepire remunerazioni più elevate. Il suo potere risulta essere maggiore grazie alla diretta proprietà, relazioni influenti e una più lunga permanenza nel consiglio.

Anche sul piano opzionario è possibile riscontrare una situazione inversa.

Le opzioni, infatti, possono potenzialmente accrescere la ricchezza del CEO, aumentando ulteriormente la propria quota di proprietà e controllo dell'impresa.

Nonostante gli amministratori delegati familiari siano, generalmente, maggiormente avversi al rischio non avendo possibilità di diversificare lo stesso, nel caso in cui la loro quota di proprietà non sia abbastanza elevata da poter manovrare l'intera società, assumono dei rischi al fine di aumentarla.

Inoltre, venendo meno la presenza di familiari che esercitino il controllo, gli amministratori del consiglio preferiscono affidarsi a strumenti di monitoraggio di tipo finanziario piuttosto che strategico.

Il controllo finanziario premia i manager allorquando agiscono a favore degli *stakeholders*, sollevando i membri del consiglio dalla necessità di valutare ogni singola decisione strategica.

1.3.2 Legami familiari e remunerazione

Il fenomeno della remunerazione del CEO fornisce altri interessanti risultati analizzando le differenze che intercorrono qualora all'interno dell'impresa familiare egli sia o meno un membro della famiglia.

È stato rilevato⁵ che un amministratore appartenente al nucleo familiare guadagna meno rispetto ad un professionista.

Innanzitutto si evidenzia, nuovamente, come in considerazione di una posizione più stabile all'interno dell'impresa, l'amministratore di famiglia sia disposto a rinunciare ad una remunerazione cospicua.

Inoltre, le aspettative di performance nei confronti dello stesso risultano essere meno elevate rispetto ad un amministratore esterno.

Smith e Amoako-Adu (1999) notano come le imprese aventi scarse performance vedono far ricadere le proprie scelte di *turnaround* in primo luogo sui CEO esterni, in secondo sugli interni non appartenenti al nucleo e solo infine sui membri della famiglia.

Il legame presente tra *family-CEO* e famiglia fa sì che questi siano più inclini a considerare adeguate le sue performance.

In presenza di un manager esterno, però, questa relazione viene meno e spesso in caso di scarse performance l'*executive* viene spesso fortemente contestato e considerato un "capro espiatorio". Tanto più aumenta la concentrazione proprietaria nelle mani della famiglia di controllo, tanto più cresce il fenomeno

⁵ James G. Combs, Christopher R. Penney, T. Russell Crook, Jeremy C. Short. "The impact of family representation on CEO compensation"

dell’“altruismo” nei confronti dell’amministratore di famiglia e tanto più cresce il rischio di un CEO professionista, determinando un maggiore divario remunerativo fra le due fattispecie.

Di seguito verranno analizzati i differenziali retributivi all’interno delle imprese familiari tra amministratori di famiglia e professionisti esterni che si verificano in presenza di: investitori istituzionali, processi di ricerca e sviluppo e rischio di business.

- **Presenza di Investitori istituzionali;**

Il *compensation mix* di un amministratore delegato varia in funzione della presenza di investitori istituzionali all’interno dell’impresa.

Essi influenzano la struttura della remunerazione orientando le azioni manageriali a decisioni di lungo periodo avendo intenzione di ridurre i costi di “Agenzia” determinati dalla “miopia manageriale”. Essi infatti godono di maggiori benefici in investimenti che generano ritorni più veloci che permettono alla loro reputazione di crescere velocemente favorendo il loro percorso di carriera personale.

Nelle imprese familiari, invece, la presenza dei legami, la fedeltà, la garanzia e la stabilità dell’occupazione fanno sì che i *family-CEO* siano naturalmente orientati al lungo periodo. Questi, infatti, non risultano essere “braccati” dai risultati trimestrali, non subiscono pressioni dovute alla preoccupazione di un sollevamento dall’incarico (Kets de Vries, 1993).

Ciò determina di conseguenza una diminuzione degli effetti esercitati dagli investitori istituzionali nei confronti di un amministratore di famiglia.

Enfatizzare eccessivamente un orizzonte temporale di lungo periodo può non solo creare scarsi benefici nei confronti degli *shareholders*, ma può anche alimentare pericolosamente fenomeni di *radicazione manageriale*.

Il fenomeno dell’“altruismo” genera bassissimi gradi di turnover all’interno di queste società permettendo la permanenza di amministratori che agiscono con strutture di rischio sub-ottimali e scarse performance determinando un grave danno per la società.

Gli strumenti di incentivazione di lungo periodo, quindi, determinano differenti risultati a seconda che il beneficiario sia o meno un CEO di famiglia. Nel primo caso l’esito risulterebbe negativo, alimentando, principalmente, il fenomeno del radicamento manageriale. Nel secondo, invece, il risultato determinerebbe la risoluzione della “miopia manageriale” e delle asimmetrie informative generando un effetto positivo sul problema dell’“Agenzia”.

- **Il ruolo moderatore di Ricerca e Sviluppo;**

La ricerca⁶ evidenzia come le società che effettuano maggiori investimenti in ricerca e sviluppo paghino maggiormente i propri esecutivi, enfatizzando, in particolare, la componente variabile della remunerazione orientata al lungo periodo. Le imprese remunerano attraverso compensi più elevati tassi di rischio associati a tali attività permeate da maggiori ambiguità nelle relazioni causa-effetto, più incertezza di lungo periodo, maggiore incidenza e dipendenza da sfortuna ed errori. Gli investimenti in ricerca e sviluppo causano l'aumento delle asimmetrie informative tra manager professionisti ed azionisti, connesse ad una maggiore specializzazione richiesta, maggiore complessità dei processi e difficoltà di giudicare l'operato dei manager nel breve periodo.

L'effetto della ricerca sulla remunerazione dei *family*-CEO, al contrario, non esercita un'influenza positiva. Il profilo esperienziale di un amministratore familiare è poco coerente con le capacità richieste da imprese con un alto tasso di innovazione. Generalmente, gli amministratori appartenenti ad una linea dinastica familiare, ricevono una speciale formazione volta ad acquisire una profonda conoscenza dei processi produttivi dell'azienda, risultando più compatibile con settori di tipo tradizionale piuttosto che basati su conoscenze di tipo scientifico.

Essi presentano un limitato numero di skills e, di solito, sono meno qualificati rispetto a professionisti esterni.

Per i sopracitati motivi risulta ragionevole affermare che un manager non appartenente all'asse familiare possa percepire una remunerazione più elevata man mano che si intensificano gli investimenti in ricerca e sviluppo.

L'aumento di questi ultimi provoca, parallelamente, l'aumento degli incentivi di lungo periodo per i *non-family*-CEO con il fine di correlare maggiormente il destino manageriale a quello azionario.

- **Ruolo moderatore del rischio;**

Essendo, generalmente, i manager avversi al rischio, in presenza di un aumento dello stesso si verificherà un aumento dei compensi totali.

La relazione tra rischio e retribuzione, però, risulta essere influenzata, come i precedenti casi, dalla presenza o meno di legami familiari.

La retribuzione di un CEO familiare, infatti, risulta essere più sensibile al rischio rispetto a quella di un esterno.

Le imprese familiari detengono un tasso di fallimento maggiore rispetto alle altre imprese in presenza di elevati rischi di business poiché, spesso, non utilizzano fondi proveniente dall'esterno, ma si affidano esclusivamente al reinvestimento dei profitti.

⁶ James G. Combs, Christopher R. Penney, T. Russell Crook, Jeremy C. Short. "The impact of family representation on CEO compensation"

La limitata diversificazione di portafoglio e l'elevato costo del capitale espongono questo tipo di imprese a rischi più elevati che determinano maggiori probabilità di fallimento.

I rischi, poi, non sono solo di tipo finanziario, ma anche di tipo socio-emotivo collegati al nome e prestigio della famiglia.

I CEO familiari considerano l'impresa come un oggetto di devozione e hanno impiegato gran parte della propria vita all'interno della stessa. Le possibilità di reimpiego all'interno di un'altra impresa, a differenza di un CEO professionista, sono molto limitate.

Un manager professionista non risulta essere vincolato all'impresa né da fattori finanziari, né da fattori emotivi, egli manterrà la sua posizione fino al momento in cui sarà vantaggioso per la propria utilità.

Inoltre, come sopra specificato, per un manager professionista c'è la possibilità di abbandonare l'incarico senza essere esposto al rischio di fallimento del business.

Raramente i manager professionisti risultano essere leali nei confronti di un'organizzazione e, per tale motivo, l'abbandono di una posizione o il fallimento di un business difficilmente sono catastrofici per la sua carriera.

Nonostante questi fattori all'aumentare del rischio anche i manager professionisti percepiscono una remunerazione più elevata.

La relazione che, però, occorre sottolineare è come la sensibilità della remunerazione al rischio sia più intensa in presenza di un CEO familiare che vedrà crescere i propri compensi più velocemente rispetto ad un esterno.

In questa dinamica il fenomeno dell'"altruismo" gioca nuovamente un ruolo fondamentale.

I membri della famiglia difficilmente sottopagherebbero un amministratore appartenente alla stessa in un'azienda esposta ad elevato rischio di business. La maggior parte dei fattori risulterebbero essere fuori ed oltre il controllo dell'amministratore e provocherebbero situazioni di grande disagio personale.

È importante sottolineare, infine, come l'esposizione dell'impresa a rischio sistemico possa ulteriormente accrescere le differenze appena descritte.

Tale rischio, per sua stessa definizione, espone il CEO a maggiori condizioni di incertezza determinati da fattori esogeni non direttamente influenzabili dall'operato dell'executive.

Nelle imprese familiari questo effetto è incrementato dall'assenza di opportunità di diversificazione.

ANALISI SULLE IMPRESE FAMILIARI E RISPETTIVI PEERS

2.1 Criteri di individuazione e selezione del campione

Al fine di individuare il campione sul quale è stata svolta l'analisi è stato necessario innanzitutto circoscrivere il significato di impresa familiare.

Per restringere il campo di analisi, sono state esaminate le informazioni fornite dall'AIDAF, l'Associazione Italiana delle Aziende Familiari.

L'Associazione in primo luogo fornisce informazioni circa la concentrazione di tali imprese nel mercato italiano e la loro distribuzione geografica.

Il numero di imprese familiari quotate nel mercato italiano è pari a 290, quelle associate AIDAF ammontano a 102. Quest'ultime sono concentrate principalmente nel settore dell'industria e dei beni di consumo.

La loro distribuzione vede circa il 90 per cento quotato su MTA⁷, una piccola percentuale su STAR⁸ e la restante parte su AIM⁹.

Nell'individuazione del campione sono risultati fondamentali i requisiti associativi richiesti dall'AIDAF.

Secondo l'Associazione per "Aziende Familiari" si intendono *i soggetti giuridici, italiani o stranieri, titolari di aziende, operanti in qualsiasi settore economico, nelle quali, da almeno due generazioni:*

- *una famiglia italiana, sia con riguardo a una azienda ubicata in Italia che con riguardo a una azienda situata all'estero; oppure:*
- *una famiglia straniera, con riguardo a una azienda ubicata in Italia; detenga (o più famiglie collegate tra loro da legami di parentela o da solide alleanze detengano), direttamente o indirettamente, il potere di nominare gli organi di governo societario;*
- *un esponente di una di dette famiglie (una "Famiglia") sia, di norma, componente di uno degli organi di governo societario e rivesta all'interno di essi funzioni apicali.*

⁷ Mercato telematico azionario, uno dei quattro comparti del mercato di Borsa Italiana S.p.a in cui vengono negoziati diritti d'opzione, obbligazioni convertibili, warrants e azioni o quote di OICR (organismi d'investimento collettivo del risparmio) quotati in Borsa valori.

⁸ L'indice FTSE Italia STAR, la cui sigla STAR è acronimo di segmento titoli con alti requisiti, è un indice del mercato telematico azionario gestito da Borsa italiana che comprende società per azioni di medie dimensioni (con capitalizzazione fino ad 1 miliardo di Euro).

⁹ L'AIM Italia - Mercato alternativo del capitale (noto semplicemente come AIM Italia) è un mercato italiano gestito da Borsa Italiana S.p.A. attivo dal 1° marzo 2012, nato in seguito all'operazione di accorpamento dei mercati AIM Italia e MAC in uno unico.

Rientrano nel novero delle Aziende Familiari anche le società quotate in un mercato regolamentato se tra gli azionisti vi sia una o più Famiglie titolare di una quota di capitale sociale che attribuisca almeno il 25 per cento dei voti nell'assemblea ordinaria.

Possono assumere la qualifica di Associati i soggetti giuridici titolari di Aziende Familiari (i quali sono rappresentati nell'Associazione da una sola persona fisica designata tra gli appartenenti alla Famiglia proprietaria o a una delle Famiglie proprietarie):

- *che siano operanti da almeno due generazioni, in qualsiasi settore economico;*
- *in cui una famiglia italiana, sia con riguardo a una azienda ubicata in Italia che con riguardo a una azienda situata all'estero, oppure una famiglia straniera, con riguardo a una azienda ubicata in Italia detenga, direttamente o indirettamente, il potere di nominare gli organi di governo societario;*
- *in cui un esponente di una famiglia sia componente di uno degli organi di governo societario e rivesta all'interno di essi funzioni apicali;*
- *in cui, nel caso di società quotate in un mercato regolamentato, tra gli azionisti vi sia una o più Famiglie titolare di una quota di capitale sociale che attribuisca almeno il 25 per cento dei voti nell'assemblea ordinaria;*
- *che abbiano almeno uno dei seguenti requisiti (da considerarsi con riferimento all'ultimo esercizio sociale):*
 - *a) patrimonio netto di almeno un milione di euro;*
 - *b) ricavi pari ad almeno cinque milioni di euro;*
 - *c) almeno trenta persone tra dipendenti e collaboratori a vario titolo.*

Infine sono presenti una serie di requisiti relativi ad un codice etico dove le persone fisiche associate non devono:

- *Aver avuto comportamenti ritenuti gravi del Consiglio Direttivo*
- *Aver riportato condanne penali che per natura, gravità, tempo, grado di giudizio siano ritenute incompatibili dal Consiglio con la partecipazione all'Associazione*

Il Consiglio, di conseguenza può non accogliere domanda, sospendere un associato o escluderne la partecipazione.

I Partner dei quali si serve l'AIDAF per apportare conoscenza, cultura di impresa e opportunità di crescita e sviluppo sono: *American Chamber of Commerce in Italy*; Borsa italiana-Elite; EY; Unicredit.

Infine, a completamento della mia ricerca, ho utilizzato le informazioni presenti nel "Report AUB 9° edizione", stilato dall'Osservatorio AUB sulle aziende familiari italiane.

Nella nota metodologica, infatti, venivano elencati i criteri di selezione del campione analizzato.

Queste informazioni risultavano essere di grande utilità per la ricerca.

Nel Report sono state considerate familiari:

- *Le società controllate almeno al 50% (+1) da una o due famiglie (se non quotate);*
- *Le società controllate al 25% da una o due famiglie (se quotate);*
- *Le società controllate da un'entità giuridica riconducibile ad una delle due situazioni sopra descritte.*

In caso di gruppi monobusiness, sono state considerate le società controllanti nei seguenti tre casi:

- a) la società controllante è una pura finanziaria di partecipazioni;*
- b) esiste una sola controllata operativa con ricavi superiori a 20 milioni di €;*
- c) il perimetro di consolidamento della controllante coincide sostanzialmente con le dimensioni della principale controllata.*

Sono state escluse tutte le società controllate, sia di primo livello che dei livelli successivi.

In caso di gruppi multibusiness:

- *Sono state escluse le controllanti - capogruppo (spesso società finanziarie).*
- *Sono state incluse le società controllate (operative) al secondo livello della catena di controllo.*
- *Sono state incluse le società finanziarie di partecipazioni di secondo livello (sub-holding, individuate come tali mediante il codice ATECO 2007) soltanto nelle seguenti circostanze:*
 - a) le società da queste controllate con oltre il 50% e con fatturato superiore ai € 20 mln svolgono attività tra loro simili;*
 - b) vi è una sola società controllata con oltre il 50% e con fatturato superiore ai € 20 mln.*
- *Sono state escluse anche le società controllate al terzo livello e successivi della catena di controllo poiché le informazioni risultano in larga parte contenute nel bilancio consolidato delle controllanti di secondo livello, incluse nella lista secondo i criteri di cui sopra.*

L'analisi ha preso in esame unicamente le società quotate in quanto obbligate alla pubblicazione dei documenti riguardanti la Relazione sulla remunerazione e la Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari.

L'esercizio di riferimento è il 2016.

Il primo documento è risultato essere di fondamentale importanza a causa delle informazioni circa i pagamenti effettuati per Dirigenti e il Consiglio di Amministrazione di una società.

I dati riscontrati nella relazione sulla remunerazione possono includere le retribuzioni lorde, dettagli sui benefici e le informazioni sulle opzioni su azioni.

Il secondo documento ha permesso l'individuazione dei componenti del Consiglio di Amministrazione e dei comitati, con i rispettivi ruoli, e dei membri appartenenti all'asse familiare. Il documento, inoltre, ha fornito informazioni circa il genere, l'età dei componenti del *board*, l'arco temporale di permanenza nello stesso e il grado di *expertise* attraverso la valutazione dei *curricula* allegati alla relazione.

Sulle 102 società quotate associate con l'AIDAF è stato selezionato un campione rappresentativo formato da 20 società in base ad un criterio casuale.

Di seguito si fornisce l'elenco in ordine alfabetico:

1	Aeffe Spa
2	Autogrill Spa
3	Biesse Group
4	Brunello Cucinelli Spa
5	Carraro Group
6	Dataogic Spa
7	Fila Spa
8	Gefran Spa
9	I.M.A Spa
10	K.R energy Spa
11	Marr Spa
12	Meridie Spa
13	Nice Spa
14	Pierrel Spa
15	Reno De Medici Spa
16	Rosss Spa
17	Sol Spa
18	Tesmec Spa
19	Tod's Spa
20	Vittoria Assicurazioni Spa

Successivamente, al fine di ottenere un metro di confronto con i dati registrati dalle imprese familiari, si è provveduto alla selezione di società che fossero dirette concorrenti di quelle precedentemente selezionate.

Il campione è stato individuato grazie al software “*Thomson Reuters Eikon*”, un potente strumento di analisi finanziaria contenente all’interno del proprio database informazioni tanto provenienti da piccole startup quanto da grandissime imprese.

Una volta inserito il nome di una società, vengono fornite informazioni riguardanti le *industry peers* della stessa all’interno del settore di appartenenza.

Per la ricerca sono state selezionate due società concorrenti per ogni impresa familiare per un totale di ulteriori 29 imprese dal momento che alcune di queste condividevano gli stessi *peers*, oppure possedevano un solo *peer* che fosse obbligato alla pubblicazione dei report annuali su remunerazione e *Corporate Governance*.

Di seguito si fornisce l’elenco dei *peers* selezionati in ordine alfabetico con rispettivo settore di appartenenza utilizzato come criterio per l’individuazione degli stessi:

1	Aeffe Spa	Settore: beni di prima necessità; tessile e abbigliamento; abbigliamento e accessori
	a)	Moncler Spa
	b)	Vincenzo Zucchi Spa
2	Autogrill Spa	Settore: beni di prima necessità; hotel e servizi di intrattenimento
	a)	Gamenet Group
	b)	Snaitech Spa
3	Biesse Group	Settore: beni industriali; macchinari, attrezzi, veicoli pesanti, treni e navi; equipaggiamenti e macchinari industriali
	a)	Fidia Spa
	b)	Sintesi Spa
4	Brunello Cucinelli Spa	Settore: beni di prima necessità; tessile e abbigliamento; abbigliamento e accessori
	a)	Moncler Spa
	b)	Vincenzo Zucchi Spa
5	Carraro Group	Settore: beni industriali; macchinari, attrezzi, veicoli pesanti, treni e navi; equipaggiamenti e macchinari industriali
	a)	Irce Spa
	b)	Prysmian Spa

6	Datalogic Spa	Settore: tecnologia; apparecchiatura tecnologica
	a)	Servizi Italia Spa
	b)	Tps Group
7	Fila Spa	Settore: servizi industriali e commerciali; servizi professionali e commerciali
	a)	Cerved Group
	b)	Fiera Milano Spa
8	Gefran Spa	Settore: beni industriali; macchinari, attrezzi, veicoli pesanti, treni e navi; equipaggiamenti e macchinari industriali; componenti e attrezzature elettriche
	a)	Irce Spa
	b)	Prysmian Spa
9	I.M.A Spa	Settore: beni industriali; macchinari, attrezzi, veicoli pesanti, treni e navi; equipaggiamenti e macchinari industriali
	a)	Fidia Spa
	b)	Sintesi Spa
10	K.R energy Spa	Settore: beni per materiali elettrici; produttori di energia indipendente; produttori di energia rinnovabile
	a)	Alerion Clean Power Spa
	b)	Plt energy Spa
11	Marr Spa	Settore: alimentare e farmaceutico; distribuzione alimentare e farmaceutica
	a)	Bioera Spa
12	Meridie Spa	Settore: servizi finanziari; servizi bancari e di investimento; gestione di investimenti e fondi
	a)	Anima Holding Spa
	b)	LVenture Group Spa
13	Nice Spa	Settore: servizi industriali e commerciali; costruzioni e meccanica
	a)	Industria e Innovazione Spa
	b)	Ambienthesis Spa
	Pierrel Spa	Settore: salute e ricerca farmaceutica; biotecnologie;
	a)	MolMed Spa
15	Reno De Medici Spa	Settore: materie prime
	a)	Intek Group
	b)	Boero Bartolomeo Spa

16	Rosss Spa	Settore: servizi industriali e commerciali; servizi professionali e commerciali
	a)	Servizi Italia Spa
	b)	Tps Group
17	Sol Spa	Settore: materie prime; prodotti chimici
	a)	Boero Baertolomeo Spa
	b)	Bio On Spa
18	Tesmec Spa	Settore: beni industriali; macchinari, attrezzi, veicoli pesanti, treni e navi; equipaggiamenti e macchinari industriali
	a)	Fincantieri Spa
	b)	Prysmian Spa
19	Tod's Spa	Settore: beni di primo consumo; tessile ed abbigliamento; scarpe
	a)	Ovs Spa
	b)	Moncler Spa
20	Vittoria Assicurazioni Spa	Settore: servizi finanziari; servizi assicurativi
	a)	Cattolica Assicurazioni
	b)	Unipol Spa

2.2 Analisi sulle imprese familiari

La ricerca, inizialmente, focalizzerà la propria attenzione esclusivamente sulle imprese familiari selezionate.

Come mostrato nella Tabella n°1, nel campione selezionato sono stati individuati 190 amministratori: il 14 per cento di questi riveste la carica di Amministratore Delegato; il 10 per cento la carica di Presidente del consiglio di amministrazione

All'interno dei consiglieri 80 rispettano i requisiti di indipendenza secondo il TUF con il valore di 56 per cento del totale.

La divisione di genere mostra come all'interno dei consigli di amministrazione la maggioranza degli individui è di sesso maschile, con una percentuale che ammonta al 71 per cento del totale.

Infine si registra come l'età media rilevata nei documenti sulla *Governance* è di 57 anni.

- Tabella n°1 – Dati sulla composizione del consiglio di amministrazione nelle imprese familiari:

Composizione del consiglio				
	Numero degli Amministratori	Presidenti	Amministratori Delegati	Consiglieri generici
	190	20	26	144

Indipendenti	Familiari	Esecutivi	Età media	Uomini	Donne
80	43	57	57	135	55

Per quanto riguarda i dati di retribuzione, quelli che sono stati presi in considerazione comprendono:

- componente fissa;
- retribuzione per partecipazione a comitati;
- bonus ¹⁰;
- altre forme di retribuzione¹¹;
- incentivi non monetari;
- indennità di fine rapporto.

L'analisi mostrerà il livello di remunerazione percepito dai membri del consiglio, sia su base cumulata, sia per singolo ruolo, verificando le differenze che intercorrono fra la remunerazione dei presidenti, degli amministratori delegati e componenti del consiglio con particolare attenzione a quelli con requisito di indipendenza.

¹⁰ Nel campione sono stati rilevati sotto la dicitura "bonus" piani di MBO; piani di incentivazione di lungo termine; obiettivi pluriennali; è stato rilevato un ridottissimo utilizzo di *stock option*.

¹¹ Il contenuto di questa voce non viene specificato nelle Relazioni sulla remunerazione.

Per ogni ruolo ricoperto nel consiglio verrà mostrata la percentuale di appartenenti all'asse familiare esprimendo un parere circa la possibile incidenza di questa nei confronti della retribuzione.

Si esaminerà la proporzione presente fra componente fissa e variabile con particolare riferimento alla composizione della remunerazione variabile e alla presenza di stock option.

Sarà valutata, poi, la sussistenza di differenziali retributivi in base alla presenza di un CEO appartenente o meno all'asse familiare, al livello di concentrazione di esponenti della famiglia nel consiglio di amministrazione.

- Tabella n°2 – Livelli di remunerazione media per i consiglieri nelle imprese familiari:

Livello medio remunerazione consiglieri					
	Fisso	Da comitato	Bonus	Altro	Non Monetari
	€ 173.047,55	€ 5.579,63	€ 58.225,98	€ 26.707,22	€ 2.575,93

Totale Media
€ 266.136,30

- Tabella n°3 – Grado di concentrazione familiare:

Grado di concentrazione familiare			
	Consiglieri	Consiglieri familiari	Consiglieri non familiari
	190	43	148

Dalle rilevazioni raccolte nella Tabella n°2 risulta evidente l'asimmetria presente tra l'ammontare della retribuzione fissa e quello della variabile.

Ora se consideriamo tali elementi e le finalità della variabilità retributiva (riconoscere e premiare particolari performance; aumentare i profitti d'impresa favorendo il raggiungimento di obiettivi di breve o di lungo periodo oppure aumentare la responsabilità di determinate personalità all'interno dell'impresa prevedendo la loro partecipazione al capitale, tra questi ultimi incentivi si possono identificare i piani di azionariato e le altre forme di partecipazione all'equity) bisogna tener presente che l'applicazione di forme retributive fa a mutare il rapporto del dipendente all'interno dell'impresa poiché questi può partecipare a decisioni della gestione aziendale.

In una azienda a conduzione familiare la variabilità retributiva perde la sua funzione di incentivo e non produce una mutazione del rapporto all'interno della struttura aziendale.

È possibile, dunque, anzi piuttosto plausibile, come evidenziato nei primi capitoli, che nelle imprese familiari venga percepita una maggiore percentuale di componente fissa a scapito di quella variabile proprio a causa della struttura familiare stessa.

I destinatari dei piani di incentivazione variabile, solitamente, sono figure con grandi responsabilità strategiche, che in queste società sono ricoperte, generalmente, dagli esponenti del nucleo familiare.

Essendo, infatti, già presenti meccanismi di forte controllo, fedeltà ed orientamento al lungo periodo, risultano essere superflui e delle volte anche dannosi, piani di incentivazione variabile.

Le retribuzioni per partecipazione a comitati e gli incentivi non monetari risultano essere decisamente poco elevati e di non significativa entità.

Si evidenzia, poi, l'assenza nel campione di indennità di fine rapporto a favore dei membri del consiglio.

Infine la Tabella n°3 mostra una bassa concentrazione totale di familiari nel campione considerato, essendovi 43 esponenti della famiglia a fronte di 190 consiglieri, pari al 23% del totale.

Nonostante il numero esiguo, però, i familiari presi in considerazione riescono a mantenere il controllo della proprietà grazie al capitalismo familiare, fenomeno, tra l'altro, molto diffuso in Italia in aziende di piccole, media e grande dimensione. La coincidenza che in esse si realizza tra proprietà e controllo, nel senso che una medesima famiglia è al contempo coinvolta direttamente in maniera significativa nella gestione e detentrica di una rilevante quota di proprietà, giustifica ampiamente anche il gap reddituale tra componente fissa e variabile.

Inoltre i dati confermano che questa peculiare tipologia di gestione, controllo e proprietà delle attività di produzione rappresenta un fenomeno con una diffusione assolutamente rilevante, pur dovendosi rilevare la posizione di scarsa autonomia degli esponenti della famiglia rispetto al grande numero di partecipazioni possedute.

- Tabella n°4 – Livelli di remunerazione media dei Presidenti del consiglio di amministrazione:

Livello medio remunerazione Presidenti					
	Fisso	Da comitato	Bonus	Altro	Non Monetari
	€ 512.243,43	€ 1.400,00	€ 135.118,00	€ 7.760,00	€ 4.996,58

Totale Media
€ 661.518,01

- Tabella n°5 – Grado di concentrazione familiare tra i Presidenti:

Concentrazione familiare Presidenti			
	Presidenti	Presidenti familiari	Presidenti non familiari
	20	17	3

È possibile constatare nella Tabella n°4 come anche in questo caso la percentuale di componente fissa sia di gran lunga superiore a quella variabile.

Come registrato nella Tabella n°5 in quasi la totalità delle società considerate i Presidenti, 17 su 20, appartengono al nucleo familiare e, nella maggior parte dei casi, rappresentano anche i fondatori dell'impresa.

Appare quindi evidente come in questo caso sia superflua la necessità di stabilire un piano di incentivazione variabile per coloro i quali sono per natura vincolati al destino dell'organizzazione. Identificandosi la proprietà con la presidenza, difatti, inutili risultano al fine della gestione e del marketing impulsi o sollecitazioni favorite da una variabilità reddituale.

Non vi è presenza di compensi derivanti da indennità di fine rapporto.

Il valore di retribuzioni per prestazioni nei comitati è molto basso a causa della presenza di soli 2 Presidenti all'interno di questi.

- Tabella n°6 - Livelli di remunerazione media dei CEO:

Livello medio remunerazione CEO					
	Fisso	Da comitato	Bonus	Altro	Non Monetari
	€ 440.905,48	€ 334,62	€ 203.222,54	€ 22.849,08	€ 6.816,78

Totale media
€ 674.128,49

- Tabella n°7 – Grado di concentrazione familiare tra i CEO:

Concentrazione familiare CEO			
	Delegati	Amministratori delegati familiari	Amministratori delegati non familiari
	26	16	10

Anche per gli amministratori delegati, come per i Presidenti, è presente una asimmetria tra la componente fissa e quella variabile che però, in tal caso, è pari al 47%.

A differenza dei valori registrati per i presidenti, nel caso degli amministratori delegati è possibile quindi come la porzione di componente variabile sia pari quasi al doppio di quella dei Presidenti.

La motivazione di un valore superiore può essere attribuita al ruolo ricoperto dall'Amministratore Delegato, esposto a maggiori responsabilità e maggiori rischi riguardanti le scelte strategiche.

Ricoprendo un ruolo di rilievo all'interno di un'organizzazione, l'AD ha su di sé una serie di responsabilità che, ovviamente, variano in base al tipo di società ma che in ogni caso afferiscono prima di tutto al creare e organizzare la missione generale dell'azienda. La guida all'attuazione di una precisa strategia da seguire, la direzione, la valutazione, la formulazione dei piani strategici motivano ampiamente la differenza nella composizione reddito tra AD e Presidente. È chiaro che l'assunzione del rischio deve essere in qualche modo retribuita proprio grazie all'uso degli incentivi che concorrono alla formazione della quota variabile della retribuzione.

La remunerazione media totale è 674.128 euro, leggermente superiore a quella dei Presidenti, grazie ad un maggior numero di benefici non monetari e altre forme di compenso.

La remunerazione per partecipazione a comitati risulta essere molto bassa e non significativa in quanto si registrano pochi casi di questa fattispecie.

Non si registra la presenza di indennità di fine rapporto.

La concentrazione di familiari è poco superiore alla media. Vi sono infatti 16 amministratori delegati familiari, un ammontare pari al 62 percento del campione (Tabella n°7).

La scelta di assumere amministratori non appartenenti all'asse familiare può ricondursi al grado di innovazione presente nel settore nel quale operano tali aziende e l'elevato grado di ricerca e sviluppo richiesto.

Questi fattori presuppongono elevati tassi di conoscenze specifiche e rendono la posizione di guida dell'impresa più rischiosa.

Per citare due esempi, Pierrel Spa e Marr Spa, operanti nel settore farmaceutico, prevedono un amministratore delegato non familiare alla guida dell'impresa.

- Tabella n°8 - Livello medio remunerazione degli amministratori non esecutivi:

Livello medio remunerazione amministratori non esecutivi					
	Fisso	Da comitato	Bonus	Altro	Non Monetari
	€ 64.059,59	€ 7.239,10	€ 12.491,47	€ 23.669,08	€ 499,46

Totale media
€ 107.958,70

- Tabella n°9 – Grado di concentrazione familiare tra gli amministratori non esecutivi:

Concentrazione familiare amministratori non esecutivi			
	Consiglieri	Consiglieri familiari	Consiglieri non familiari
	144	9	135

Come in tutti i precedenti casi, nel campione riguardante i non esecutivi è preponderante la parte di remunerazione fissa (Tabella n°8).

Le retribuzioni da partecipazione a comitati rappresentano una discreta quota di remunerazione a differenza dei precedenti casi.

Una rilevante quota di remunerazione viene percepita attraverso altri tipi di remunerazione.

Non vi è presenza di indennità di fine rapporto.

Da notare in questo caso l'alta percentuale di consiglieri non familiari che sono circa il 94% del totale.

Per quanto tali risultati siano senza dubbio asimmetrici, bisogna considerare che tali figure professionali non hanno alcun potere esecutivo all'interno del consiglio e, pertanto, il risultato è in linea con le aspettative.

A differenza dei casi precedenti il valore dei familiari in questa categoria è piuttosto esiguo: solo 9 su 144. Il motivo di tale proporzione è giustificato dal fatto che la quasi totalità dei membri della famiglia riveste posizioni di spicco all'interno del consiglio racchiudendo in sé non solo la titolarità delle funzioni esecutive ma anche la proprietà stessa dell'azienda. Ciò indipendentemente dalle dimensioni dell'azienda o dalla sua collocazione territoriale.

I 9 casi rilevati rappresentano, inoltre, individui con un'età ridotta o un basso grado di esperienza professionale, il che è anche in linea con la logica della azienda familiare. È molto probabile che i membri più giovani vengano gradualmente inseriti nella vita partendo da posizioni a ridotto potere decisionale.

- Tabella n°10 - Livello medio remunerazione degli amministratori indipendenti:

Livello remunerazione amministratori indipendenti					
	Fisso	Da comitato	Bonus	Altro	Non Monetari
	€ 32.795,76	€ 8.888,06	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00

Totale media
€ 41.683,82

All'interno degli amministratori indipendenti non figurano componenti di remunerazione variabile, i compensi derivano unicamente da retribuzione fissa e per partecipazione a comitati (Tabella n°10).

Il valore medio totale della retribuzione è di 41.683 euro, nettamente inferiore alla media calcolata per i consiglieri non esecutivi.

Non è presente alcun familiare all'interno di questa categoria dovendo rispettare i requisiti di indipendenza imposti dal Testo Unico della Finanza.

- Tabella n°11 - Composizione dei bonus percepiti da Presidenti, CEO ed esecutivi:

Bonus percepiti da Presidenti, CEO ed esecutivi				
		MBO	LTIP	Obiettivi Pluriennali
	Bonus presidenti	3	2	0
		MBO	LTIP	Obiettivi Pluriennali
	Bonus CEO	8	2	2
		MBO	LTIP	Obiettivi Pluriennali
	Bonus Executives	8	5	1
		MBO	LTIP	Obiettivi Pluriennali
	Generale	20	8	2

Dalla Tabella n°11 appare chiaro come la maggior parte delle società opti per piani di *Management by objectives*¹².

La restante parte dei bonus si configura in *Long-term incentive plans*¹³ e piani per il raggiungimento di obiettivi pluriennali.

Si segnala inoltre come l'utilizzo di forme di remunerazione variabile sia ancora non uniformemente diffuso all'interno di queste imprese.

Alcune di queste, infatti, non prevedono alcun bonus per i propri amministratori e molte di queste prevedono piani di incentivazione variabile solo per i soci fondatori o per gli amministratori delegati, spesso appartenenti al nucleo familiare.

¹² È un modello di gestione che identifica obiettivi target al fine di accrescere la performance degli impiegati o del management.

¹³ Piani di azionari di incentivazione di lungo periodo con un periodo di *vesting* non inferiore a 3 anni.

- Tabella n°12 - Piani di *Stock Option*:

Piani di Stock Option		
	Nessun Piano di Stock Option	Piani di Stock Option
	18	2

Si evidenzia la quasi totale assenza di piani di *stock option* nel campione analizzato.

Solo 2 società su 20 prevedono questa forma di incentivazione variabile a favore dei propri amministratori delegati e dirigenti con responsabilità strategiche.

La quasi totale assenza di piani opzionari sarebbe riconducibile, anche in questo caso, alla struttura della proprietà familiare.

L'utilizzo di *Stock Option*, infatti, non risulta essere compatibile con la moderata avversione al rischio della famiglia ed il suo orizzonte temporale, orientato fortemente al lungo periodo.

I piani opzionari indurrebbero, infatti, gli assegnatari ad intraprendere, il più delle volte, azioni eccessivamente rischiose con eventuali danni al patrimonio familiare.

Inoltre, in caso di conversione, verrebbe sottratta una parte delle quote di proprietà alla famiglia consegnandola nelle mani del CEO.

2.2.1 Remunerazione CEOs

Nel seguente paragrafo verrà considerata esclusivamente la figura del CEO.

Verranno verificate le seguenti ipotesi.

- All'interno delle imprese familiari un CEO appartenente al nucleo familiare percepisce una remunerazione più bassa rispetto ad un CEO professionista a causa della presenza dell'effetto del "*Socioemotional wealth*";
- La remunerazione di un CEO familiare diminuisce alla presenza di un maggiore numero di esponenti di famiglia nell'impresa a causa della pressione esercitata dal controllo dei familiari.

- Tabelle n°13 e n°14 - Confronto remunerazione CEO familiare e CEO professionista:

Livello medio remunerazione CEO familiari					
	Fisso	Da comitato	Bonus	Altro	Non Monetari
	€ 464.279,59	€ 543,75	€ 202.860,56	€ 37.129,75	€ 5.630,89

Totale media
€ 710.444,55

Livello medio remunerazione CEO Professionisti					
	Fisso	Da comitato	Bonus	Altro	Non Monetari
	€ 440.712,03	€ 1.000,00	€ 263.446,33	€ 33.333,33	€ 10.079,11

Totale media
€ 797.538,81

- Tabella n°15 – Grado di concentrazione familiare tra i CEO:

Concentrazione familiare CEO			
	CEO	CEO familiari	CEO non familiari
	26	16	10

I risultati ottenuti dall'analisi del campione confermano l'ipotesi secondo cui all'interno delle imprese familiari un amministratore appartenente all'asse familiare percepisce un compenso inferiore a quello di un amministratore professionista.

Egli, infatti, come enunciato dall'approccio del “*Socioemotional wealth*”, non è naturalmente orientato a benefici di carattere economico, bensì di carattere emotivo.

Il suo benessere, appartenendo alla famiglia, è strettamente collegato al corretto andamento della società, sia da un punto di vista economico, sia da un punto di vista reputazionale.

Il patrimonio di un CEO familiare è indissolubilmente unito a quello della società.

Nelle Tabelle n°13 e n° 14 è possibile immediatamente notare, infatti, come il livello medio di remunerazione percepito dai CEO familiari sia inferiore a quello dei professionisti.

Nonostante il valore della remunerazione fissa, poi, sia leggermente superiore per i primi, i valori di retribuzione per bonus, comitati e non monetari risultano essere maggiori nel caso di CEO professionisti.

È importante sottolineare come un valore maggiore della retribuzione variabile rispecchi una maggiore necessità di controllo sull'operato dell'amministratore delegato.

Nel caso di CEO familiari, come già specificato, la retribuzione variabile perde efficacia.

La posizione di questo a presidio al benessere familiare fa sì che egli sia naturalmente orientato al perseguimento degli obiettivi societari, riducendo l'asimmetria di intenti che si registra con un CEO professionista.

Come primo passo nell'analisi sono state analizzate le determinanti della remunerazione degli amministratori delegati per verificare se tale livello è diverso nelle imprese familiari rispetto alle imprese non familiari. I risultati riportati nelle Tabelle n°13 e n°14 supportano la ricerca precedente rispetto ad alcune delle variabili di controllo considerate nel modello di regressione indipendentemente dalla specifica della regressione: la dimensione dell'azienda esercita un grande impatto positivo sul livello della compensazione dell'amministratore delegato, così come le prestazioni contabili della ditta e le circostanze in cui l'amministratore delegato è anche il presidente del consiglio di amministrazione.

- Tabella n°15 bis – Scarto quadratico medio:

Remunerazione CEO familiari		Remunerazione CEO professionisti	Scarto
da comitato	€ 543,75	€ 1.000,00	-€ 456,25
non monetari	€ 5.630,89	€ 10.079,11	-€ 4.448,22
altro	€ 37.129,75	€ 33.333,33	€ 3.796,42
bonus	€ 202.860,56	€ 263.446,33	-€ 60.585,77
fisso	€ 464.279,59	€ 440.712,03	€ 23.567,56
tot	€ 710.444,54	€ 748.570,80	-€ 38.126,26
media	€ 142.088,91	€ 149.714,16	-€ 7.625,25
scarto quad. medio	€ 198.224,79	€ 403.358,79	

Nei dati mostrati della Tabella n°15 *bis* vi è la definitiva conferma dell'ipotesi. La remunerazione risulta maggiore nel caso di un CEO non appartenente al nucleo familiare.

Si registra per i familiari una remunerazione totale media di 710.444 euro, per i non familiari 797.538 euro ed anche l'analisi dello SQM suffraga tale ipotesi rilevando un risultato più che doppio nella remunerazione dei CEO professionisti a dispetto dei familiari.

Il test dimostra come, all'interno della remunerazione di un CEO professionista, assuma un peso rilevante la voce "bonus". Egli, infatti, sarà orientato, in presenza di un aumento di remunerazione, alla massimizzazione del valore di retribuzione variabile sotto forma di "bonus".

Nel caso di un CEO familiare, invece, la retribuzione risulta essere maggiormente influenzata dalla componente di stipendio "fisso". Il suo target di massimizzazione in caso di un aumento retributivo, quindi, sarà orientato all'ottenimento di un maggior ammontare di remunerazione fissa.

Come descritto nei primi capitoli, la remunerazione percepita da un CEO familiare risulterebbe essere più bassa a causa di una posizione all'interno dell'impresa più stabile, di un coefficiente di rischio minore, un grado di conoscenza meno elevato e l'assenza di necessità di mantenere la paga dell'amministratore uguale o superiore alle medie di mercato.

- Tabella n°16 - Remunerazione CEO e legami familiari:

Il raffronto tra remunerazione percepita dal CEO familiare e concentrazione di esponenti appartenenti alla famiglia è stato diviso in 4 diverse fattispecie:

- a) remunerazione media in presenza di 1 familiare;
- b) remunerazione media in presenza di 2 familiari;
- c) remunerazione media in presenza di 3 familiari;
- d) remunerazione media con più di 3 familiari.

Remunerazione CEO e legami familiari							
	1 Familiare	Fisso	Da comitato	Bonus	Altro	Non Monetari	Totale CEO
		€ 438.507,38	€ 0,00	€ 233.325,00	€ 70.000,00	€ 3.320,00	€ 745.152,38
	2 Familiari	Fisso	Da comitato	Bonus	Altro	Non Monetari	Totale CEO
		€ 918.199,00	€ 2.900,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 1.344,09	€ 922.443,09
	3 Familiari	Fisso	Da comitato	Bonus	Altro	Non Monetari	Totale CEO
		€ 311.655,33	€ 0,00	€ 371.255,17	€ 0,00	€ 6.393,33	€ 689.303,83
	Più di 3	Fisso	Da comitato	Bonus	Altro	Non Monetari	Totale CEO
		€ 206.678,00	€ 0,00	€ 84.938,00	€ 0,00	€ 17.262,00	€ 308.878,00

Anche in questo caso la tesi sostenuta all'inizio del paragrafo risulta essere confermata.

In effetti è possibile notare come all'aumentare degli esponenti della famiglia all'interno del consiglio di amministrazione diminuisca la remunerazione media percepita dal CEO familiare.

Nella Tabella n°16 si evidenzia come, in presenza di un solo familiare, il compenso medio dell'amministratore delegato è di 745.152 euro; in presenza di 2 familiari il risultato appare discostarsi dalla tesi con un valore medio pari a 922.443 euro; nel caso di 3 familiari, però, la remunerazione si appresta a calare con un valore di 689.303 euro; nell'ultimo caso, infine, si registra il livello di compenso più basso con un ammontare pari a 308.878 euro.

Remunerazione CEO e legami familiari				
	1 membro	2 membri	3 membri	oltre 3
Fisso	€ 438.507,38	€ 918.199,00	€ 311.655,33	€ 206.678,00
Da comitato	€ -	€ 2.900,00	€ -	€ -
Bonus	€ 233.325,00	€ -	€ 371.255,17	€ 84.938,00
Altro	€ 70.000,00	€ -	€ -	€ -
Non monetari	€ 3.320,00	€ 1.344,09	€ 6.393,33	€ 17.262,00
TOT	€ 745.152,38	€ 922.443,09	€ 689.303,83	€ 308.878,00
Media	€ 666.444,33			
SQM	€ 254.238,47			

Le ragioni che porterebbero a diminuire lo stipendio del CEO familiare sarebbero riconducibili alla maggiore pressione di controllo esercitata dagli esponenti della famiglia sull'amministratore delegato.

Egli, grazie ad una più forte presenza della famiglia nell'amministrazione dell'impresa, occupa una posizione esposta a minori rischi.

Dall'indagine dal titolo 'Global Family Office Report 2015' emerge però anche un dato un po' preoccupante: un terzo (32%) dei family office non hanno procedure di gestione dei rischi o controlli sulla reputazione della famiglia. Commenta Philip Higson, vicepresidente di UBS Global Family Office Group: *"Anche se, a parole, le strutture si dicono focalizzate a guardare oltre al solo investimento, la reputazione non ha sempre l'attenzione che merita. Nell'era digitale questo è un grosso rischio per le famiglie"*.

Bisogna poi considerare che i rappresentanti delle famiglie si impegnano in un controllo strategico che si sostanzia in una riduzione del compenso dei CEO dei familiari. Pertanto, i CEO familiari accettano una compensazione inferiore solo quando membri della famiglia aggiuntivi sono rappresentati nella direzione o nel consiglio di amministrazione. Rispetto agli amministratori delegati di aziende non familiari, riteniamo che l'indennizzo per amministratori delegati dei membri della famiglia sia inferiore del 13% quando sono coinvolti più membri della famiglia, ma del 56% in più quando l'amministratore delegato è il solo familiare.

Il fenomeno dell'"altruismo", poi, genera il perseguimento, da parte dei CEO familiari di obiettivi non strettamente economici, ma volti al miglioramento delle condizioni e patrimonio familiare.

Infine, occorre nuovamente sottolineare come una posizione lavorativa più stabile veda la remunerazione non collegata a schemi dettati dalle medie di mercato.

Vi sono scarse possibilità che l'amministratore di famiglia lasci la propria posizione in favore di una remunerazione più elevata in una diversa società nella quale non godrebbe dei privilegi che gli sono corrisposti, invece, dal gruppo familiare.

In conclusione, i nostri risultati rivelano, relativamente agli amministratori delegati di aziende non familiari, amministratori delegati familiari di multinazionali, che i rappresentanti della famiglia ricevono una compensazione più bassa. Quando il CEO della famiglia è il solo membro coinvolto, tuttavia, il suo compenso aumenta rispetto agli amministratori delegati di aziende non familiari. La nostra teoria è che ulteriori rappresentanti della famiglia si impegnino in controlli strategici

valutando il processo decisionale dell'amministratore delegato e il monitorando il processo di compensazione. I risultati implicano che entrambe le forme di rappresentanza familiare sono importanti perché esse aiutano a spiegare in che modo le famiglie influenzano i risultati più importanti.

2.3 Confronto con le società peers

Nel seguente paragrafo si mostrerà la composizione del *compensation mix* delle società concorrenti individuate.

Verranno sottolineate, qualora presenti, le differenze che intercorrono tra le remunerazioni percepite dai singoli componenti del consiglio di amministrazione, nello specifico: i Presidenti, gli Amministratori Delegati, gli Amministratori esecutivi ed indipendenti.

Come nel precedente paragrafo verrà in seguito circoscritta l'analisi alla figura del CEO al fine di mostrare le differenti politiche retributive adoperate.

Nel campione selezionato sono stati individuati 225 amministratori che risultano così partizionati: 28 Presidenti, 33 Amministratori Delegati e 119 Consiglieri generici.

È subito possibile cogliere le prime differenze nei due campioni: le imprese familiari possiedono un minor numero di presidenti ed amministratori delegati.

Ciò può essere ricondotto alla volontà degli appartenenti alla famiglia di concentrare il potere nelle mani di pochi individui, principalmente membri della stessa.

Si potrebbe attribuire questa differenza anche alla diversa dimensione delle imprese considerate: le imprese familiari individuate, salvo alcuni casi, dimostrano dimensioni ridotte e di conseguenza possiedono un consiglio di amministrazione meno strutturato e specializzato.

Relativamente alla dimensione, è ampiamente atteso che le imprese familiari siano più piccole: minori sono i capitali investiti, essendo, spesso, la sola famiglia il soggetto principale che contribuisce al finanziamento tramite capitale di rischio finalizzato alla crescita dell'impresa; è possibile anche che vi sia una strategia deliberata orientata a non superare una certa massa critica, per non veder “perdere di vista” la gestione aziendale da parte dei familiari. La dimensione dell'impresa è fortemente legata alla performance aziendale, nonostante non vi sia univocità nel segno della relazione, cosa che rende importante il “controllo” di questa variabile.

Parlando di impresa familiare, dunque, occorre sempre prestare particolare attenzione alla pericolosa sovrapposizione fra l'istituto “famiglia” e l'istituto “impresa”, al fine di evitare che quest'ultima venga trattata come “giocattolo” da parte della famiglia proprietaria, assoggettata a scelte scellerate che potrebbero

metterne a rischio la sopravvivenza. Da qui ne deriva l'importanza delle assemblee familiari e del consiglio di amministrazione, momenti di riunione fondamentali per definire la strategia dell'impresa, stabilire linee di condotta in caso di difficoltà, tramandare etica e valori al management e gestire i ricambi generazionali.

L'impresa familiare può essere considerata come un ente che muta, nella sua forma e struttura, nel tempo, e come già anticipato spesso accade che quelle di più piccole dimensioni utilizzino inizialmente organi e strumenti informali come le riunioni familiari per poi aumentare la frequenza delle assemblee, assumendo così una veste più formale.

Nella Tabella n°18 si evidenzia come all'interno dei consiglieri, 160 rispettano i requisiti di indipendenza dettati dal TUF, occupando anche in questo caso una percentuale superiore alla media con un valore del 63 per cento.

All'interno delle imprese non familiari il numero di amministratori che rispettino i requisiti di indipendenza è maggiore.

La motivazione di questa diversa concentrazione risiede principalmente nell'assenza di familiari all'interno di queste imprese.

Gli appartenenti alla famiglia, infatti, per definizione non possono essere considerati indipendenti.

Questo altera il corretto funzionamento dell'organo di amministrazione e la sua funzione di controllo nei confronti degli amministratori con deleghe esecutive.

L'età media risulta essere superiore nelle non familiari.

Relativamente all'età, questo elemento è attribuibile, principalmente, alla “composizione” delle imprese per generazione coinvolta nella proprietà e/o nella gestione: ben il 47,59% delle imprese familiari hanno il fondatore come CEO e principale azionista; il 32% sono di prima generazione ed il 64% coprono le prime due generazioni.

Più limitata è la quota di imprese familiari che hanno come CEO un erede (30,40%). La variabile in questione può assumere un'importanza di rilievo nella spiegazione del legame tra performance e impresa familiare, alla luce del suo legame con lo stadio evolutivo dell'impresa familiare stessa. Infatti, è ragionevole ipotizzare che le imprese in cui il fondatore è ancora presente siano più giovani e, presumibilmente, caratterizzate da tassi di crescita maggiori, elementi che potrebbero esercitare effetti sulla performance. Il controllo di questa variabile, nell'analisi statistica, dunque, è rilevante, al fine di evitare di attribuire un'eventuale migliore performance ad un'impresa, giustificandola con la presenza del fondatore come fattore in grado di apportare elementi di superiorità nella gestione (“founder effect”), superiorità che, invece, è da ricondurre, più semplicemente, al ciclo di vita dell'impresa.

Spesso nei consigli di amministrazione familiari vengono inseriti esponenti della famiglia molto giovani al fine di ottenere un'adequata esperienza all'interno dell'attività di famiglia. Questo fa diminuire l'età media dei consiglieri.

- Tabelle n°17 e n°18 – Confronto dati sulla composizione del consiglio di amministrazione nelle imprese familiari e *peers*:

Composizione del consiglio familiari				
	Numero degli Amministratori	Presidenti	Amministratori Delegati	Consiglieri generici
	190	20	26	144

Indipendenti	Familiari	Esecutivi	Età media	Uomini	Donne
80	42	57	57	135	55

Composizione del consiglio peers				
	Numero Amministratori	Presidenti	Amministratori delegati	Consiglieri generici
	255	28	33	119

Indipendenti	Familiari	Esecutivi	Età media	Uomini	Donne
160	0	52	58	175	80

- Tabelle n°19 e n°20 - Livello medio di remunerazione totale imprese familiari e *peers*:

Livello medio remunerazione consiglieri familiari					
	Fisso	Da comitato	Bonus	Altro	Non Monetari
	€ 173.047,55	€ 5.579,63	€ 58.225,98	€ 26.707,22	€ 2.575,93

Totale Media
€ 266.136,30

Livello medio remunerazione consiglieri peers						
	Fisso	Da comitato	Bonus	Altro	Non Monetari	Indennità di fine rapporto
	€ 131.254,69	€ 6.359,93	€ 36.026,70	€ 6.089,02	€ 1.163,08	€ 7.316,98

Totale Media
€ 188.210,40

I risultati mostrati evidenziano, innanzitutto, come anche all'interno delle imprese non familiari vi sia uno scarso ricorso a forme di remunerazione variabile rispetto alla componente fissa che risulta essere preponderante.

I valori risultano essere notevolmente inferiori a quelli registrati per le imprese familiari.

La remunerazione media totale percepita, infatti, sottolinea come nelle imprese familiari i componenti del consiglio percepiscano un compenso maggiore rispetto a società concorrenti non familiari.

Il valore della remunerazione totale media è, infatti, di 188.210 euro per le imprese non familiari e di 266.136 euro per le familiari.

Si segnala la presenza di indennità di fine rapporto nel campione di società concorrenti.

- Tabelle n°21 e n°22 - Livello medio remunerazione dei Presidenti del consiglio di amministrazione nelle imprese familiari e *peers*:

Livello medio remunerazione Presidenti familiari					
	Fisso	Da comitato	Bonus	Altro	Non Monetari
	€ 512.243,43	€ 1.400,00	€ 135.118,00	€ 7.760,00	€ 4.996,58

Totale media
€ 661.518,01

Livello medio remunerazione Presidenti peers						
	Fisso	Da comitato	Bonus	Altro	Non Monetari	Indennità di fine rapporto
	€ 278.495,71	3127,964286	63066,78571	0	1168,918929	2943,5025

Totale media
348802,8825

Le Tabelle n°21 e n°22 mostrano come vi siano profonde differenze tra i compensi percepiti dai Presidenti nelle imprese familiari e da quelli operanti in imprese non familiari.

La maggior parte della retribuzione è fissa e, anche in questo caso, è limitata la parte dei compensi variabili.

I valori medi mostrati risultano essere molto inferiori a quelli dei Presidenti nelle imprese familiari.

Le motivazioni alla base di questa profonda asimmetria sono attribuibili, nuovamente, alla struttura familiare.

Nelle imprese familiari analizzate quasi tutti i Presidenti sono appartenenti alla famiglia e molti di questi rappresentano i fondatori dell'impresa. Il fatto che essi percepiscano una remunerazione maggiore indica la possibilità di una maggior quantità di potere che viene esercitata distraendo ricchezza dall'impresa per aumentare i benefici personali e della propria famiglia.

- Tabelle n°23 e n°24 - Livelli medi remunerazione dei CEO nelle imprese familiari e *peers*:

Livello medio remunerazione CEO familiari					
	Fisso	Da comitato	Bonus	Altro	Non Monetari
	€ 440.905,48	€ 334,62	€ 203.222,54	€ 22.849,08	€ 6.816,78

Totale media
€ 674.128,49

Livello medio remunerazione CEO peers						
	Fisso	Da comitato	Bonus	Altro	Non Monetari	Indennità di fine rapporto
	€ 392.530,35	€ 459,61	€ 202.649,11	€ 35.138,48	€ 2.427,44	€ 4.580,67

Totale media
€ 637.785,65

I due campioni mostrano una simile distribuzione di componente fissa e variabile.

I valori medi risultano essere maggiormente discordanti a causa della presenza di un maggior numero di amministratori e all'assenza di dati circa la remunerazione di alcuni di essi

I risultati ottenuti sembrano indicare che la retribuzione degli amministratori delegati di società non familiari sia minore di quella degli amministratori delegati di società familiari.

Al fine di fornire una visione più accurata verranno reinseriti i grafici rappresentanti la remunerazione dei CEO omettendo nel conteggio gli amministratori non aventi dati circa la remunerazione.

- Tabella n°24 – Livello medio remunerazione CEO *peers*:

Livello medio remunerazione CEO peers						
	Fisso	Da comitato	Bonus	Altro	Non Monetari	Indennità di fine rapporto
	€ 462.625,05	€ 541,68	€ 238.836,45	€ 41.413,21	€ 2.860,91	€ 5.398,64

Totale media
€ 751.675,95

I risultati ottenuti da questa successiva analisi appaiono essere maggiormente veritieri.

Il livello della remunerazione degli amministratori delegati di imprese non familiari è più elevato di quello di amministratori delegati operanti in società familiari.

Il valore medio della componente fissa risulta essere maggiore tra i CEO in imprese non familiari.

Anche il valore medio della componente variabile risulta essere maggiore nel primo caso.

I valori medi totali esprimono una differenza leggermente più marcata a favore delle imprese non familiari con un valore di 751.675 euro contro uno di 674.128 euro.

I risultati esposti si ricollegano al fatto che i primi occupano una posizione esposta ad un maggior coefficiente di rischio ed inoltre i loro stipendi, a differenza dei secondi, devono essere tarati in base alle medie di settore e mercato al fine di rispettare criteri di ritenzione ed equità retributiva.

Un valore leggermente più elevato della componente variabile sottolinea la volontà di esercitare un maggiore controllo nei confronti di quelli nelle non familiari e allineare gli interessi degli stessi con quello degli azionisti.

- Tabelle n°25 e n° 26 - Livello medio remunerazione degli amministratori non esecutivi nelle imprese familiari e *peers*:

Livello remunerazione amministratori non esecutivi familiari					
	Fisso	Da comitato	Bonus	Altro	Non Monetari
	€ 64.059,59	€ 7.239,10	€ 12.491,47	€ 23.669,08	€ 499,46

Totale media
€ 107.958,70

Livello medio remunerazione non esecutivi peers						
	Fisso	Da comitato	Bonus	Altro	Non Monetari	Indennità di fine rapporto
	€ 54.151,23	€ 8.261,25	€ 4.672,61	€ 516,45	€ 751,22	€ 2.650,32

Totale media
€ 71.003,08

Le Tabelle n°25 e n°26 mostrano come sia più elevata la remunerazione degli amministratori non esecutivi nelle imprese familiari.

È subito possibile notare, infatti, come sia la componente fissa, sia la variabile siano superiori nelle imprese familiari.

I valori medi della componente variabile sono minori per le imprese non familiari.

Si sottolinea, inoltre, come la voce rappresentante “altro” sia nettamente maggiore nel caso delle imprese di famiglia.

I valori totali medi registrano una remunerazione estremamente più contenuta nel caso delle imprese non familiari.

Tale asimmetria remunerativa potrebbe essere associata alla presenza, seppur ridotta, di familiari all'interno del campione.

La maggior corresponsione di componente fissa e di altre forme di retribuzione, infatti, sembrerebbe confermare questa ipotesi.

- Tabelle n°27 e n°28 - Livello di remunerazione medio degli amministratori indipendenti nelle imprese familiari e *peers*:

Livello remunerazione amministratori indipendenti familiari					
	Fisso	Da comitato	Bonus	Altro	Non Monetari
	€ 32.795,76	€ 8.888,06	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00

Totale media
€ 41.683,82

Livello medio remunerazione indipendenti peers						
	Fisso	Da comitato	Bonus	Altro	Non Monetari	Indennità di fine rapporto
	€ 28.318,77	€ 6.640,60	€ 1.689,19	€ 0,00	€ 526,82	€ 24,39

Totale media
€ 37.199,75

Le Tabelle n° 27 e n° 28 mostrano come gli amministratori indipendenti percepiscano una, seppur non significativa, remunerazione maggiore nelle imprese familiari selezionate; non si riscontra, dunque, una sostanziale differenza tra le due remunerazioni sebbene nel campione di imprese non familiari sia previsto un bonus di lieve entità.

I risultati espressi nelle precedenti analisi mostrano un'estrema varianza nelle remunerazioni percepite dai membri del consiglio: i presidenti guadagnano in media 350.000 euro, i CEO 600.000 euro ed i non esecutivi 70.000 euro; gli amministratori con requisiti di indipendenza circa 35.000 euro.

Secondo Marco Ventoruzzo (2015), l'entità non elevata di tale remunerazione non sarebbe attribuibile ad una scelta virtuosa degli amministratori indipendenti, ma ad un impegno *sinecura*: “in alcuni casi l'assunzione di incarichi societari, più che come un vero e proprio lavoro che richiede tempo, impegno, rigore e passione, sia vista come un necessario modo per mantenere rapporti professionali e relazioni, ovviamente un anatema per l'indipendenza di amministratori e sindaci.”

L'auspicio sarebbe quello di una maggiore valorizzazione di un ruolo soggetto a grande responsabilità la cui presenza è fondamentale per il corretto funzionamento del governo societario.

- Test T su Imprese familiari e *peers*:

Il t di student è un test statistico che serve per confrontare due gruppi di dati replicati.

In sostanza confronta la differenza tra la media dei due gruppi, considerando la dispersione dei dati, espressa come deviazione standard.

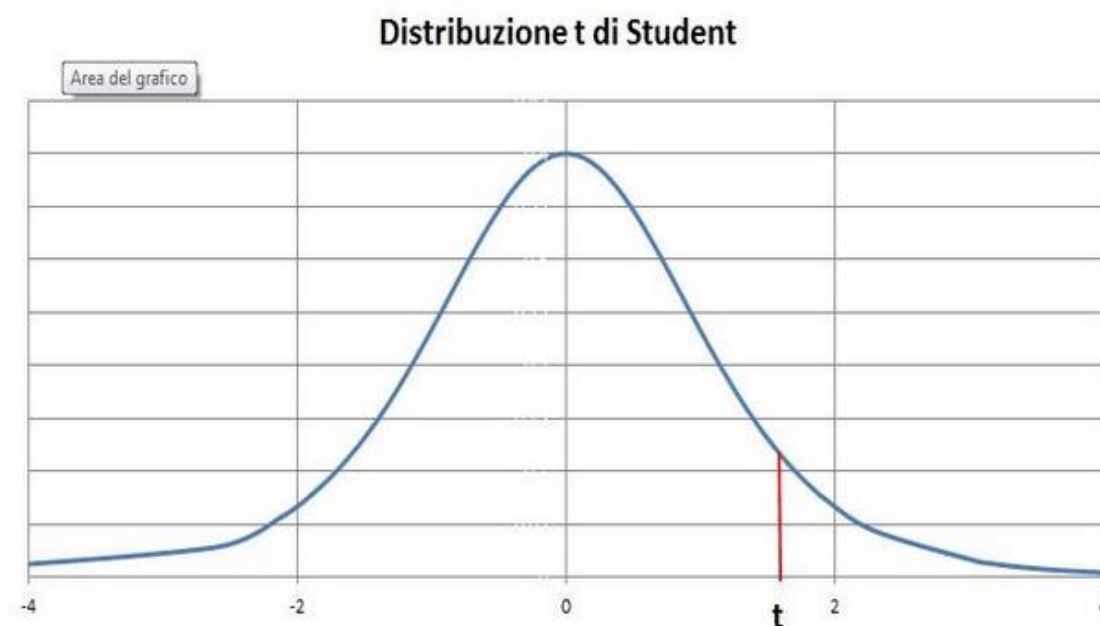
Utilizzabile in modo efficiente per piccoli campioni, come nel nostro caso, può dare risultati interessanti nei test di ipotesi e significatività.

Nel nostro caso, sono state analizzate 20 aziende familiari e 29 *peers*. Le analisi condotte sui redditi della compagine dirigenziale, hanno prodotto i seguenti risultati:

	Imprese familiari	Imprese <i>peers</i>
Consiglieri		
Fisso	€ 173.047,55	€ 131.254,69
da comitato	€ 5.579,63	€ 6.359,93
bonus	€ 58.225,98	€ 36.026,70
altro	€ 26.707,22	€ 6.089,02
non monetari	€ 2.575,93	€ 1.163,08
indennità di fine rapporto	€ 0,00	€ 7.316,98
Totale media	€ 266.136,30	€ 188.210,40
	Imprese familiari	Imprese <i>peers</i>
Presidenti		
Fisso	€ 512.243,43	€ 278.495,71
da comitato	€ 1.400,00	€ 3.127,96
bonus	€ 135.118,00	€ 63066,79
altro	€ 7.760,00	€ 0,00
non monetari	€ 4.996,58	€ 1.168,92
indennità di fine rapporto	€ 0,00	€ 2.943,50
Totale media	€ 661.518,01	€ 348.802,88

	Imprese familiari	Imprese peers
CEO		
Fisso	€ 440.905,48	€ 462.625,05
da comitato	€ 334,62	€ 541,68
bonus	€ 203.222,54	€ 238.836,45
altro	€ 22.849,08	€ 41.413,21
non monetari	€ 6.816,78	€ 2.860,91
indennità di fine rapporto	€ 0,00	€ 5.398,64
Totale media	€ 674.128,49	€ 751.675,95
	Imprese familiari	Imprese peers
Non esecutivi		
Fisso	€ 64.059,59	€ 54.151,23
da comitato	€ 7.239,10	€ 8.261,25
bonus	€ 12.491,47	€ 4.672,61
altro	€ 23.669,08	€ 516,45
non monetari	€ 499,46	€ 751,22
indennità di fine rapporto	€ 0,00	€ 2.650,32
Totale media	€ 107.958,70	€ 71.003,08
	Imprese familiari	Imprese peers
Indipendenti		
Fisso	€ 32.795,76	€ 28.318,77
da comitato	€ 8.888,06	€ 6.640,60
bonus	€ 0,00	€ 1.689,19
altro	€ 0,00	€ 0,00
non monetari	€ 0,00	€ 526,82
indennità di fine rapporto	€ 0,00	€ 24,39
Totale media	€ 41.683,82	€ 37.199,75

Se consideriamo campioni di ampiezza N estratti da una popolazione normale con media μ e se per ciascun campione calcoliamo la t , otteniamo una distribuzione campionaria pari a:



I test di ipotesi e significatività compiuti partono dall'assunto che si voglia provare l'ipotesi H_0 . per fare ciò si rende necessario il calcolo delle medie, della deviazione standard e della varianza¹⁴.

Per semplicità di calcolo è stato utilizzato un foglio di calcolo Excel:

test T

			Imprese familiari		Imprese peers
consiglieri			€ 266.136,30		€ 188.210,40
Presidenti			€ 661.518,01		€ 348.802,88
CEO			€ 674.128,49		€ 751.675,95
non esecutivi			€ 107.958,70		€ 71.003,08
indipendenti			€ 41.683,82		€ 37.199,75
tot			€ 1.751.425,32		€ 1.396.892,06
media			€ 350.285,06		€ 279.378,41
dev. St.			€ 301.155,41		€ 290.803,67
varianza (media)			€ 35.052.271.486,98		

¹⁴ la deviazione standard (o scarto quadratico medio) è un indice numerico per la misura della variabilità dei dati di una distribuzione di frequenze. il suo quadrato viene definito varianza campionaria.

La VARIANZA assieme alla DEVIATION STANDARD o SCARTO QUADRATICO MEDIO, rappresentano degli strumenti di analisi statistica importantissimi relativamente al calcolo degli indici di dispersione. Nelle analisi statistiche è fondamentale rilevare il grado di dispersione ovvero quanto una serie di valori siano o meno uniformi rispetto alla loro media.

Ricordando che la distribuzione t è data da:

$$t = \frac{m_a - m_b}{S \sqrt{\frac{n_a n_b}{n_a + n_b}}}$$

Diagram illustrating the components of the t-test formula:

- $m_a - m_b$: differenza fra le due medie (difference between the two means)
- S : deviazione standard media (sample standard deviation)
- $\sqrt{\frac{n_a n_b}{n_a + n_b}}$: fattore di dimensione (dimension factor)

con $N_1 + N_2 - 2$ gradi di libertà (nel nostro caso $20 + 29 - 2 = 47$), per provare l'ipotesi H_0 possiamo usare il valore di t .

Nella fattispecie, consideriamo le ipotesi:

$H_0: \mu_1 = \mu_2$ la differenza tra i redditi è dovuta al caso

$H_1: \mu_1 \neq \mu_2$ la differenza tra i redditi è maggiore all'aumentare della familiarità dei dirigenti

In tale ipotesi, calcoliamo la nostra distribuzione che sarà:

$$t = \frac{\bar{X}_1 - \bar{X}_2}{\sigma \sqrt{1/N_1 + 1/N_2}} \quad \text{con} \quad \sigma = \sqrt{\frac{N_1 s_1^2 + N_2 s_2^2}{N_1 + N_2 - 2}}$$

Quindi:

$$\sigma = \sqrt{((20(301.155,41)^2) + 29(290.803,64)^2)/(20 + 29 - 2)} = 316.816,24$$

$$t = (350.285,06 - 279.378,41)/316.816,24 \sqrt{(1/20 + 1/29)} = 0.78$$

Servendoci di un test a una coda al livello di significatività 0.01, dovremmo rifiutare H_0 se t fosse più grande di $t_{0.99}$ che, per $(N_1 + N_2 - 2) = (20 + 29 - 2) = 47$ gradi di libertà, vale 2.51.

Così non possiamo rifiutare H_0 al livello di significatività 0.01.

Servendoci invece del test ad una coda al livello di significatività 0.05, dovremmo rifiutare H_0 se t fosse più grande di $t_{0.95}$, che per 47 gradi di libertà vale 1.678.

Critical values of Student's *t* distribution with *v* degrees of freedom*Probability less than the critical value ($t_{1-\alpha, v}$)*

<i>v</i>	0.90	0.95	0.975	0.99	0.995	0.999
1.	3.078	6.314	12.706	31.821	63.657	318.313
2.	1.886	2.920	4.303	6.965	9.925	22.327
3.	1.638	2.353	3.182	4.541	5.841	10.215
4.	1.533	2.132	2.776	3.747	4.604	7.173
5.	1.476	2.015	2.571	3.365	4.032	5.893
6.	1.440	1.943	2.447	3.143	3.707	5.208
7.	1.415	1.895	2.365	2.998	3.499	4.782
8.	1.397	1.860	2.306	2.896	3.355	4.499
9.	1.383	1.833	2.262	2.821	3.250	4.296
10.	1.372	1.812	2.228	2.764	3.169	4.143
11.	1.363	1.796	2.201	2.718	3.106	4.024
12.	1.356	1.782	2.179	2.681	3.055	3.929
13.	1.350	1.771	2.160	2.650	3.012	3.852
14.	1.345	1.761	2.145	2.624	2.977	3.787
15.	1.341	1.753	2.131	2.602	2.947	3.733
16.	1.337	1.746	2.120	2.583	2.921	3.686
17.	1.333	1.740	2.110	2.567	2.898	3.646
18.	1.330	1.734	2.101	2.552	2.878	3.610
19.	1.328	1.729	2.093	2.539	2.861	3.579
20.	1.325	1.725	2.086	2.528	2.845	3.552
21.	1.323	1.721	2.080	2.518	2.831	3.527
22.	1.321	1.717	2.074	2.508	2.819	3.505
23.	1.319	1.714	2.069	2.500	2.807	3.485
24.	1.318	1.711	2.064	2.492	2.797	3.467
25.	1.316	1.708	2.060	2.485	2.787	3.450
26.	1.315	1.706	2.056	2.479	2.779	3.435
27.	1.314	1.703	2.052	2.473	2.771	3.421
28.	1.313	1.701	2.048	2.467	2.763	3.408
29.	1.311	1.699	2.045	2.462	2.756	3.396
30.	1.310	1.697	2.042	2.457	2.750	3.385

31.	1.309	1.696	2.040	2.453	2.744	3.375
32.	1.309	1.694	2.037	2.449	2.738	3.365
33.	1.308	1.692	2.035	2.445	2.733	3.356
34.	1.307	1.691	2.032	2.441	2.728	3.348
35.	1.306	1.690	2.030	2.438	2.724	3.340
36.	1.306	1.688	2.028	2.434	2.719	3.333
37.	1.305	1.687	2.026	2.431	2.715	3.326
38.	1.304	1.686	2.024	2.429	2.712	3.319
39.	1.304	1.685	2.023	2.426	2.708	3.313
40.	1.303	1.684	2.021	2.423	2.704	3.307
41.	1.303	1.683	2.020	2.421	2.701	3.301
42.	1.302	1.682	2.018	2.418	2.698	3.296
43.	1.302	1.681	2.017	2.416	2.695	3.291
44.	1.301	1.680	2.015	2.414	2.692	3.286
45.	1.301	1.679	2.014	2.412	2.690	3.281
46.	1.300	1.679	2.013	2.410	2.687	3.277
47.	1.300	1.678	2.012	2.408	2.685	3.273
48.	1.299	1.677	2.011	2.407	2.682	3.269
49.	1.299	1.677	2.010	2.405	2.680	3.265
50.	1.299	1.676	2.009	2.403	2.678	3.261
51.	1.298	1.675	2.008	2.402	2.676	3.258
52.	1.298	1.675	2.007	2.400	2.674	3.255
...						

Così non possiamo rifiutare H_0 al livello di significatività dello 0.05.

Bisognava aspettarsi questo risultato, dato che, con i piccoli campioni, si può raggiungere una precisione minore di quella raggiungibile con i grandi.

Tuttavia, prima di trarre conclusioni definitive circa la componente familiare sulla differenza reddituale, è consigliabile eseguire ulteriori prove.

- Tabelle n°29 e n°30 - Composizione dei bonus percepiti da Presidenti, CEO ed esecutivi di imprese familiari e *peers*:

Bonus percepiti da Presidenti, CEO ed esecutivi familiari				
		MBO	LTIP	Obiettivi Pluriennali
	Bonus presidenti	3	2	0
		MBO	LTIP	Obiettivi Pluriennali
	Bonus CEO	8	2	2
		MBO	LTIP	Obiettivi Pluriennali
	Bonus Executives	8	5	1
		MBO	LTIP	Obiettivi Pluriennali
	Generale	20	8	2

Bonus percepiti da Presidenti, CEO ed esecutivi peers					
		MBO	LTI	Obiettivi pluriennali	Bonus una tantum
	Bonus presidenti	4	1	0	1
		MBO	LTI	Obiettivi pluriennali	Bonus una tantum
	Bonus CEO	9	4	1	4
		MBO	LTI	Obiettivi pluriennali	Bonus una tantum
	Bonus Executives	5	0	0	1

		MBO	LTI	Obiettivi pluriennali	Bonus una tantum
	Generale	15	5	1	6

I risultati registrati dimostrano come, anche nel caso delle imprese *peers*, la maggior parte dei piani di incentivazione variabile è concentrata in piani di MBO.

A differenza delle imprese familiari, però, il campione analizzato registra la presenza di un “bonus una tantum”.

Le tabelle mostrano come, in entrambi i casi, l’uso e la variabilità dei bonus siano decisamente limitati.

I piani di incentivazione sono destinati ad una ristretta cerchia di individui all’interno del consiglio, specialmente a favore di quelli con deleghe esecutive, con il fine di attrarre trattenere e motivare.

Tale concezione rispecchia, però, una visione miope, ancorata alla visione che vede questi strumenti come una forma di *status quo*, destinati esclusivamente all’elite dell’impresa.

È necessario che le società estendano ad un numero sempre maggiore di individui l’uso di forme di incentivazione variabile.

- Tabelle n°31 e n°32 - Piani di *Stock Option* imprese familiari e *peers*:

Piani di Stock Option familiari		
	Nessun Piano di Stock Option	Piani di Stock Option
	18	2

Piani di Stock Option peers		
	Nessun piano di Stock Option	Piani di Stock Option
	23	4

Le società *peers* non familiari mostrano un, seppur lieve, maggior numero di Piani di Stock Option assegnati.

Solo 4 società, infatti, prevedono questo tipo di incentivazione all’interno del proprio pacchetto retributivo.

Nelle società dove proprietà e controllo sono scisse i piani opzionari si configurano come un utile strumento di mitigazione del conflitto di Agenzia di tipo I allineando gli interessi di manager e *shareholders*.

La remunerazione variabile, tuttavia, come per le familiari, rimane maggiormente ancorata a bonus di tipo monetario collegati al raggiungimento di obiettivi individuati in piani di MBO o di lungo periodo.

CONCLUSIONI

Le informazioni presentate, prodotte grazie all'uso congiunto di dati provenienti da registri e indagini statistiche, consentono analisi dettagliate sulla variabilità delle retribuzioni e mettono in evidenza aspetti legati all'impresa in cui operano i lavoratori dipendenti, alle loro caratteristiche individuali e a quelle del rapporto di lavoro.

Il qui presente lavoro è stato condotto al fine di evidenziare le particolarità che caratterizzano il modello imprenditoriale a conduzione familiare, con particolare focus sui modelli di compensation adoperati al fine di ridurre l'asimmetria di interessi presente tra amministratori e proprietari dell'impresa.

Lo scopo è dunque quello di sollevare all'evidenza e commentare elementi di differenza (o di uguaglianza) tra i diversi campioni che meritano un approfondimento in quanto potenzialmente utili a spiegare i risultati finali, nonché a farsi un'idea più precisa su come il fenomeno del *family business* viene retribuito.

Tutti gli elementi di indagine assurgono a parametro classificatorio dominante la proprietà familiare.

I motivi di una simile scelta sono diversi: il coinvolgimento nella proprietà è una grandezza oggettiva che si presta bene ad essere usata come indicatore tanto del carattere familiare dell'impresa, quanto dell'intensità di questa "familiarità"; è facilmente misurabile essendo, specie per le società quotate, un'informazione pubblicamente accessibile; spesso, è la condizione necessaria affinché possa sussistere un'impresa familiare; l'investimento di capitale di rischio da parte di persone fisiche legate da rapporti di parentela "garantisce", come minimo, che la famiglia sia interessata all'andamento della società.

Ciò non implica, necessariamente, l'esclusività del "fattore proprietario" come elemento definitorio.

È stata analizzata la presenza della famiglia nei posti di comando misurando, con riferimento alla dimensione, il legame con la performance e la retribuzione in relazione alle stesse posizioni dominanti ricoperte da non appartenenti alla compagine familiare.

Ma, di per sé, la proprietà familiare potrebbe essere poco significativa circa la presenza di un "*family effect*" nell'impresa se la gestione della società è affidata a soggetti non familiari. In questo caso, i caratteri peculiari della famiglia, probabilmente, avranno un impatto meno pervasivo sull'approccio alla gestione, cosa che potrebbe rendere l'impresa più vicina ad un'impresa non familiare che ad una familiare.

La proprietà familiare concentrata, infatti, influenza innanzitutto i conflitti di Agenzia presenti tra manager e azionisti, azionisti di maggioranza e di minoranza, azionisti e creditori ed infine tra familiari all'interno dell'impresa ed appartenenti alla famiglia.

I Problemi di tipo I e III risultano essere mitigati dalla struttura familiare, i Problemi II e IV, invece, appaiono maggiormente critici.

La proprietà familiare, infatti, configurandosi come una *ownership* molto concentrata è in grado di mitigare l'asimmetria presente tra proprietà e amministrazione e grazie all'orizzonte temporale di lungo periodo, poi, è in grado di ridurre significativamente le asimmetrie fra azionisti e creditori.

Le criticità vengono registrate per i conflitti riguardanti azionisti di controllo contro azionisti di minoranza contro famiglia di impresa e famiglia esterna a quest'ultima.

Nel primo caso è possibile, infatti, che la famiglia, essendo a controllo dell'impresa, possa estrarre ricchezza dall'impresa o persegua interessi estranei all'attività, riducendo le performance aziendali.

Nel secondo le divergenze di interessi presenti tra famiglia di impresa e famiglia esterna possono generare conflitti che danneggerebbero il corretto svolgimento delle funzioni societarie.

Al fine di bilanciare questi aspetti è possibile individuare all'interno di queste imprese ulteriori strumenti di *Governance*, propri delle familiari, da affiancare ai tradizionali mezzi di governo societario.

Se adeguatamente strutturati, l'assemblea di famiglia ed il consiglio di famiglia, infatti, offrono un efficace bilanciamento degli interessi all'interno dell'impresa allineando gli obiettivi dei familiari con tutti gli shareholders dell'impresa, interni ed esterni.

Non bisogna a tal proposito sottovalutare la serenità e la tranquillità dell'ambiente in cui opera l'azienda. Bisogna guardare all'ambiente come l'insieme degli stakeholder, quindi la responsabilità sociale dell'impresa come la capacità dell'azienda di suddividere al meglio l'incremento di valore economico, sociale ed etico. Il benessere della azienda è legato proprio al rapporto ed interconnessione tra i membri del corpo famiglia e non, in una positiva rete di relazioni tali da garantire la sopravvivenza dell'impresa stessa,

L'elaborato, poi, ha mostrato come l'operato di queste imprese e le azioni della proprietà siano maggiormente orientate all'accrescimento ed alla preservazione del "*Socioemotional wealth*" della famiglia.

È stato rilevato come, in contrasto alle tradizionali teorie sull'Agenzia, il benessere familiare risulta essere più importante rispetto ad obiettivi di carattere economico finanziario.

I proprietari di famiglie traggono tale "*Socioemotional wealth*" da diverse fonti, tra cui il nome di famiglia associato alle loro imprese, l'attaccamento emotivo all'impresa e la soddisfazione dei membri della famiglia che lavorano per l'azienda. Tuttavia, dal momento che uno dei compiti di un'azienda familiare è quello di sostenere e aumentare la ricchezza dei proprietari, la sua preservazione influisce sul processo decisionale aziendale dei proprietari di famiglia e dei dirigenti dell'azienda.

In altre parole, le decisioni che sembrano non professionali per gli osservatori esterni, come la nomina di un familiare non esperto come amministratore delegato dell'azienda, potrebbero essere logiche per i proprietari di famiglia in quanto forniscono benefici non finanziari.

Quindi, il desiderio della famiglia di preservare la ricchezza socio-emotiva influenza le prestazioni a lungo termine delle imprese familiari sia positivamente che negativamente.

Gli effetti potrebbero negarsi a vicenda in quanto la ricerca produce risultati contrastanti su come la proprietà della famiglia influenza le prestazioni dell'impresa. La costante ricerca di ricchezza socio-emotiva

influisce, dunque, sulle imprese familiari e ciò spiega anche i diversi comportamenti delle imprese familiari e non.

L'analisi si è concentrata successivamente sullo strumento dell'*executive compensation* come strumento di mitigazione dei Problemi di Agenzia descrivendo le pratiche messe in atto dai manager per alterarne l'efficacia.

All'interno dei sistemi di remunerazione, il focus è stato circoscritto alla figura dell'amministratore delegato.

Si è mostrato come, all'interno delle imprese familiari, gli amministratori delegati percepiscano una remunerazione ridotta rispetto a quelli di imprese non familiari a causa, principalmente, di un impiego permeato da maggiore sicurezza. Tale effetto poi risulta essere amplificato in presenza di un amministratore delegato appartenente al nucleo familiare ed un maggior numero di familiari impegnati nella direzione e gestione dell'impresa.

Si è difatti evidenziato come con l'incremento del numero di familiari impiegati nelle posizioni direttive dell'azienda, si riduca sensibilmente la retribuzione lorda annua fino al 59% nelle aziende con oltre 3 familiari dipendenti.

Tale dato è estremamente significativo se consideriamo che il tessuto imprenditoriale italiano è composto quasi prevalentemente da aziende familiari (circa 85% del totale delle aziende operanti. Dati AIDAF, 2014). Ciò vale anche in termini di occupazione: il contesto italiano è caratterizzato, rispetto ai principali competitor internazionali, da un minor ricorso a manager esterni da parte delle famiglie imprenditoriali. Il 66% delle aziende italiane, difatti, ha tutto il management composto da componenti della famiglia, rispetto al 26% che si riscontra in Francia e solo il 10% in UK.

La seconda parte della Tesi è stata sviluppata attraverso l'analisi dei sistemi di remunerazione all'interno di un campione composto da società familiari quotate in Italia e da società dirette concorrenti di queste.

L'analisi è stata affrontata concentrandosi in primo luogo esclusivamente sulle imprese familiari, poi sulla figura del CEO all'interno di queste ed infine sul confronto tra società familiari e loro dirette concorrenti.

I risultati mostrano come, all'interno delle imprese familiari italiane considerate, sia presente un'elevata asimmetria tra la componente fissa e quella variabile, racchiudendo nella prima la maggior parte dello stipendio percepito dagli amministratori.

L'analisi condotta sui membri del consiglio di amministrazione mostra che:

- i Presidenti all'interno di queste imprese vedono la propria retribuzione essere composta quasi esclusivamente da una componente fissa;
- i CEO, a differenza dei precedenti, mostrano una maggiore presenza di componente variabile all'interno del proprio sistema di *compensation*;

- gli esecutivi all'interno del consiglio ricevono, in linea con le aspettative, la quasi totalità del proprio compenso sotto forma di componente fissa;
- gli amministratori indipendenti ricevono esclusivamente componente fissa.

I bonus corrisposti all'interno dell'organo si dividono in piani di MBO, LTI e piani guidati da obiettivi pluriennali.

Vi è un modesto uso di *stock option* a causa dell'avversione al rischio della famiglia e alla sua volontà di non diluire la partecipazione azionaria dell'impresa.

Il focus sulla figura dell'amministratore delegato dimostra come un CEO appartenente al nucleo familiare percepisca una remunerazione minore rispetto ad un CEO professionista. La componente variabile dell'ultimo, infatti, risulta essere maggiore rispetto a quella del primo a testimonianza di una maggiore necessità di controllo nei confronti di un individuo non appartenente alla famiglia. I dati raccolti mostrano come lo SQM delle remunerazioni tra CEO familiari e CEO professionisti aumenti di oltre il doppio in favore di quest'ultimo.

È stato evidenziato, poi, come la remunerazione percepita del CEO di famiglia sia inversamente proporzionale alla presenza di esponenti della stessa all'interno del consiglio: quanto maggiore sarà il numero di familiari nell'organo tanto minore sarà la remunerazione percepita dal CEO.

La parte finale dell'analisi è stata strutturata confrontando le composizioni e livelli di remunerazione delle imprese familiari e dei loro *peers*.

Nelle imprese familiari appare, innanzitutto, come la componente fissa sia prevalente rispetto a quella variabile.

I Presidenti del consiglio di amministrazione percepiscono una retribuzione maggiore all'interno delle imprese familiari, probabilmente a causa del loro maggiore potere all'interno dell'impresa che permetterebbe loro la facoltà di estrarre ricchezza dall'impresa.

I CEO, in linea con le aspettative, percepiscono una remunerazione più elevata nelle imprese non familiari e mostrano una componente variabile sensibilmente più elevata.

Gli amministratori esecutivi vengono maggiormente remunerati nelle imprese familiari. La ragione di tale risultato è probabilmente attribuibile alla presenza di esponenti della famiglia all'interno del campione.

Gli amministratori indipendenti percepiscono una remunerazione più elevata all'interno delle imprese familiari. La differenza, seppur minima, getta le basi per una riflessione in merito all'ipotesi di una loro non sostanziale estraneità agli interessi dell'impresa.

La composizione della remunerazione variabile, simile a quella delle imprese familiari, registra la presenza di piani di MBO, LTI, obiettivi pluriennali e bonus *una tantum*.

La presenza di *stock option*, nonostante maggiore rispetto alle imprese familiari

Di seguito si forniscono i dati riguardanti la composizione e remunerazione delle società considerate.

Saranno mostrate in primo luogo i dati rappresentanti le imprese familiari e a seguire quelli delle imprese *peers*.

Azienda	codice azienda	Anno	azienda_anno	D_nome	D_ges ere	D_et a	D_back round	D_som a	D_ch air	D_vic air	D_id	D_ceo	D_dg	C_CRN	D_ind	D_fam	D_cre	D_salary	D_commi te	D_boas	D_driverboas	D_\$O_csrc rate	D_LTL_prev years	D_other_ince atives	D_other	D_FV_eq uity	D_som on	D_pes on	Total
Nice Spa	1	2016	2016_001	Lauro Buoro	1	55	1,0	2016	1	0	0	0	0	0	0	1	1	400000,00		48000,00						1189,00		459183,00	
Nice Spa	1	2016	2016_001	Roberto Giliffa	1	43	1,3	2016	0	0	0	0	1	0	0	0	1	300000,00		24000,00						13843,00		337843,00	
Nice Spa	1	2016	2016_001	Denise Cimolai	0	47	1,0	2016	0	0	0	0	0	0	1	0	0	12500,00							90207,00		105210,00		
Nice Spa	1	2016	2016_001	Emanuela Paola Banfi	0	49	2,0	2016	0	0	0	0	0	1	1	0	1	12500,00									12500,00		
Nice Spa	1	2016	2016_001	Chiara Mio	0	54	0,0	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	1	20000,00		8000,00							28000,00		
Nice Spa	1	2016	2016_001	Giorgio Zanotto	1	57	0,8	2016	0	0	0	0	0	0	0	1	1	380000,00							85000,00		468449,00		
Nice Spa	1	2016	2016_001	Lorenzo Galberti	1	54	0,8	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	180000,00		6000,00						3022,00		189022,00	
Nice Spa	1	2016	2016_001	Antonio Bortuzzo	1	58	0,0	2016	0	0	1	0	0	1	1	0	0	21500,00								0,00		21500,00	
Reno De Medici Sp	2	2016	2016_003	Robert Hall	1	60	1,0	2016	1	0	0	0	0	0	0	0	0	20000,00									20000,00		
Reno De Medici Sp	2	2016	2016_003	Ignazio Capuano	1	61	1,0	2016	0	0	0	0	1	0	0	1	1	50000,00							280000,00		335019,00		
Reno De Medici Sp	2	2016	2016_003	Michele Bianchi	1	43	0,5	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	28333,00									28333,00		
Reno De Medici Sp	2	2016	2016_003	Allan Hogg	1	52	1,0	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	50000,00		12500,00							62500,00		
Reno De Medici Sp	2	2016	2016_003	Matteo Riossi	1	63	0,5	2016	0	0	0	0	0	1	1	0	0	20000,00		70000,00							90000,00		
Reno De Medici Sp	2	2016	2016_003	Laura Guazzoni	0	53	0,0	2016	0	0	0	0	0	1	1	0	0	20000,00		70000,00							90000,00		
Reno De Medici Sp	2	2016	2016_003	Laurent Lemaire	1	79	0,0	2016	0	0	0	0	0	0	1	0	0	20000,00									20000,00		
Carraro Group	3	2016	2016_002	Enrico Carraro	1	56	0,8	2016	1	0	0	0	0	0	0	1	1	900000,00		119000,00							1019000,00		
Carraro Group	3	2016	2016_002	Alberto Negri	1	53	1,0	2016	0	0	0	0	1	0	0	1	1	120000,00		452000,00					300000,00		872000,00		
Carraro Group	3	2016	2016_002	Tommaso Carraro	1	52	1,0	2016	0	1	0	0	0	0	0	0	1	930000,00		59000,00							989000,00		
Carraro Group	3	2016	2016_002	Riccardo Arduini	1	70	0,5	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	50000,00									50000,00		
Carraro Group	3	2016	2016_002	Fabio Buttignon	1	59	1,0	2016	0	0	0	0	0	1	1	0	0	50000,00		50000,00							100000,00		
Carraro Group	3	2016	2016_002	Marina Manna	0	58	1,0	2016	0	0	1	0	0	1	1	0	0	50000,00		67000,00							117000,00		
Carraro Group	3	2016	2016_002	Marina Pittini	0	51	1,0	2016	0	0	0	0	0	1	1	0	0	50000,00		25000,00							75000,00		
Tod's Spa	4	2016	2016_003	Diego Della Valle	1	65	1,3	2000	1	0	0	0	0	0	0	1	1	1832100,00		9000,00							1841100,00		
Tod's Spa	4	2016	2016_003	Andrea Della Valle	1	53	1,3	2000	0	1	0	0	1	0	0	1	1	1231800,00		8700,00							1240500,00		
Tod's Spa	4	2016	2016_003	Stefano Sincini	1	60	1,3	2003	0	0	0	0	1	0	0	0	1	1075330,00		9000,00						3570,00	1087900,00		
Tod's Spa	4	2016	2016_003	Luigi Abete	1	71	1,7	2000	0	0	0	0	0	0	1	0	0	30900,00		8100,00							39000,00		
Tod's Spa	4	2016	2016_003	Maurizio Boscarato	1	77	1,3	2000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	32100,00		9900,00							262000,00		
Tod's Spa	4	2016	2016_003	Luigi Cambri	1	63	1,0	2005	0	0	0	0	0	1	1	0	0	32100,00		9900,00					220000,00		51000,00		
Tod's Spa	4	2016	2016_003	Emanuele Della Valle	1	43	1,3	2000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	30600,00							480000,00		510600,00		
Tod's Spa	4	2016	2016_003	Emilio Macellari	1	60	1,7	2000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	247100,00		9000,00							256100,00		
Tod's Spa	4	2016	2016_003	Pierfrancesco Saviotti	1	76	1,3	2000	0	0	1	0	0	0	1	0	0	31200,00		7800,00							39000,00		
Tod's Spa	4	2016	2016_003	Vincenzo Manes	1	58	1,3	2015	0	0	0	0	0	1	1	0	0	31200,00		16200,00					97500,00		144900,00		
Tod's Spa	4	2016	2016_003	Michele Scannavini	1	59	1,3	2015	0	0	0	0	0	0	0	0	0	32100,00									32100,00		
Tod's Spa	4	2016	2016_003	Cinzia Oglio	0	48	1,0	2015	0	0	0	0	0	0	0	0	0	179700,00								2880,00	218004,00		
Tod's Spa	4	2016	2016_003	Romina Guglielmetti	0	45	1,3	2015	0	0	0	0	0	0	1	0	0	32100,00		17700,00							49800,00		
Tod's Spa	4	2016	2016_003	Sveva Dalmasso	0	62	1,3	2015	0	0	0	0	0	0	1	1	0	32100,00		8400,00							40500,00		
Autogrill Spa	5	2016	2016_003	Gilberto Benetton	1	77	1,3	2014	1	0	0	0	0	0	0	1	0	57200,00									57200,00		
Autogrill Spa	5	2016	2016_003	Giannario Tandato Da Ruos	1	58	1,3	2014	0	0	0	1	1	0	0	0	1	919398,00		616341,00					1473147,00		3048880,00		
Autogrill Spa	5	2016	2016_003	Ernesto Albanese	1	54	1,7	2014	0	0	0	0	0	0	1	0	0	56000,00									56000,00		
Autogrill Spa	5	2016	2016_003	Alessandro Benetton	1	54	1,7	2014	0	0	0	0	0	0	0	0	0	54800,00									54800,00		
Autogrill Spa	5	2016	2016_003	Tommaso Barocco	1	67	1,3	2014	0	0	0	0	0	0	1	0	0	62000,00		20000,00							82000,00		
Autogrill Spa	5	2016	2016_003	Francesco Umile Chiappetta	1	58	1,3	2014	0	1	0	0	0	0	0	1	0	62600,00		20000,00							82600,00		
Autogrill Spa	5	2016	2016_003	Carolyn Dittmeier	0	62	2,3	2014	0	0	0	0	0	0	1	0	0	64400,00		30000,00							94400,00		
Autogrill Spa	5	2016	2016_003	Massimo Fasannella d'Amore di Ruf	1	63	1,3	2014	0	0	0	0	0	0	1	0	0	66200,00		40000,00							106200,00		
Autogrill Spa	5	2016	2016_003	Giorgina Gallo	0	58	1,7	2014	0	0	0	0	0	0	1	0	0	63200,00		30000,00							93200,00		
Autogrill Spa	5	2016	2016_003	Stefano Orlando	1	70	1,3	2014	0	0	1	0	0	0	0	1	0	62000,00		30000,00							92000,00		
Autogrill Spa	5	2016	2016_003	Marco Patuano	1	54	1,7	2014	0	0	0	0	0	0	0	0	0										0,00		
Autogrill Spa	5	2016	2016_003	Paolo Roverato	1	55	1,3	2014	0	0	0	0	0	0	0	0	0	65500,00		40000,00							105500,00		
Autogrill Spa	5	2016	2016_003	Neriman Uslever	1	65	1,3	2014	0	0	0	0	0	0	1	0	0	560000,00									560000,00		

Marr Spa	6	2016	2016_003	Paolo Ferrari	1	72	1,3	2014	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	10000,00	19000,00			19000,00
Marr Spa	6	2016	2016_003	Illias Aratri	1	73	0,7	2014	0	1	0	0	0	0	0	0	0	20000,00				20000,00	
Marr Spa	6	2016	2016_003	Francesco Ospitali	1	50	1,3	2014	0	0	0	0	1	1	0	0	0	232314,00	135000,00	393,00		428607,00	
Marr Spa	6	2016	2016_003	Pierpaolo Rossi	1	55	1,3	2014	0	0	0	0	1	1	0	0	0	307699,00	135000,00			442699,00	
Marr Spa	6	2016	2016_003	Giosuè Boldrini	1	74	1,0	2014	0	0	0	0	0	0	0	0	0	20000,00				20000,00	
Marr Spa	6	2016	2016_003	Claudia Cremonini	0	56	1,3	2014	0	0	0	0	0	0	0	1	0	20000,00				20000,00	
Marr Spa	6	2016	2016_003	Vincenzo Cremonini	1	54	1,3	2014	0	0	0	0	0	0	0	1	0	20000,00				20000,00	
Marr Spa	6	2016	2016_003	Giuseppe Lusignani	1	60	2,7	2014	0	0	0	0	0	1	1	0	0	20000,00	19000,00			39000,00	
Marr Spa	6	2016	2016_003	Marinella Monterumisi	0	63	1,0	2014	0	0	0	0	0	1	1	0	0	20000,00	19000,00			39000,00	
Marr Spa	6	2016	2016_003	Luca Serra	1	57	1,3	2014	0	0	0	0	0	0	0	0	1	93329,00		21000,00		122954,00	
Marr Spa	6	2016	2016_003	Antonio Tiso	1	45	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	1	88673,00		40000,00		168804,00	
Biesse Group	7	2016	2016_003	Roberto Selci	1	58	1,0	2000	1	0	0	0	0	0	0	1	1	695000,00			12804,65	707804,65	
Biesse Group	7	2016	2016_003	Giancarlo Selci	1	82	1,0	1994	0	0	0	0	0	1	0	0	1	732797,00			4032,27	736829,27	
Biesse Group	7	2016	2016_003	Alessandra Parpajola	0	45	1,3	2005	0	0	0	0	0	0	0	0	1	252000,00			12095,11	264095,11	
Biesse Group	7	2016	2016_003	Stefano Porcellini	1	53	1,3	2006	0	0	0	0	0	0	0	0	1	409292,90	100103,63	5395,00	4960,12	519711,55	
Biesse Group	7	2016	2016_003	Cesare Tinti	1	50	1,3	2012	0	0	0	0	0	0	0	0	1	192007,81		6480,00	3653,30	275792,28	
Biesse Group	7	2016	2016_003	Salvatore Giordano	1	68	1,3	2006	0	0	0	1	0	0	1	1	0	0	20000,00	6000,00			26000,00
Biesse Group	7	2016	2016_003	Elisabetta Fighini	0	57	1,3	2015	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	20000,00	7000,00			27000,00
Pierrel Spa	8	2016	2016_003	Raffaele Petrone	1	53	1,3	2008	1	0	0	0	0	0	0	1	1	120000,00				120000,00	
Pierrel Spa	8	2016	2016_003	Fulvio Citaredo	1	56	1,3	2014	0	0	0	0	0	1	0	0	0	326859,00	60000,00			386859,00	
Pierrel Spa	8	2016	2016_003	Paolo Cirino Pomicino	1	79	3,0	2013	0	1	0	0	0	0	0	1	0	40000,00	5350,00			45350,00	
Pierrel Spa	8	2016	2016_003	Tiziana Catuogno	0	48	1,0	2015	0	0	0	0	0	0	0	1	0	20000,00	5350,00			25350,00	
Pierrel Spa	8	2016	2016_003	Mauro Fierro	1	58	1,3	2012	0	0	0	0	0	0	0	1	0	20000,00	7300,00			27300,00	
Pierrel Spa	8	2016	2016_003	Fernanda Petrone	0	28	1,0	2015	0	0	0	0	0	0	0	0	1	20000,00				20000,00	
Pierrel Spa	8	2016	2016_003	Mariapaola Bifulco	0	51	1,3	2015	0	0	0	0	0	0	0	0	0	20000,00				20000,00	
I.M.A Spa	9	2016	2016_003	Marco Vacchi	1	81	1,0	1982	0	0	0	0	0	0	0	1	0	36700,00				36700,00	
I.M.A Spa	9	2016	2016_003	Alberto Vacchi	1	54	1,3	1989	1	0	0	0	1	1	0	0	1	847470,00				2845530,00	
I.M.A Spa	9	2016	2016_003	Maria Carla Schiavina	0	53	1,0	1988	0	0	0	0	0	0	0	0	0	20000,00	15000,00	1980000,00	18060,00	35000,00	
I.M.A Spa	9	2016	2016_003	Gianluca Vacchi	1	51	1,0	1993	0	0	0	0	0	0	0	1	0	20000,00				20000,00	
I.M.A Spa	9	2016	2016_003	Andrea Malagoli	1	53	1,3	1996	0	0	0	0	0	0	0	0	1	707360,00	1530000,00			2314810,00	
I.M.A Spa	9	2016	2016_003	Luca Poggi	1	57	1,3	1996	0	0	0	0	0	0	0	0	0	20000,00			1853440,00	1873440,00	
I.M.A Spa	9	2016	2016_003	Pierantonio Riello	1	59	1,0	2009	0	0	0	0	0	0	1	0	0	20000,00	15000,00			35000,00	
I.M.A Spa	9	2016	2016_003	Marco Galliani	1	64	1,3	2009	0	0	0	0	0	0	1	0	0	20000,00		485000,00	3730,00	508730,00	
I.M.A Spa	9	2016	2016_003	Paolo Frugoni	1	71	1,7	2011	0	0	1	0	0	0	1	0	0	20000,00	15000,00			35000,00	
I.M.A Spa	9	2016	2016_003	Valentina Volta	0	40	1,3	2015	0	0	0	0	0	0	0	0	0	20000,00				20000,00	
I.M.A Spa	9	2016	2016_003	Stefano Cataudella	1	69	1,3	2015	0	0	0	0	0	0	0	0	0	20000,00				20000,00	
I.M.A Spa	9	2016	2016_003	Giovanni Pecchioli	1	62	1,0	2015	0	0	0	0	0	0	0	0	1	472230,00	788020,00		16670,00	1276920,00	
I.M.A Spa	9	2016	2016_003	Rita Polli	0	49	1,0	2015	0	0	0	0	0	0	1	0	0	20000,00				20000,00	
Vittoria Assiecurazi	10	2016	2016_003	Carlo Acutis	1	80	1,3	1967	0	0	0	0	0	0	0	1	0	95492,00				95492,00	
Vittoria Assiecurazi	10	2016	2016_003	Andra Acutis	1	54	1,3	2004	1	0	0	0	0	0	0	1	0	627435,00	100000,00		20474,00	747909,00	
Vittoria Assiecurazi	10	2016	2016_003	Roberto Guarena	1	81	1,0	1994	0	1	0	0	0	0	0	0	0	799426,00	1327948,00			2127374,00	
Vittoria Assiecurazi	10	2016	2016_003	Adriana Acutis Biscaretti di Ruffia	0	53	1,3	2004	0	0	0	0	0	0	0	1	0	211803,00	12710,00			224513,00	
Vittoria Assiecurazi	10	2016	2016_003	Marco Brignone	1	80	1,0	1983	0	0	0	0	0	0	1	0	0	28388,00	7161,00			35549,00	
Vittoria Assiecurazi	10	2016	2016_003	Cesare Caldarelli	1	85	1,0	2016	0	0	0	0	0	1	0	0	1	548899,00		698676,00	32912,00	1280487,00	
Vittoria Assiecurazi	10	2016	2016_003	Giorgio Roberto Costa	1	74	1,0	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	60180,00	12710,00			72890,00	
Vittoria Assiecurazi	10	2016	2016_003	Lorenza Guerra Seragnoli	0	36	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	1	0	0	28388,00				28388,00	
Vittoria Assiecurazi	10	2016	2016_003	Giorgio Marsai	1	71	1,0	2016	0	0	0	0	0	0	1	0	0	28388,00				28388,00	
Vittoria Assiecurazi	10	2016	2016_003	Maria Antonella Massari	0	58	1,3	2016	0	0	0	0	0	1	1	0	0	28388,00	4743,00			33131,00	
Vittoria Assiecurazi	10	2016	2016_003	Mazia Morena	0	49	2,3	2016	0	0	0	0	0	0	1	0	0	28388,00	4743,00			33131,00	
Vittoria Assiecurazi	10	2016	2016_003	Lodovico Passerin d'Entreves	1	74	2,3	2016	0	0	0	0	1	1	0	0	0	28388,00	8388,00			36776,00	
Vittoria Assiecurazi	10	2016	2016_003	Luca Pavoni Fontana	1	74	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	1	0	0	314940,00				346066,00	
Vittoria Assiecurazi	10	2016	2016_003	Giuseppe Spadafora	1	64	1,7	2016	0	0	0	0	0	1	1	0	0	37934,00	52746,00			90680,00	
Vittoria Assiecurazi	10	2016	2016_003	Roberta Urban	0	42	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	1	0	0	20328,00	19650,00			39978,00	
Vittoria Assiecurazi	10	2016	2016_003	Francesco Elaggi Sisini	1	69	1,0	2001	0	0	0	0	0	0	1	0	0	8060,00	3224,00			11284,00	
Vittoria Assiecurazi	10	2016	2016_003	Fulvia Ferragamo Visconti	0	68	1,0	2012	0	0	0	0	0	0	1	0	0	8060,00				8060,00	
Vittoria Assiecurazi	10	2016	2016_003	Bernhard Gierl	1	70	0,0	2012	0	0	0	0	0	0	1	0	0	8060,00				8060,00	
Vittoria Assiecurazi	10	2016	2016_003	Pietro Carlo Marsani	1	82	1,3	1986	0	0	0	0	0	0	1	0	0	8060,00	8866,00			16926,00	
Vittoria Assiecurazi	10	2016	2016_003	Anna Strazera	0	59	1,0	2013	0	0	0	0	0	0	1	0	0	8060,00	6448,00			14508,00	

Aeffe Spa	11	2016	2016_003	Massimo Ferretti	1	56	0,8	1990	1	0	0	0	0	0	1	1	905000,00	250000,00	300000,00	905000,00
Aeffe Spa	11	2016	2016_003	Alberta Ferretti	0	68	1,0	1990	0	1	0	0	0	0	1	1	862000,00			1162000,00
Aeffe Spa	11	2016	2016_003	Simone Badioli	1	49	0,8	1993	0	0	0	1	1	0	0	0	439000,00			689000,00
Aeffe Spa	11	2016	2016_003	Marcello Tassinari	1	55	1,0	2005	0	0	0	0	0	0	0	1	117000,00			117000,00
Aeffe Spa	11	2016	2016_003	Marco Salomoni	1	64	1,0	2011	0	0	0	0	0	0	1	0	30000,00			30000,00
Aeffe Spa	11	2016	2016_003	Roberto Lugano	1	59	1,0	2007	0	0	0	0	0	1	1	0	27000,00			30000,00
Aeffe Spa	11	2016	2016_003	Pierfrancesco Giustiniani	1	52	1,0	2008	0	0	0	0	0	1	0	0	30000,00			30000,00
Aeffe Spa	11	2016	2016_003	Sabrina Borocci	0	45	0,8	2014	0	0	1	0	0	1	1	0	30000,00			30000,00
Tesmec Spa	12	2016	2016_003	Ambrogio Caccia Dominioni	1	72	1,3	2010	1	0	0	1	1	0	0	1	480000,00	104000,00	15000,00	495000,00
Tesmec Spa	12	2016	2016_003	Gianluca Bolelli	1	59	1,3	2010	0	1	0	0	0	0	0	0	76266,70			180266,70
Tesmec Spa	12	2016	2016_003	Luca Caccia Dominioni	0	41	1,0	2013	0	0	0	0	0	0	0	1	20000,00			20000,00
Tesmec Spa	12	2016	2016_003	Caterina Caccia Dominioni	0	39	1,0	2010	0	0	0	0	0	1	0	1	48533,34			48533,34
Tesmec Spa	12	2016	2016_003	Gioacchino Attanzio	1	75	1,3	2010	0	0	1	0	0	1	1	0	30000,00			60000,00
Tesmec Spa	12	2016	2016_003	Sergio Arnoldi	1	71	1,3	2010	0	0	0	0	0	1	1	0	20800,00			20800,00
Tesmec Spa	12	2016	2016_003	Paola Durante	0	49	1,0	2016	0	0	0	0	0	0	1	0	13478,34			13478,34
Tesmec Spa	12	2016	2016_003	Guido Giuseppe Maria Corbetta	1	59	1,3	2010	0	0	0	0	0	0	1	0	18410,34			18410,34
Fila Spa	13	2016	2016_003	Gianni Mion	1	75	1,7	2013	1	0	0	0	0	0	0	0	90000,00	933300,00	8261,00	90000,00
Fila Spa	13	2016	2016_003	Massimo Candela	1	53	1,7	2015	0	0	0	1	1	0	0	1	850000,00			179561,00
Fila Spa	13	2016	2016_003	Luca Pelosin	1	52	1,0	2015	0	0	0	0	0	0	0	1	300000,00			639425,00
Fila Spa	13	2016	2016_003	Alberto Candela	1	79	1,3	2015	0	0	0	0	0	0	0	0	150000,00			178618,40
Fila Spa	13	2016	2016_003	Annalisa Barbera	0	49	1,0	2015	0	0	0	0	0	1	0	0	15000,00			15000,00
Fila Spa	13	2016	2016_003	Francesca Prandstraller	0	56	1,3	2014	0	0	0	0	0	1	1	0	15000,00			32100,00
Fila Spa	13	2016	2016_003	Fabio Zucchetti	1	52	1,3	2015	0	0	0	0	0	0	0	0	15000,00			15000,00
Fila Spa	13	2016	2016_003	Sergio Ravagli	1	56	0,7	2015	0	0	0	0	0	1	1	0	15000,00			15000,00
Fila Spa	13	2016	2016_003	Gerolamo Caccia Dominioni	1	63	1,3	2015	0	0	1	0	0	0	1	0	15000,00	15000,00		
K.R. energy Spa	14	2016	2016_003	Luciano Orsini	1	59	2,0	2016	1	0	0	0	1	0	0	1	51229,51			51229,51
K.R. energy Spa	14	2016	2016_003	Guido Cuzzolin	1	57	1,7	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	49180,33			49180,33
K.R. energy Spa	14	2016	2016_003	Beatrice Moro	0	44	1,3	2016	0	0	0	0	0	1	1	0	8196,62			1639,34
K.R. energy Spa	14	2016	2016_003	Chiara Segala	0	46	0,3	2016	0	0	0	0	0	1	1	0	8196,62			4918,03
K.R. energy Spa	14	2016	2016_003	Roberto Petrella	1	37	1,3	2016	0	0	0	0	0	1	1	0	8196,62			4918,03
K.R. energy Spa	14	2016	2016_003	Gaetano Tedeschi	1	65	2,0	2016	0	0	0	0	0	0	1	0	20000,00			7000,00
K.R. energy Spa	14	2016	2016_003	Isabella Perazzoli	0	45	0,0	2016	0	0	0	0	0	0	0	1	50000,00			50000,00
K.R. energy Spa	14	2016	2016_003	Dario Dvidio Schettini	1	56	1,3	2016	0	0	0	0	1	0	1	0	76721,31			76721,31
Dataogic Spa	15	2016	2016_003	Romano Volta	1	81	2,3	2001	1	0	0	0	0	0	0	1	558333,00	455360,00	8334,00	1022027,00
Dataogic Spa	15	2016	2016_003	Valentina Volta	0	40	1,0	2001	0	0	1	0	0	0	0	1	242462,00			495235,00
Dataogic Spa	15	2016	2016_003	Carlo Ayessa	0	59	0,0	2015	0	0	0	0	0	0	0	0	54539,00			5300,00
Dataogic Spa	15	2016	2016_003	Luigi Di Stefano	1	55	2,0	2009	0	0	0	0	0	1	1	0	25000,00			15000,00
Dataogic Spa	15	2016	2016_003	Pier Paolo Caruso	1	52	1,0	2001	0	0	0	0	0	0	0	0	47500,00			19200,00
Dataogic Spa	15	2016	2016_003	Pietro Todescato	1	64	1,3	2014	0	0	0	0	0	0	0	1	561237,00			303284,00
Dataogic Spa	15	2016	2016_003	Gaia Mazzalveri	0	48	0,0	2015	0	0	1	0	0	1	1	0	25000,00			40000,00
Dataogic Spa	15	2016	2016_003	Filippo Maria Volta	1	34	0,3	2012	0	0	0	0	0	1	0	1	25000,00			15000,00
Gefran Spa	16	2016	2016_003	Ennio Franceschetti	1	76	1,3	1991	1	0	0	0	0	0	0	1	445000,00	500,00		450023,00
Gefran Spa	16	2016	2016_003	Romano Gallus	1	77	1,3	2000	0	1	0	0	0	1	0	0	25000,00			25500,00
Gefran Spa	16	2016	2016_003	Maria Chiara Franceschetti	0	49	1,3	2003	0	0	0	0	0	1	0	1	206678,00			84938,00
Gefran Spa	16	2016	2016_003	Giovanna Franceschetti	0	42	1,0	2008	0	0	0	0	0	0	0	1	86000,00			21939,00
Gefran Spa	16	2016	2016_003	Andrea Franceschetti	1	41	1,0	2011	0	0	0	0	0	0	0	1	125000,00			20000,00
Gefran Spa	16	2016	2016_003	Cesare Vecchio	1	56	1,3	2008	0	0	1	0	0	1	1	0	25000,00			4000,00
Gefran Spa	16	2016	2016_003	Daniele Piccolo	1	56	1,7	2012	0	0	0	0	0	1	1	0	25000,00			500,00
Gefran Spa	16	2016	2016_003	Marco Agliati	1	64	1,3	2011	0	0	0	0	0	0	1	0	25000,00			2000,00
Gefran Spa	16	2016	2016_003	Monica Vecchiati	0	57	1,3	2014	0	0	0	0	0	0	1	0	25000,00	5000,00		
Sol Spa	17	2016	2016_003	Aldo Fumagalli Romario	1	60	1,7	1990	1	0	0	0	1	0	0	1	423301,00	165200,00	9047,00	587548,00
Sol Spa	17	2016	2016_003	Marco Annoni	1	57	1,3	1990	0	1	0	0	0	1	0	1	419336,00			158876,00
Sol Spa	17	2016	2016_003	Giovanni Annoni	0	59	1,3	1998	0	0	0	0	0	0	0	1	412776,00			167800,00
Sol Spa	17	2016	2016_003	Giulio Fumagalli Romario	1	54	1,3	2010	0	0	0	0	0	0	0	1	412526,00			162533,00
Sol Spa	17	2016	2016_003	Maria Antonella Boccardo	0	57	1,3	2013	0	0	0	0	0	0	1	0	58200,00			58200,00
Sol Spa	17	2016	2016_003	Stefano Brusagali	1	57	1,3	1998	0	0	0	0	0	0	0	0	58200,00			58200,00
Sol Spa	17	2016	2016_003	Suzanna Dorignon	0	50	1,3	2013	0	0	0	0	0	1	1	0	58200,00			58200,00
Sol Spa	17	2016	2016_003	Anna Gervasoni	0	57	2,0	2013	0	0	0	0	0	0	1	0	58200,00			58200,00
Sol Spa	17	2016	2016_003	Antonella Mansi	0	44	1,0	2013	0	0	0	0	0	0	1	1	58200,00	58200,00		
Sol Spa	17	2016	2016_003	Luiza Savini	0	68	1,7	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	19400,00	19400,00		
Sol Spa	17	2016	2016_003	Alberto Tronconi	1	60	1,7	2013	0	0	0	0	0	0	1	0	38800,00			38800,00

Rosss Spa	18	2016	2016_003	Stefano Bettini	1	60	1,0	2001	1	0	0	0	1	0	0	1	1	100000,00	100000,00
Rosss Spa	18	2016	2016_003	Silvano Bettini	1	55	1,3	2001	0	1	0	0	1	0	0	1	1	100000,00	100000,00
Rosss Spa	18	2016	2016_003	Sandro Bettini	1	45	1,0	2001	0	0	0	0	1	0	0	1	1	100000,00	100000,00
Rosss Spa	18	2016	2016_003	Anna Sodi	0	52	1,7	2014	0	0	0	0	0	0	1	0	0	5000,00	5000,00
Rosss Spa	18	2016	2016_003	Maria Manuela Piccini	0	34	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1250,00	1250,00
Rosss Spa	18	2016	2016_003	Maurizio Biazzzi	1	78	1,3	2010	0	0	0	0	0	0	1	0	0	3750,00	3750,00
Meridie Spa	19	2016	2016_003	Giovanni Lettieri	1	62	2,0	2009	1	0	0	0	1	0	0	1	1	790000,00	790000,00
Meridie Spa	19	2016	2016_003	Vincenzo Capizzi	1	47	2,3	2009	0	0	0	0	0	0	0	0	0	833,00	833,00
Meridie Spa	19	2016	2016_003	Arturo Testa	1	42	1,0	2010	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3110,00	3110,00
Meridie Spa	19	2016	2016_003	Salvatore Esposito De Falco	1	50	2,0	2011	0	0	1	0	0	0	1	0	0	10500,00	10500,00
Meridie Spa	19	2016	2016_003	Annalaura Lettieri	0	40	1,0	2009	0	0	0	0	0	0	0	1	0	110008,00	110008,00
Meridie Spa	19	2016	2016_003	Ettore Antoli	1	60	2,0	2009	0	0	0	0	0	0	1	0	0	10500,00	10500,00
Brunello Cucinelli !	20	2016	2016_003	Brunello Cucinelli	1	65	1,3	2011	1	0	0	1	1	0	0	1	1	802800,00	802800,00
Brunello Cucinelli !	20	2016	2016_003	Moreno Ciarapica	1	57	1,3	2011	0	0	0	0	0	0	0	0	1	337100,00	337100,00
Brunello Cucinelli !	20	2016	2016_003	Riccardo Stefanelli	1	37	1,0	2011	0	0	0	0	0	0	0	0	1	198762,00	198762,00
Brunello Cucinelli !	20	2016	2016_003	Giovanna Manfredi	0	57	1,0	2011	0	0	0	0	0	0	0	0	0	346895,00	346895,00
Brunello Cucinelli !	20	2016	2016_003	Giuseppe Labianca	1	49	1,0	2012	0	0	0	0	0	0	0	0	0	344703,00	344703,00
Brunello Cucinelli !	20	2016	2016_003	Andrea Pontremoli	1	61	1,3	2012	0	0	1	0	0	1	1	0	0	23432,00	12500,00
Brunello Cucinelli !	20	2016	2016_003	Matteo Marzotto	1	52	1,0	2012	0	0	0	0	0	1	1	0	0	23200,00	10000,00
Brunello Cucinelli !	20	2016	2016_003	Candice Koo	0	41	1,7	2012	0	0	0	0	0	1	1	0	0	25839,00	7500,00
Brunello Cucinelli !	20	2016	2016_003	Camilla Cucinelli	0	36	0,7	2014	0	0	0	0	0	0	0	0	0	124765,00	124765,00
Brunello Cucinelli !	20	2016	2016_003	Luca Lisandrini	1	40	1,0	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	1	273482,00	273482,00

Tod's Spa																										
	OVS Spa	7	2016	2016_003	Nicholas Stathopoulos	1	49	1,3	2014	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0,00						0,00	
	OVS Spa	7	2016	2016_003	Stefano Buradido	1	61	1,3	2014	0	0	0	1	1	0	0	0	1	35004,00	1240000,00		1135712,48	18894,00		3344610,48	
	OVS Spa	7	2016	2016_003	Stefano Ferraruci	1	46	1,0	2014	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,00						0,00	
	OVS Spa	7	2016	2016_003	Jérôme Pierre Lozon	1	50	1,0	2014	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,00						0,00	
	OVS Spa	7	2016	2016_003	Hainz Jürgen Krogner Kornalik	1	77	1,3	2014	0	0	0	0	0	1	1	0	0	800000,00						800000,00	
	OVS Spa	7	2016	2016_003	Gabriele Dal Tordchio	1	67	1,7	2014	0	0	0	0	0	0	1	1	0	50000,00	50000,00					100000,00	
	OVS Spa	7	2016	2016_003	Marvin Teubner	1	40	1,0	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,00						0,00	
	Moaclet Spa	8	2016	2016_003	Remo Raffini	1	57	1,3	2013	1	0	0	0	1	1	0	0	0	1521574,00	1500000,00		2633933,00	5353,00		5672890,00	
	Moaclet Spa	8	2016	2016_003	Sergio Buongiovanni	1	56	1,3	2013	0	0	0	0	0	0	0	0	1	323585,00	190400,00		304485,00	12378,00		1431448,00	
	Moaclet Spa	8	2016	2016_003	Virginie Morgan	0	49	1,0	2013	0	1	0	0	0	0	1	0	0	17574,00	13484,00					31058,00	
	Moaclet Spa	8	2016	2016_003	Stephanie Phair	0	40	1,0	2016	0	0	0	0	0	0	1	0	0	27869,00						27869,00	
	Moaclet Spa	8	2016	2016_003	Juan Carlos Torres Carretero	1	69	1,7	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2836,00						2836,00	
	Moaclet Spa	8	2016	2016_003	Luciano Santal	1	62	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	448770,00	256728,00		1093555,00	6182,00		1805235,00	
	Moaclet Spa	8	2016	2016_003	Marco Di Benedetto	1	56	1,3	2013	0	0	1	0	0	0	1	1	0	31508,00	37418,00					68926,00	
	Moaclet Spa	8	2016	2016_003	Dina Morisai	0	50	1,0	2014	0	0	0	0	0	0	1	1	0	31508,00	26367,00					58475,00	
	Moaclet Spa	8	2016	2016_003	Guido Pisanardi	1	66	1,7	2016	0	0	0	0	0	0	0	1	0	27869,00	12623,00					40492,00	
	Moaclet Spa	8	2016	2016_003	Norio Alessandrini	1	57	1,3	2013	0	0	0	0	0	0	0	1	0	36367,00	6066,00					43033,00	
	Moaclet Spa	8	2016	2016_003	Gabriele Galatini di Genola	1	71	1,7	2014	0	0	0	0	0	0	0	1	0	36367,00	16516,00					53483,00	
Antogrill Spa																										
	Gamezet Group Spa	9	2017	2017_003	/Ittorio Pignotti Morano Campo	1	61	1,3	2016	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0,00						0,00	
	Gamezet Group Spa	9	2017	2017_003	Guglielmo Angiolozzi	1	46	1,0	2016	0	0	0	0	1	1	0	0	0	1	402520,00	250000,00		1000000,00	20942,19		1673462,19
	Gamezet Group Spa	9	2017	2017_003	Giuliano D'Onofrio	1	44	1,0	2016	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0,00						0,00	
	Gamezet Group Spa	9	2017	2017_003	Marco Conte	1	36	1,0	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,00						0,00	
	Gamezet Group Spa	9	2017	2017_003	Giacomo Pignotti Morano	1	38	1,0	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,00						0,00	
	Gamezet Group Spa	9	2017	2017_003	Antonio Kerastaris	1	49	1,3	2017	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,00						0,00	
	Gamezet Group Spa	9	2017	2017_003	Laura Cimbellotti	0	48	1,0	2017	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0,00						0,00	
	Gamezet Group Spa	9	2017	2017_003	Claudia Ricchetti	0	53	1,0	2017	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0,00						0,00	
	Gamezet Group Spa	9	2017	2017_003	Daniela Saitta	0	56	1,7	2017	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0,00						0,00	
	Sasitech Spa	10	2016	2016_003	Mara Anna Rita Caverini	0	56	1,3	2013	1	0	0	0	0	0	0	0	0	113750,00	4416,67					118166,67	
	Sasitech Spa	10	2016	2016_003	Fabio Schiavolin	1	49	1,0	2015	0	0	0	0	1	1	0	0	0	1	654167,28	637466,66		7148,71		1238782,65	
	Sasitech Spa	10	2016	2016_003	Giorgio Drago	1	60	1,7	2011	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	30000,00					30000,00	
	Sasitech Spa	10	2016	2016_003	Salvatore Catapano	1	50	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	16833,33					16833,33	
	Sasitech Spa	10	2016	2016_003	Angelo Giovannone	1	41	1,0	2016	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	16833,33					16833,33	
	Sasitech Spa	10	2016	2016_003	Nadia Buttignol	0	41	1,0	2016	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	16833,33					16833,33	
	Sasitech Spa	10	2016	2016_003	Raffaella Viscardi	0	43	1,0	2016	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	16833,33	5611,11				22444,44	
	Sasitech Spa	10	2016	2016_003	Maura Pizapia	1	53	1,0	2013	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	16833,33					16833,33	
	Sasitech Spa	10	2016	2016_003	Maurizio Leo	1	63	1,0	2016	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	30000,00					30000,00	
	Sasitech Spa	10	2016	2016_003	Paolo Scarfatti	1	56	1,0	2015	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	30000,00					30000,00	
	Sasitech Spa	10	2016	2016_003	Roberto Paozi	1	79	1,7	2011	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	30000,00	10000,00				40000,00	
	Sasitech Spa	10	2016	2016_003	Barbara Poggiali	0	55	1,0	2013	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	30000,00	10000,00				40000,00	
	Sasitech Spa	10	2016	2016_003	Chiara Palmieri	0	48	1,0	2013	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	30000,00	10000,00			40000,00	
	Sasitech Spa	10	2016	2016_004	Nicola Iorio	1	40	1,0	2012	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	34166,67	5611,11				33777,78	
Marr Spa																										
	Bioera Spa	11	2016	2016_003	Daniela Garneri Santanchè	0	51	1,3	Non disponibile	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	331500,00					331500,00	
	Bioera Spa	11	2016	2016_003	Casio Giovanni Mazzaro	1	59	1,3	Non disponibile	0	0	0	0	1	1	0	0	0	1	281360,00					281360,00	
	Bioera Spa	11	2016	2016_003	Davide Montegazza	1	53	1,3	Non disponibile	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	19650,00	5000	250000	77369,00		352618,00	
	Bioera Spa	11	2016	2016_003	Michela Mario Mazzaro	1	30	1,0	Non disponibile	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	21933,00					22505,00	
	Bioera Spa	11	2016	2016_003	Ariadna Davide Segre	1	79	1,7	Non disponibile	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	6000,00	3000				9000,00	
Biesse Group																										
	Fidia Spa	13	2016	2016_003	Giuseppe Morfino	1	74	1,7	Non disponibile	1	0	0	1	1	0	0	0	0	1	593302,00					593302,00	
	Fidia Spa	13	2016	2016_003	Carlo Midagao	1	57	1,7	Non disponibile	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	271434,00			1880,00		271374,00	
	Fidia Spa	13	2016	2016_003	Luigino Azzolin	1	76	1,7	Non disponibile	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	12000,00					12000,00	
	Fidia Spa	13	2016	2016_003	Guido Giovanni	1	47	1,0	Non disponibile	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	12000,00					12000,00	
	Fidia Spa	13	2016	2016_003	Anna Ferrero	0	66	1,7	Non disponibile	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	12000,00					12000,00	
	Fidia Spa	13	2016	2016_003	Francesco Profumo	1	65	1,7	Non disponibile	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	12000,00					12000,00	
	Fidia Spa	13	2016	2016_003	Murischiana Zanetti	0	54	2,7	Non disponibile	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	12000,00					12000,00	
	Siatesi Spa	14	2016	2016_003	Giuseppe Volpi	1	63	1,3	2016	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	60000,00					60000,00	
	Siatesi Spa	14	2016	2016_003	Francesco Biotone	1	42	1,3	2015	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	45000,00					45000,00	
	Siatesi Spa	14	2016	2016_003	Ornella Fredi	0	56	1,0	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	15000,00					15000,00	
	Siatesi Spa	14	2016	2016_003	Vanesa Lorefice	0	28	1,0	2015	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	15000,00					15000,00	
	Siatesi Spa	14	2016	2016_003	Umberto Monarca	1	42	1,0	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	15000,00					15000,00	

Pierrel Spa	MolMed Spa	15	2016	2016_003	Claudio Bordignon	1	68	1,7	1996	1	0	0	0	0	0	0	0	280000,00	85000,00	59000,00	424000,00			
	MolMed Spa	15	2016	2016_003	Alberto Carletti	1	58	1,7	2012	0	0	0	0	0	0	0	0	17000,00			17000,00			
	MolMed Spa	15	2016	2016_003	Laura Iris Ferro	0	67	2,3	2016	0	0	0	0	0	0	1	1	0	2,0	17000,00	10000,00	27000,00		
	MolMed Spa	15	2016	2016_003	Sabina Grossi	0	53	1,3	2004	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	17000,00	16000,00	33000,00		
	MolMed Spa	15	2016	2016_003	Carlo Incerti	1	59	2,0	2016	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	15000,00		15000,00		
	MolMed Spa	15	2016	2016_003	Mario Masciocchi	1	79	1,7	2013	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	17000,00	22000	33000,00		
	MolMed Spa	15	2016	2016_003	Alfredo Mazzina	1	83	1,7	2004	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	17000,00	17000,00	34000,00		
	MolMed Spa	15	2016	2016_003	Riccardo Palmisano	0	59	1,7	2015	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	31500	85000,00	21000	421000,00	
	MolMed Spa	15	2016	2016_003	Elizabeth Robinson	0	62	1,7	2016	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	16000,00		16000,00		
	MolMed Spa	15	2016	2016_003	Raffaella Paggiaro	0	64	1,7	2013	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	17000,00	11000	28000,00	
MolMed Spa	15	2016	2016_003	Didier Trese	1	62	2,3	2015	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	15000,00	10000		25000,00		
I.M.A Spa	Fidia Spa	17	2016	2016_003	Giuseppe Morino	1	74	1,7	Non disponibile	1	0	0	1	1	0	0	0	1	599302,00			599302,00		
	Fidia Spa	17	2016	2016_003	Carlo Misdogan	1	57	1,7	Non disponibile	0	0	0	0	0	0	0	0	1	271434,00		1880,00	273374,00		
	Fidia Spa	17	2016	2016_003	Luigino Azzolin	1	76	1,7	Non disponibile	0	0	1	0	0	0	0	0	0	12000,00			12000,00		
	Fidia Spa	17	2016	2016_003	Guido Giovando	1	47	1,0	Non disponibile	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	12000,00			12000,00	
	Fidia Spa	17	2016	2016_003	Anna Ferrero	0	66	1,7	Non disponibile	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	12000,00			12000,00	
	Fidia Spa	17	2016	2016_003	Francesco Profumo	1	65	1,7	Non disponibile	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	12000,00			12000,00	
	Fidia Spa	17	2016	2016_003	Marichiana Zanetti	0	54	2,7	Non disponibile	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	12000,00			12000,00	
	Siatesi Spa	18	2016	2016_003	Giuseppe Volpi	1	63	1,3	2016	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	60000,00			60000,00	
	Siatesi Spa	18	2016	2016_003	Francesco Bottene	1	42	1,3	2015	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	45000,00			45000,00	
	Siatesi Spa	18	2016	2016_003	Ornella Freddi	0	56	1,0	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	15000,00			15000,00	
Siatesi Spa	18	2016	2016_003	Vancesa Lorefice	0	28	1,0	2015	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	15000,00			15000,00		
Siatesi Spa	18	2016	2016_003	Umberto Monarca	1	42	1,0	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	15000,00			15000,00		
Vittoria Assicurazioni Spa	Unipol Spa	19	2016	2016_003	Stefanini Pierluigi	1	65	1,0	2001	1	0	0	0	0	0	0	0	0	652000,00	5000,00	2288,07	659288,07		
	Unipol Spa	19	2016	2016_003	Pasquarillo Maria Antonietta	0	64	1,3	2015	0	1	0	0	0	0	0	1	0	0	46304,11			46304,11	
	Unipol Spa	19	2016	2016_003	Cimbri Carlo	1	53	1,3	2016	0	0	0	0	1	1	0	0	0	1	1952518,38	5000,00	67939,36	2375518,34	
	Unipol Spa	19	2016	2016_003	Baldacci Gianmaria	1	43	0,7	2010	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	2010			0,00	
	Unipol Spa	19	2016	2016_003	Berardini Francesco	1	71	1,7	2009	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	109250,00	5000,00		114250,00	
	Unipol Spa	19	2016	2016_003	Candini Silvia Elisabetta	0	48	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0			0,00	0,00
	Unipol Spa	19	2016	2016_003	Cattabiani Paolo	1	60	1,3	2014	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			0,00	0,00	
	Unipol Spa	19	2016	2016_003	Dalle Rive Ernesto	1	58	1,0	2010	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	85000,00	3000,00		88000,00	
	Unipol Spa	19	2016	2016_003	De Luise Patrizia	0	64	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			0,00	0,00	
	Unipol Spa	19	2016	2016_003	Ferraboli Anna Maria	0	71	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			0,00	0,00	
	Unipol Spa	19	2016	2016_003	Ferrè Daniele	1	62	1,7	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0			0,00	0,00
	Unipol Spa	19	2016	2016_003	Gualtieri Giuseppina	1	61	1,7	2013	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	52000,00	15000,00		67000,00	
	Unipol Spa	19	2016	2016_003	Leverato Claudio	0	69	1,3	1995	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0			0,00	0,00
	Unipol Spa	19	2016	2016_003	Monara Pier Luigi	1	63	1,0	2006	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	52000,00	7000,00		59000,00	
	Unipol Spa	19	2016	2016_003	Mundo Antonietta	0	72	1,7	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			0,00	0,00	
	Unipol Spa	19	2016	2016_003	Paccioni Milo	1	68	1,3	2006	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	229000,00	1000,00		230000,00	
	Unipol Spa	19	2016	2016_003	Pierrè Sandro Alfredo	1	54	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0			3609,00	233609,00	
	Unipol Spa	19	2016	2016_003	Trovò Annamaria	0	55	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			0,00	0,00	
	Unipol Spa	19	2016	2016_003	Turini Adriano	1	54	1,3	2011	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	48000,00	4000,00		52000,00	
	Unipol Spa	19	2016	2016_003	Zambelli Rossana	0	60	1,7	2013	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	60321,92	37000,00		97321,92	
	Unipol Spa	19	2016	2016_003	Zini Carlo	1	63	1,7	2014	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	106543,32			106543,32	
	Unipol Spa	19	2016	2016_003	Zucchi Mario	1	72	1,0	2001	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	85750,00	4000,00		89750,00	
	Cattolica Assicurazioni	20	2016	2016_003	Paolo Bedoni	1	63	1,3	1999	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1011316,00	40000,00		1051316,00	
	Cattolica Assicurazioni	20	2016	2016_003	Poli Aldo	1	76	1,3	2007	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	353240,00	40000,00	399240	798480,00	
	Cattolica Assicurazioni	20	2016	2016_003	Manfredo Turchetti	1	57	1,7	2016	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	351115,00	40000,00		391115,00	
	Cattolica Assicurazioni	20	2016	2016_003	G. Battista Mazzucchelli	1	72	1,3	2008	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	1800000,00		525947,00	774,00	2326721,00
	Cattolica Assicurazioni	20	2016	2016_003	Alessandro Lai	1	58	1,7	2016	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	102696,00			102696,00	
	Cattolica Assicurazioni	20	2016	2016_003	Baraggi Luigi	1	89	1,7	1981	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	162303,00	30000,00		192303,00	
	Cattolica Assicurazioni	20	2016	2016_003	Barbieri Blasvenich	0	52	1,3	2011	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	210672,00	50000,00		260672,00	
	Cattolica Assicurazioni	20	2016	2016_003	Bettina Campedelli	0	56	1,3	2012	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	110015,00	75000,00		185015,00
	Cattolica Assicurazioni	20	2016	2016_003	Lira Ferrarini	0	55	1,0	2013	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	79685,00	20000,00		99685,00
	Cattolica Assicurazioni	20	2016	2016_003	Paola Ferrelli	0	56	1,0	2013	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	77723,00	20000,00		97723,00
	Cattolica Assicurazioni	20	2016	2016_003	Giovanni Maccagnani	1	56	1,3	2011	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	82324,00	20000,00		102324,00
	Cattolica Assicurazioni	20	2016	2016_003	Luigi Mion	1	58	1,0	2012	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	80661,00	20000,00		100661,00
	Cattolica Assicurazioni	20	2016	2016_003	Carlo Napoleoni	1	51	1,7	2012	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	163246,00	20000,00		183246,00	
	Cattolica Assicurazioni	20	2016	2016_003	Angelo Nardi	1	69	1,3	2010	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	101873,00	30000,00		131873,00
	Cattolica Assicurazioni	20	2016	2016_003	Pilade Riedo	1	86	1,3	2006	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	168867,00	20000,00		188867,00	
	Cattolica Assicurazioni	20	2016	2016_003	Paola Grossi	0	64	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	104184,00	50000,00		154184,00
	Cattolica Assicurazioni	20	2016	2016_003	Eugenio Vandi	1	51	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	93028,00			93028,00

Aeffe Spa																										
	Moacler Spa	21	2016	2016_003	Reno Ruffini	1	57	1,3	2013	1	0	0	0	1	0	0	0	1	1527574,00		1500000,00		2639353,00	5953,00	5672880,00	
	Moacler Spa	21	2016	2016_003	Sergio Buongiovanni	1	56	1,3	2013	0	0	0	0	0	0	0	0	1	323585,00		190400,00		304485,00	12378,00	1431448,00	
	Moacler Spa	21	2016	2016_003	Virginia Morgan	0	49	1,0	2013	0	1	0	0	0	0	1	0	0	17574,00	13484,00				31058,00		
	Moacler Spa	21	2016	2016_003	Stephanie Phair	0	40	1,0	2016	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	27863,00					27863,00	
	Moacler Spa	21	2016	2016_003	Jean Carlos Torres Carretero	1	69	1,7	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2836,00					2836,00	
	Moacler Spa	21	2016	2016_003	Luciano Santal	1	62	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	448770,00		256728,00	1093555,00	6182,00	1805235,00		
	Moacler Spa	21	2016	2016_003	Marco De Benedetti	1	56	1,3	2013	0	0	0	1	0	0	1	1	0	0	31508,00	37418,00				68326,00	
	Moacler Spa	21	2016	2016_003	Diva Moriani	0	50	1,0	2014	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	31508,00	26367,00				58475,00	
	Moacler Spa	21	2016	2016_003	Guido Pisanardi	1	66	1,7	2016	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	27863,00	12623,00				40432,00	
	Moacler Spa	21	2016	2016_003	Nerio Alessandrini	1	57	1,3	2013	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	36367,00	6066,00				43033,00	
	Moacler Spa	21	2016	2016_003	Gabriele Galsteri di Geola	1	71	1,7	2014	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	36367,00	16516,00				53493,00	
	Vincenzo Zecchi Spa	22	2016	2016_003	Joel David Beaulieu	1	45	1,0	2016	1	0	0	0	1	1	0	0	0	1	6000,00					6000,00	
	Vincenzo Zecchi Spa	22	2016	2016_003	Florian Guyot	1	39	0,7	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6000,00					6000,00	
	Vincenzo Zecchi Spa	22	2016	2016_003	Antonio Rigamonti	1	75	1,7	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	6000,00					6000,00	
	Vincenzo Zecchi Spa	22	2016	2016_003	Antonio Maria Negri Clementi	0	62	1,7	2016	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	6000,00					6000,00	
	Vincenzo Zecchi Spa	22	2016	2016_003	Paolo Angius	1	48	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	6000,00					6000,00	
	Vincenzo Zecchi Spa	22	2016	2016_003	Marina Corsio	0	45	1,7	2016	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	6000,00					6000,00	
	Vincenzo Zecchi Spa	22	2016	2016_003	Giuseppe Fornari	1	51	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	6000,00					6000,00	
	Vincenzo Zecchi Spa	22	2016	2016_003	Patrizia Pollitto	0	56	1,7	2016	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	6000,00					6000,00	
Ternsec Spa																										
	Prysmian Spa	23	2016	2016_003	Mazzimo Tononi	1	54	1,3	2010	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	110000,00	20000,00				130000,00	
	Prysmian Spa	23	2016	2016_003	Valerio Battista	1	61	1,3	2005	0	0	0	0	1	1	0	0	0	1	1100000,00		236915,00	3570,00	10746,00	1351229,00	
	Prysmian Spa	23	2016	2016_003	Mazzimo Buttanni	1	51	1,7	2014	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	670000,00		112500,00	4760,00	6566,00	793826,00	
	Prysmian Spa	23	2016	2016_003	Maria Elena Cappello	0	50	1,7	2012	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	50000,00	20000,00				70000,00	
	Prysmian Spa	23	2016	2016_003	Alberto Capponi	1	64	1,7	2015	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	50000,00					50000,00	
	Prysmian Spa	23	2016	2016_003	Claudio De Ceato	1	56	1,7	2010	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	50000,00	40000,00				30000,00	
	Prysmian Spa	23	2016	2016_003	Monica de Virgiliis	0	51	1,3	2015	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	50000,00					50000,00	
	Prysmian Spa	23	2016	2016_003	Pier Francesco Facchini	1	51	1,3	2007	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	554615,00		38438,00	3060,00	7143,00	663262,00	
	Prysmian Spa	23	2016	2016_003	Maria Letizia Moriani	0	58	1,7	2015	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	50000,00	20000,00				70000,00	
	Prysmian Spa	23	2016	2016_003	Fabio Ignazio Romeo	1	63	1,7	2007	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	707170,00			5440,00	7283,00	81615,00	
	Prysmian Spa	23	2016	2016_003	Giovanni Tamburi	1	64	1,3	2012	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	50000,00	20000,00				70000,00	
	Fincantieri Spa	24	2016	2016_003	Vincenzo Petrone	1	72	1,7	2013	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	227000,00		68000,00		2388,00	297388,00	
	Fincantieri Spa	24	2016	2016_003	Giuseppe Bono	1	74	2,0	2002	0	0	0	0	1	1	0	0	0	1	735000,00		737000,00		2104,00	1474104,00	
	Fincantieri Spa	24	2016	2016_003	Simone Anichini	1	57	1,3	2014	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	27000,00	58821,31				85821,31	
	Fincantieri Spa	24	2016	2016_003	Mazzimiliano Cesare	1	67	1,7	2014	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	27000,00	50000,00				77000,00	
	Fincantieri Spa	24	2016	2016_003	Ana Molinetti	0	60	1,3	2013	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	27000,00	20000,00				47000,00	
	Fincantieri Spa	24	2016	2016_003	Leone Piatto	1	50	1,3	2014	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	27000,00	40000,00				67000,00	
	Fincantieri Spa	24	2016	2016_003	Paolo Scudieri	1	58	1,7	2014	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	27000,00	37643,84				64643,84	
	Fincantieri Spa	24	2016	2016_003	Paola Santarelli	0	59	1,7	2014	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	27000,00					27000,00	
Fila Spa																										
	Cerved Group	25	2026	2016_003	Fabio Cerchiai	1	74	1,7	2016	1	0	0	0	0	0	1	1	0	0	200000,00	13333,33					213333,33
	Cerved Group	25	2026	2016_003	Gianandrea De Bernardis	1	54	1,7	2016	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	116666,67		80000,00		71080,30	1452,32	1275865,36
	Cerved Group	25	2026	2016_003	Marco Napolitano	1	45	1,7	2016	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	273333,33			156000,00	97654,84	2232,01	529220,18
	Cerved Group	25	2026	2016_003	Sabrina Della Citta	0	43	1,0	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	100000,04			21200,00	12376,88	1713,28	135290,20
	Cerved Group	25	2026	2016_003	Andrea Mignasoli	1	49	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	250000,00		100000,00		21902,09	3767,64	375668,73
	Cerved Group	25	2026	2016_003	Roberto Macchini	1	47	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	250000,00			106000,00	43804,79	3015,38	402820,77
	Cerved Group	25	2026	2016_003	Mara Caveri	0	56	1,0	2016	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	40000,00	16666,67					56666,67
	Cerved Group	25	2026	2016_003	Aurelio Rogina	1	56	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	40000,00	16666,67					56666,67
	Cerved Group	25	2026	2016_003	Giulia Bongiorno	0	52	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	26666,67					26666,67
	Cerved Group	25	2026	2016_003	Marco Maria Fumagalli	1	57	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	26666,67					26666,67
	Cerved Group	25	2026	2016_003	Valentina Montanari	0	51	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	26666,67					26666,67
	Fiera Milano Spa	26	2016	2016_003	Roberto Rettnai	1	65	1,3	2015	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	203650,00						203650,00
	Fiera Milano Spa	26	2016	2016_003	Antilio Fontana	1	66	1,7	2009	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	128800,00						128800,00
	Fiera Milano Spa	26	2016	2016_003	Lidia Ronzelli	0	43	1,0	2015	0	1	0	0	0	0	1	1	0	0	128800,00						128800,00
	Fiera Milano Spa	26	2016	2016_003	Joyce Victoria Bigio	0	64	1,7	2015	0	0	0	0													

K.R energy Spa																				
Alerion Clean Power S	27	2016	2016_003	Josef Gostner	1	Non disponibili	0,3	Non disponibile	1	0	0	1	0	0	0	0	113667,00	52920,00	21130,00	187717,00
Alerion Clean Power S	27	2016	2016_003	Georg Vaja	1	Non disponibili	0,7	Non disponibile	0	1	0	1	1	0	0	0	1	84333,00	42840,00	127173,00
Alerion Clean Power S	27	2016	2016_003	Patrick Pircher	1	Non disponibili	0,7	Non disponibile	0	0	0	1	1	0	0	0	1	66000,00	31920,00	97920,00
Alerion Clean Power S	27	2016	2016_003	Paolo Signorotti	1	Non disponibili	0,7	Non disponibile	0	0	0	0	0	0	0	0	0	11000,00	12750,00	23750,00
Alerion Clean Power S	27	2016	2016_003	Nedra Dapoz	0	Non disponibili	0,7	Non disponibile	0	0	0	0	0	1	0	0	0	11000,00	15200,00	26200,00
Alerion Clean Power S	27	2016	2016_003	Vittoria Giustiniani	1	Non disponibili	0,7	Non disponibile	0	0	0	0	0	0	0	0	0	11000,00	5000,00	16000,00
Alerion Clean Power S	27	2016	2016_003	Paolo Bruno	0	Non disponibili	0,7	Non disponibile	0	0	0	0	0	1	0	0	0	11000,00	8250,00	19250,00
Alerion Clean Power S	27	2016	2016_003	Giovanni Brianza	1	Non disponibili	0,7	Non disponibile	0	0	0	0	0	1	0	0	0	9737,00	700,00	10437,00
Ph energy Spa	28	2016	2016_003	Pierluigi Tortora	1	61	1,7	Non disponibile	1	0	0	1	1	0	0	0	1			Non disponibile
Ph energy Spa	28	2016	2016_003	Carlo Corradini	1	58	1,7	Non disponibile	0	0	0	0	0	0	1	0	0			Non disponibile
Ph energy Spa	28	2016	2016_003	Elconora Tortora	0	32	1,0	Non disponibile	0	0	0	0	0	0	0	0	0			Non disponibile
Ph energy Spa	28	2016	2016_003	Gisa Paolo Martini	1	78	1,3	Non disponibile	0	0	0	0	0	0	0	1	0			Non disponibile
Ph energy Spa	28	2016	2016_003	Stefano Marulli	1	33	1,0	Non disponibile	0	0	0	0	0	0	0	0	0			Non disponibile
Dataoic Spa																				
Ansaldo sts Spa	23	2016	2016_003	Alistair Dörner	1	55	1,0	2015	1	0	0	0	0	0	0	0	1	75000,00		75000,00
Ansaldo sts Spa	23	2016	2016_003	Alberto De Benedicis	1	66	1,7	2016	0	1	0	0	0	1	1	0	0	31634,00	28525,00	60219,00
Ansaldo sts Spa	23	2016	2016_003	Andrew Barr	1	45	1,3	2016	0	0	0	1	1	0	0	0	1	243304,00	109914,00	533176,00
Ansaldo sts Spa	23	2016	2016_003	Giuseppe Birroni	1	64	2,0	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	31634,00		31634,00
Ansaldo sts Spa	23	2016	2016_003	Rosa Cipriotti	0	44	1,0	2016	0	0	0	0	0	0	1	0	0	31634,00		31634,00
Ansaldo sts Spa	23	2016	2016_003	Mario Gurràffo	1	81	1,7	2015	0	0	0	0	0	1	1	0	0	50000,00	25355,00	75355,00
Ansaldo sts Spa	23	2016	2016_003	Fabio Labruna	1	50	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	31634,00		31634,00
Ansaldo sts Spa	23	2016	2016_003	Katherine Mingay	0	53	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	1	0	0	31634,00		31634,00
Ansaldo sts Spa	23	2016	2016_003	Katherine Painter	0	58	2,0	2016	0	0	0	0	0	1	0	0	0	31634,00	28525,00	60219,00
SeSa Spa	30	2016	2016_003	Paolo Castellacci	1	71	1,7	2013	1	0	0	0	0	0	0	0	1	230542,00	4833,00	34350,00
SeSa Spa	30	2016	2016_003	Alessandro Fabbroni	1	46	1,3	2012	0	0	0	1	1	0	0	0	1	158607,00	10167,00	15595,00
SeSa Spa	30	2016	2016_003	Moroso Giani	1	56	1,3	2013	0	1	0	0	0	0	0	0	1	161423,00	7500,00	15578,00
SeSa Spa	30	2016	2016_003	Giovanni Moriani	1	61	1,3	2013	0	1	0	0	0	0	0	0	1	167250,00	4000,00	183147,00
SeSa Spa	30	2016	2016_003	Angela Oggionni	0	36	1,0	2015	0	0	0	0	0	0	1	0	0	12000,00		12000,00
SeSa Spa	30	2016	2016_003	Angelica Palizzari	0	47	1,0	2013	0	0	0	0	0	0	1	0	0	15333,00	13667,00	29000,00
SeSa Spa	30	2016	2016_003	Giovanna Zanotti	0	46	1,0	2013	0	0	0	0	0	0	1	1	0	15333,00	11167,00	26500,00
SeSa Spa	30	2016	2016_003	Luigi Gola	1	85	1,7	2013	0	0	0	0	0	0	1	1	0	15333,00	17500,00	32833,00
Gefras Spa																				
Prismias Spa	31	2016	2016_003	Massimo Tononi	1	54	1,3	2010	1	0	0	0	0	1	0	0	0	110000,00	20000,00	130000,00
Prismias Spa	31	2016	2016_003	Valerio Battista	1	61	1,3	2005	0	0	0	1	1	0	0	0	1	1100000,00		1351229,00
Prismias Spa	31	2016	2016_003	Massimo Battistini	1	51	1,7	2014	0	0	0	0	0	0	0	0	1	670000,00	112500,00	793826,00
Prismias Spa	31	2016	2016_003	Maria Elena Cappello	0	50	1,7	2012	0	0	0	0	0	0	1	0	0	50000,00	20000,00	70000,00
Prismias Spa	31	2016	2016_003	Alberto Cappeloni	1	64	1,7	2015	0	0	0	0	0	0	1	0	0	50000,00		50000,00
Prismias Spa	31	2016	2016_003	Claudio De Costo	1	56	1,7	2010	0	0	0	0	0	1	1	0	0	50000,00	40000,00	90000,00
Prismias Spa	31	2016	2016_003	Monica de Virgillis	0	51	1,3	2015	0	0	0	0	0	0	1	0	0	50000,00		50000,00
Prismias Spa	31	2016	2016_003	Pier Francesco Facchini	1	51	1,3	2007	0	0	0	0	0	0	0	0	0	554615,00		663262,00
Prismias Spa	31	2016	2016_003	Maria Letizia Mariani	0	58	1,7	2015	0	0	0	0	0	0	0	0	0	50000,00	20000,00	70000,00
Prismias Spa	31	2016	2016_003	Fabio Igeazio Romeo	1	63	1,7	2007	0	0	0	0	0	0	0	0	0	707170,00	97176,00	81615,00
Prismias Spa	31	2016	2016_003	Giovanni Tamburi	1	64	1,3	2012	0	0	0	0	0	1	1	0	0	50000,00	20000,00	70000,00
Irce Spa	32	2016	2016_003	Filippo Casadio	1	70	1,3	1987	1	0	0	1	1	0	0	0	1	257523,31	25000,00	282676,31
Irce Spa	32	2016	2016_003	Francesco Gaedolfi Collicioni	1	71	1,7	1990	0	0	0	0	0	0	0	0	1	128128,36	25000,00	160393,64
Irce Spa	32	2016	2016_003	Giulfranco Supinno	1	72	1,7	1990	0	0	0	0	0	0	1	0	0	12000,00		82000,00
Irce Spa	32	2016	2016_003	Orfeo Dallago	1	54	1,7	2003	0	0	0	0	0	1	1	0	0	12000,00		12000,00
Irce Spa	32	2016	2016_003	Francesco Pisciccedda	0	43	1,7	2013	0	0	0	0	0	0	1	1	0	12000,00		12000,00
Irce Spa	32	2016	2016_003	Giulietta Di Chiara	0	68	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	1	0	0	12000,00		12000,00
Sol Spa																				
Boero Bartolomeo Sp	33	2016	2016_003	Andrea Boero	0	74	1,7	Non disponibile	1	0	0	0	0	0	0	0	1	300.000,00		3843,09
Boero Bartolomeo Sp	33	2016	2016_003	Giorgio Papalik	1	59	1,7	Non disponibile	0	0	0	1	1	0	0	0	1	30.000,00		36043,32
Boero Bartolomeo Sp	33	2016	2016_003	Giuseppe Caracci	1	82	1,3	Non disponibile	0	1	0	0	0	0	0	0	1	30.000,00		30000,00
Boero Bartolomeo Sp	33	2016	2016_003	Cristina Cavalleroni Boero	0	51	1,0	Non disponibile	0	0	0	0	0	0	0	0	1	30.000,00		3300,39
Boero Bartolomeo Sp	33	2016	2016_003	Gregorio Gavroncz	1	65	1,3	Non disponibile	0	0	0	0	0	0	1	0	0	20.000,00		20000,00
Boero Bartolomeo Sp	33	2016	2016_003	Luigi Ghisleri	1	55	1,7	Non disponibile	0	0	0	0	0	0	0	0	0	20.000,00		20000,00
Boero Bartolomeo Sp	33	2016	2016_003	Giampaolo Iacone	1	38	1,3	Non disponibile	0	0	0	0	0	0	0	0	0	20.000,00		25363,17
Boero Bartolomeo Sp	33	2016	2016_003	Anarosa Miele	0	61	1,3	Non disponibile	0	0	0	0	0	0	1	0	0	20.000,00		20000,00
Boero Bartolomeo Sp	33	2016	2016_003	Adriano Teco	1	73	1,3	Non disponibile	0	0	0	0	0	0	0	0	0	20.000,00		20000,00
Bio Oa Spa	34	2016	2016_003	Marco Astorri	1	43	0,8	Non disponibile	1	0	0	1	1	0	0	0	1			Non disponibile
Bio Oa Spa	34	2016	2016_003	Guido Cicognani	1	67	0,8	Non disponibile	0	1	0	1	1	0	0	0	1			Non disponibile
Bio Oa Spa	34	2016	2016_003	Vittorio Folla	1	61	1,3	Non disponibile	0	0	0	1	1	0	0	0	1			Non disponibile
Bio Oa Spa	34	2016	2016_003	Gianni Lorenzoni	1	80	1,3	Non disponibile	0	0	0	0	0	0	1	0	0			Non disponibile

Rossa Spa	Servizi Italia Spa	35	2016	2016_003	Roberto Olivi	1	57	1,3	2010	1	0	0	0	0	0	0	0	0	65000,00					65000,00
	Servizi Italia Spa	35	2016	2016_003	Ewa Righi	1	62	1,7	2004	0	1	0	1	1	0	0	0	1	400000,00	100000,00		10000,00	6000,00	516000,00
	Servizi Italia Spa	35	2016	2016_003	Ilvira Ergonaini	0	48	1,3	2005	0	0	0	0	0	0	0	0	1	95000,00					95000,00
	Servizi Italia Spa	35	2016	2016_003	Emil Anceschi	1	43	1,0	2015	0	0	0	0	0	0	0	0	0	15000,00					15000,00
	Servizi Italia Spa	35	2016	2016_003	Antonio Pogliolongo	1	46	1,3	2015	0	0	0	0	0	0	0	0	0	15000,00					15000,00
	Servizi Italia Spa	35	2016	2016_003	Lino Zanichelli	1	65	1,3	2015	0	0	0	0	0	0	0	0	0	15000,00					15000,00
	Servizi Italia Spa	35	2016	2016_003	Vasco Salvi	1	55	1,7	2015	0	0	0	0	0	0	0	0	0	15000,00					15000,00
	Servizi Italia Spa	35	2016	2016_003	Marco Marchetti	1	54	1,7	2012	0	0	0	0	0	0	0	0	1	150000,00					160000,00
	Servizi Italia Spa	35	2016	2016_003	Paola Schizzer	0	53	1,3	2015	0	0	1	0	0	1	1	0	0	15000,00	20000,00		10000,00		35000,00
	Servizi Italia Spa	35	2016	2016_003	Romina Gaglianetti	0	45	1,3	2015	0	0	0	0	0	0	1	1	0	15000,00	20000,00				35000,00
	Servizi Italia Spa	35	2016	2016_003	Paola Galbati	0	60	1,7	2012	0	0	0	0	0	0	1	1	0	15000,00	20000,00				35000,00
	Tps Group	36	2016	2016_003	Alessandro Rosso	1	Non disponibili	Non disponibili	Non disponibili	1	0	0	1	1	0	0	0	1						Non disponibili
	Tps Group	36	2016	2016_003	Massimiliano Aguiluzzi	1	Non disponibili	Non disponibili	Non disponibili	0	0	0	1	1	0	0	0	1						Non disponibili
Tps Group	36	2016	2016_003	Alessandro Scantamburlo	1	Non disponibili	Non disponibili	Non disponibili	0	0	0	0	0	0	0	0	0						Non disponibili	
Tps Group	36	2016	2016_003	Giovani Mandozzi	1	Non disponibili	Non disponibili	Non disponibili	0	0	0	0	0	0	0	0	0						Non disponibili	
Tps Group	36	2016	2016_003	Raffaello Pallyvici	0	Non disponibili	Non disponibili	Non disponibili	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0						Non disponibili
Meridie Spa	Aisma Holding Spa	37	2016	2016_003	Cleudio Bombonato	1	72	1,7	2014	1	0	0	0	0	1	1	0	0	171858,00					171858,00
	Aisma Holding Spa	37	2016	2016_003	Marco Curri	1	57	1,7	2013	0	0	0	1	1	0	0	0	1	255000,00	195000,00				255000,00
	Aisma Holding Spa	37	2016	2016_003	Mara A. R. Caveri	0	56	1,3	2012	0	0	0	0	0	0	1	0	0	5147,00					5147,00
	Aisma Holding Spa	37	2016	2016_003	Francesco P. Razzelli	0	46	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	28511,00		7322,00			35833,00
	Aisma Holding Spa	37	2016	2016_003	Luisa Farha	0	47	1,3	2015	0	0	0	0	0	0	0	0	0	20270,00					20270,00
	Aisma Holding Spa	37	2016	2016_003	Antonio Neri	1	64	1,7	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	20270,00					20270,00
	Aisma Holding Spa	37	2016	2016_003	Luigi Ferrarini	1	56	1,7	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	8197,00					8197,00
	Aisma Holding Spa	37	2016	2016_003	Maria P. Orsico	0	66	1,3	2014	0	0	0	0	0	1	0	0	0	70000,00					70000,00
	Aisma Holding Spa	37	2016	2016_003	Valeria Miceli	0	44	1,3	2014	0	0	0	0	0	0	1	0	0	22678,00					22678,00
	Aisma Holding Spa	37	2016	2016_003	Francesca Pozzelli	0	58	1,7	2016	0	0	0	0	0	0	1	0	0	24727,00					24727,00
	Aisma Holding Spa	37	2016	2016_003	Livio Rimondi	1	60	1,7	2014	0	0	0	0	0	1	1	0	0	65829,00					65829,00
	Aisma Holding Spa	37	2016	2016_003	Giuseppe Turri	1	60	1,7	2014	0	0	0	0	0	0	0	0	0	50000,00					50000,00
	Aisma Holding Spa	37	2016	2016_003	Gianfranco Venuti	1	52	1,3	2014	0	0	0	0	0	0	0	0	0	50000,00					50000,00
	Lceatere Group Spa	38	2016	2016_003	Stefano Pighini	1	66	2,0	2012	1	0	0	0	0	0	0	0	0	27000,00					27000,00
	Lceatere Group Spa	38	2016	2016_003	Luigi Capello	1	58	1,7	2012	0	1	0	1	1	0	0	0	1	51000,00					51000,00
	Lceatere Group Spa	38	2016	2016_003	Roberto Mignifico	1	59	1,7	2012	0	0	0	0	0	0	0	0	0	21000,00					21000,00
	Lceatere Group Spa	38	2016	2016_003	Valerio Caracciolo	1	60	1,7	2015	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6000,00					6000,00
	Lceatere Group Spa	38	2016	2016_003	Livia Amidani Aliberti	0	57	1,3	2012	0	0	0	0	0	0	1	0	0	6000,00	3000,00				9000,00
	Lceatere Group Spa	38	2016	2016_003	Micol Rigo	0	47	1,3	2015	0	0	0	0	0	0	1	0	0	6000,00	2000,00				8000,00
	Lceatere Group Spa	38	2016	2016_003	Maria Luisa Mosconi	0	56	1,3	2015	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1500,00	500,00				2000,00
Lceatere Group Spa	38	2016	2016_003	Cleudio Cattani	0	63	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	1	0	0	833,00					833,00	
Brucello Cucinelli Spa	Mocler Spa	39	2016	2016_003	Reno Paffini	1	57	1,3	2013	1	0	0	1	1	0	0	0	1	1527574,00	1500000,00	2639353,00	5953,00		5672880,00
	Mocler Spa	39	2016	2016_003	Sergio Buongiovanni	1	56	1,3	2013	0	0	0	0	0	0	0	0	1	323585,00	190400,00	904485,00	12978,00		1431448,00
	Mocler Spa	39	2016	2016_003	Virginie Morgan	0	49	1,0	2013	0	1	0	0	0	0	1	0	0	11754,00		13484,00			31058,00
	Mocler Spa	39	2016	2016_003	Stephane Phair	0	40	1,0	2016	0	0	0	0	0	0	1	0	0	27863,00					27863,00
	Mocler Spa	39	2016	2016_003	Juan Carlos Torres Carretero	1	69	1,7	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2836,00					2836,00
	Mocler Spa	39	2016	2016_003	Luciano Sattel	1	62	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	448770,00		256728,00			1805235,00
	Mocler Spa	39	2016	2016_003	Marco De Benedetti	1	56	1,3	2013	0	0	1	0	0	1	1	0	0	31508,00	37418,00				68926,00
	Mocler Spa	39	2016	2016_003	Dina Moriani	0	50	1,0	2014	0	0	0	0	0	1	1	0	0	31508,00	26367,00				58475,00
	Mocler Spa	39	2016	2016_003	Guido Piansaroli	1	66	1,7	2016	0	0	0	0	0	0	1	0	0	27863,00	12623,00				40492,00
	Mocler Spa	39	2016	2016_003	Nerio Alessandrini	1	57	1,3	2013	0	0	0	0	0	0	1	0	0	36367,00	6066,00				43033,00
	Mocler Spa	39	2016	2016_003	Gabriele Galvani di Gelsola	1	71	1,7	2014	0	0	0	0	0	0	1	0	0	36367,00	16516,00				52883,00
	Vincenzo Zecchi Spa	40	2016	2016_003	Joel David Bonilloche	1	45	1,0	2016	1	0	0	1	1	0	0	0	1	6000,00					6000,00
	Vincenzo Zecchi Spa	40	2016	2016_003	Florina Guyot	1	39	0,7	2016	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6000,00					6000,00
	Vincenzo Zecchi Spa	40	2016	2016_003	Antonio Rigamonti	1	75	1,7	2016	0	0	0	0	0	0	1	0	0	6000,00					6000,00
	Vincenzo Zecchi Spa	40	2016	2016_003	Antonio Maria Negri Clementi	0	62	1,7	2016	0	0	0	0	0	0	1	1	0	6000,00					6000,00
	Vincenzo Zecchi Spa	40	2016	2016_003	Paolo Angius	1	48	1,3	2016	0	0	0	0	0	1	1	0	0	6000,00					6000,00
	Vincenzo Zecchi Spa	40	2016	2016_003	Maria Carzio	0	45	1,7	2016	0	0	0	0	0	0	1	0	0	6000,00					6000,00
	Vincenzo Zecchi Spa	40	2016	2016_003	Giuseppe Fornari	1	51	1,3	2016	0	0	0	0	0	0	1	0	0	6000,00					6000,00
	Vincenzo Zecchi Spa	40	2016	2016_003	Patrizia Polliotto	0	56	1,7	2016	0	0	0	0	0	0	1	1	0	6000,00					6000,00

Bibliografia

- Simon Bartholomeus, George A. Tanewski. *The Relationship between Family firms and Corporate Governance*. Journal of Small Business Management, 2006.
- William S. Schulze, Michael H. Lubatkin, Richard N. Dino, Ann k. Buchholtz. *Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence*. Institute for Operations Research and the Management Sciences, 2001.
- Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried. *Executive Compensation as an Agency Problem*. Journal of Economic Perspectives, 2003.
- Roberto Barontini, Stefano Bozzi. *CEO compensation and performance in family firms*. SSRN's eLibrary.
- James G. Combs, Christopher R. Penney, T Russell Crook, Jeremy C. Short. *The impact of family representation on CEO compensation*. Entrepreneurship: Theory & Practice, 2010.
- Luis R. Gomez-Mejia, Martin Larraza-Kintana, Marianna Makri. *The determinants of executive compensation in family-owned firms*. Academy of Management Journal, 2017.
- Luis R. Gomez-Mejia, Katalin Takacs Haynes, Manuel Nunez-Nickel, Kathryn J. L. Jacobson, Jose Moyano-Fuentes. *Socioemotion Wealth and business Risks in Family-controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills*. Johnson Graduate School, Cornell University, 2007.
- Luis R. Gomez-Mejia, Manuel Nunez-Nickel. *The role of family ties in Agency contracts*. The Academy of Management Journal, 2001.
- Pascual Berrone, Luis R. Gomez-Mejia, Cristina Cruz. *Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches and Agenda for Future Research*. Family Business Review, 2012.
- Belen Villalonga, Raphael Amit, Maria-Andrea Trujillo, Alexander Guzman *Governance of Family Firms*. Annual Review of Financial Economics, 2015.
- Murray R. Spiegel. *Statistica*. McGraw-Hill Education. 1994.

RIASSUNTO

L'elaborato ha analizzato il fenomeno dell'*Executive Compensation* all'interno delle Imprese familiari italiane.

Riguardo al tema della corretta remunerazione dell'organo amministrativo come efficiente strumento di *Corporate Governance*, la letteratura, specialmente accademica, ha offerto studi approfonditi sul modello di società ad azionariato diffuso, nel quale le azioni sono possedute da un elevato e frammentato numero di azionisti, vale a dire, dove la proprietà non è concentrata nelle mani di una singola persona o di un ristretto gruppo di individui. In questo tipo di società la proprietà risulta essere nettamente scissa dalla gestione che viene generalmente affidata a soggetti esterni.

La relazione descritta, però, rappresenta una realtà maggiormente diffusa nei paesi anglosassoni, ma poco rappresentativa del contesto globale, europeo e, in particolare, di quello italiano dove la struttura di *Governance* maggiormente diffusa è quella della proprietà familiare di cui viene ignorata la significatività economica.

In Italia, infatti, quasi la metà delle società quotate ha una struttura proprietaria concentrata nelle mani di pochi individui, spesso fondatori.

La Tesi ha la finalità di indagare le differenze strutturali all'interno delle imprese familiari che determinano differenti meccanismi di Agenzia e di conseguenza richiedono differenti meccanismi di *Governance*.

L'attenzione è stata focalizzata in particolare sui sistemi di remunerazione per l'organo amministrativo.

Sono stati mostrati in primo luogo gli aspetti più teorici, attraverso ricerche condotte sui mercati europei e statunitensi con particolare attenzione alla figura dell'Amministratore Delegato.

Il lavoro, poi, è stato sviluppato con l'analisi delle remunerazioni di società familiari quotate operanti nel mercato italiano paragonate a società *peers*.

Per individuare le diverse sfaccettature appartenenti al modello di impresa a conduzione familiare è stato necessario analizzare i diversi conflitti di Agenzia appartenenti a tali società.

I tradizionali conflitti di Agenzia trattati dalla dottrina possono essere divisi in 3 principali categorie:

- *shareholders* contro managers (Problema di Agenzia di tipo I);
- azionisti di controllo contro azionisti di minoranza (Problema di Agenzia di tipo II);
- azionisti contro creditori (Problema di Agenzia di tipo III).

Per quanto riguarda le imprese familiari, poi, è stato possibile considerare una quarta fattispecie, il Problema di Agenzia di tipo IV, rappresentante il conflitto esistente fra la famiglia all'interno dell'impresa, composta da *shareholders* e managers, e famiglia all'esterno dell'impresa.

Quest'ultima, infatti, è in grado di esercitare una notevole influenza sull'operato dei primi.

La peculiarità della struttura familiare altera le prospettive all'interno dei problemi sopra indicati fornendo una dimensione diametralmente opposta a quella teorizzata sul modello della *wide-held company*.

Il Problema di Agenzia di tipo I è generalmente causato dalla separazione di proprietà e controllo.

L'impresa, infatti, in questo caso, non è direttamente gestita dai proprietari.

La gestione viene affidata a managers i quali, nonostante siano assunti al fine di perseguire gli interessi dei proprietari, agiscono naturalmente a favore dei propri interessi personali, differenti da quelli dei mandanti.

Nel caso in cui la proprietà sia concentrata nelle mani di una sola persona o di un ristretto gruppo di individui, invece, si verifica la possibilità e l'incentivo a favore di questi ultimi di esercitare un controllo più stringente e diretto sull'operato dei managers portando le loro azioni ad essere maggiormente orientate a favore della proprietà.

Per tale motivo una *ownership* maggiormente concentrata è un utile strumento di mitigazione del Conflitto di Agenzia di tipo I e la proprietà familiare rappresenta un particolare caso di tale fattispecie.

Il Problema di Agenzia di tipo II è determinato dai conflitti presenti fra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza.

È stato mostrato come tale fattispecie sia molto critica all'interno delle imprese familiari dove gli azionisti di maggioranza, cioè la famiglia, espropriano ricchezza dall'impresa a scapito degli interessi degli altri *shareholders*.

Nelle imprese familiari il Problema di Agenzia di tipo III, il conflitto fra azionisti e creditori, ha ricevuto minori attenzioni rispetto ai primi due.

Gli obiettivi della famiglia, infatti, come visione di lungo periodo, ossia la volontà di mantenere intatta la reputazione dell'impresa e la volontà di trattenere la proprietà, determinano maggiore interesse alla massimizzazione del valore aziendale piuttosto che a quella degli interessi degli azionisti.

Il risultato è che nelle imprese familiari vi è una minore divergenza di interessi tra azionisti e creditori.

Infine è risultato critico e peculiare il conflitto che si determina tra famiglia presente all'interno delle imprese e famiglia all'esterno di questa. Tale problema, denominato dalla dottrina Problema di Agenzia di tipo IV, si concretizza all'interno di una divergenza di obiettivi che determinano un'asimmetria di interessi fra le due parti di nucleo familiare.

I problemi di agenzia sopra elencati possono essere attenuati tramite appositi strumenti di *Governance*, quali:

- concentrazione di proprietà;
- consiglio di amministrazione;
- *executive compensation*;
- debito;
- politiche sui dividendi;
- controllo del mercato;
- protezione per gli investitori.

Inoltre, è possibile individuare nelle imprese familiari ulteriori ed efficaci strumenti come l'assemblea di famiglia e il consiglio di famiglia.

Il lavoro ha proseguito il proprio percorso attraverso la descrizione dello strumento *dell'executive compensation*.

La corretta determinazione del compenso assegnato ai manager sotto forma di componente fissa, variabile e benefici addizionali fa sì che gli interessi di questi ultimi siano allineati con quelli degli azionisti.

La determinazione del *compensation mix* può essere il risultato delle contrattazioni fra il consiglio di amministrazione e gli amministratori esecutivi, oppure essere determinato da limitazioni di mercato che obbligano le parti ad adottare determinati tipi di politica anche in assenza di contrattazione.

Le politiche di remunerazione, però, se mal progettate appaiono essere causa di Problemi di Agenzia essendo in grado di aumentare il potere nelle mani dei managers.

Si determina un accentramento di potere, preservato e giustificato da operazioni di "camuffamento", come:

- relazioni tra potere e salario;
- consulenti per la remunerazione,
- compensi nascosti;
- indennità di fine rapporto.

L'attenzione del lavoro, poi, si è spostata sul paradigma denominato "*Socioemotional wealth*".

Secondo questa teoria le relazioni all'interno delle imprese familiari e le azioni strategiche sono orientate ed influenzate dalla preservazione del "*Socioemotional wealth*" familiare.

Le principali plusvalenze e minusvalenze non sono, quindi, di carattere finanziario ed economico, ma di carattere emotivo.

La famiglia, infatti, sarebbe disposta, in casi estremi, a sacrificare la stessa impresa al fine di preservare il proprio benessere.

Di conseguenza è stato possibile affermare, in contrasto alla classica teoria di Agenzia, che l'avversione al rischio per riduzioni sul benessere della famiglia ha la priorità su quello per perdite finanziarie.

Il tema dell'*executive compensation* ha assunto, sotto questo punto di vista, una diversa prospettiva.

La remunerazione per i manager appartenenti alla famiglia ha un ruolo marginale, abbandona la sua funzione di controllo.

Il compenso dei manager, infatti, non risulta essere di carattere economico, ma emotivo.

Un *compensation mix* di dimensioni ridotte rispetto alle medie di mercato viene compensato da una posizione lavorativa permeata da maggiore stabilità e sicurezza.

L'interesse del CEO familiare strettamente correlato all'andamento societario, centro dell'immagine e del benessere familiare, non genera la tradizionale asimmetria di interessi che rende necessaria la presenza di strumenti di remunerazione a presidio degli obiettivi societari.

La presenza del “*Socioemotional wealth*”, inoltre, fa sì che questi ultimi siano naturalmente orientati al perseguimento di obiettivi di lungo periodo, riducendo di conseguenza l’efficacia di forme di remunerazione variabile.

È stato importante, poi, mostrare i risultati di ricerche condotte in Europa, le quali hanno analizzato le relazioni che intercorrono tra livello e composizione della remunerazione dei CEO e struttura proprietaria familiare.

Sono state mostrate le differenze retributive che intercorrono tra imprese familiari e non familiari. Successivamente l’attenzione è stata focalizzata esclusivamente all’interno delle imprese familiari evidenziando come lo stipendio dei manager sia diverso a seconda che vi sia alla guida dell’impresa un esponente della famiglia o un professionista esterno.

È stato dimostrato che la famiglia esercita un ruolo di controllo nei confronti dell’Amministratore Delegato. Nelle imprese familiari, infatti, tale il ruolo è esercitato dagli esponenti della famiglia che, a differenza dei normali componenti del consiglio, non possono abbandonare facilmente il proprio incarico.

Questo fa sì che la loro funzione di monitoraggio venga svolta con particolare attenzione spendendo tempo ed energie per comprendere al meglio le intenzioni del CEO e orientare i suoi comportamenti al lungo periodo.

Tanto maggiore sarà la pressione esercitata dal controllo familiare, tanto minore sarà la retribuzione assegnata al CEO anche in relazione ad una minore discrezionalità nelle scelte strategiche che riduce la complessità dell’incarico.

La presenza di concentrazione familiare all’interno della società genera, inoltre, una diversa influenza sull’utilizzo di piani opzionari.

Nelle imprese dove il CEO rappresenta l’unico componente del nucleo familiare, però, avviene esattamente l’opposto.

Egli, infatti, non è più soggetto al monitoraggio strategico esercitato dai membri della famiglia e può utilizzare la propria influenza per recepire remunerazioni più elevate. Il suo potere risulta essere maggiore grazie alla diretta proprietà, relazioni influenti e una più lunga permanenza nel consiglio.

Anche sul piano opzionario è possibile riscontrare una situazione inversa.

Le opzioni, infatti, possono potenzialmente accrescere la ricchezza del CEO, aumentando ulteriormente la propria quota di proprietà e controllo dell’impresa.

Il fenomeno della remunerazione del CEO ha fornito altri interessanti risultati analizzando le differenze che intercorrono qualora all’interno dell’impresa familiare egli sia o meno un membro della famiglia.

È stato rilevato, infatti, che un amministratore appartenente al nucleo familiare guadagna meno rispetto ad un professionista.

Le motivazioni illustrate mostrano come in considerazione di una posizione più stabile all’interno dell’impresa, l’amministratore di famiglia sia disposto a rinunciare ad una remunerazione cospicua.

Inoltre, le aspettative di performance nei confronti dello stesso risultano essere meno elevate rispetto ad un amministratore esterno.

Le differenze retributive, poi, vengono alterate ulteriormente in presenza di:

- investitori istituzionali;
- ricerca e sviluppo;
- rischio.

La seconda parte dell'elaborato si è concentrata sull'analisi dei dati raccolti da imprese quotate, familiari e non familiari, nell'esercizio 2016, al fine di verificare la presenza di differenze retributive tra le differenti società e tra le differenti cariche sociali all'interno di queste.

Per l'individuazione del campione di imprese familiari sono stati utilizzati i dati forniti dall'AIDAF, l'Associazione Italiana delle Aziende Familiari. All'interno delle 102 imprese familiari associate, per l'analisi, ne sono state selezionate 20 attraverso un criterio casuale.

Successivamente attraverso il software "*Thomson Reuters Eikon*" sono state individuate le società concorrenti di queste ultime attraverso un criterio settoriale.

Per la ricerca sono state selezionate due società concorrenti per ogni impresa familiare per un totale di ulteriori 29 imprese dal momento che alcune di queste condividevano gli stessi *peers*, oppure possedevano un solo *peer* che fosse obbligato alla pubblicazione dei report annuali su remunerazione e *Corporate Governance*.

La ricerca, inizialmente, ha focalizzato la propria attenzione esclusivamente sul campione delle 20 imprese familiari selezionate.

È stata inizialmente fornita una panoramica sulla composizione dei consigli offrendo informazioni circa il numero di esponenti per carica, il grado di concentrazione familiare, l'età e la distribuzione di genere.

In secondo luogo sono state mostrate le remunerazioni degli appartenenti al consiglio dividendoli per cariche sociali.

Gli elementi del compensation mix considerati sono:

- componente fissa;
- retribuzione per partecipazione a comitati;
- bonus;
- altre forme di retribuzione;
- incentivi non monetari;
- indennità di fine rapporto.

I ruoli analizzati sono stati divisi in:

- Presidenti;
- CEO;
- amministratori non esecutivi;
- amministratori indipendenti.

All'interno delle cariche è stata riscontrata in tutte le figure analizzate una profonda asimmetria fra componente fissa e componente variabile.

Si è rilevata, poi, un'alta percentuale di familiari all'interno delle cariche sociali con deleghe esecutive ed in particolare nelle cariche di Presidente e Amministratore delegato.

Come già sottolineato nella parte teorica, è stato mostrato come l'uso di forme di remunerazione variabile, come le *stock option*, siano poco diffuse all'interno di queste imprese.

La quasi totale assenza di piani opzionari sarebbe riconducibile, anche in questo caso, alla struttura della proprietà familiare.

L'utilizzo di *Stock Option*, infatti, non risulta, essere compatibile con la moderata avversione al rischio della famiglia ed il suo orizzonte temporale, orientato fortemente al lungo periodo.

I piani opzionari indurrebbero, infatti, gli assegnatari ad intraprendere, il più delle volte, azioni eccessivamente rischiose con eventuali danni al patrimonio familiare.

Inoltre, in caso di conversione, verrebbe sottratta una parte delle quote di proprietà alla famiglia consegnandola nelle mani del CEO.

La fase successiva dell'analisi all'interno delle imprese familiari ha concentrato la propria attenzione esclusivamente sulla figura del CEO.

Sono state confrontate le retribuzioni di CEO appartenenti al nucleo familiare con quelle di CEO professionisti.

I risultati ottenuti dall'analisi del campione hanno confermato l'ipotesi secondo cui all'interno delle imprese familiari un amministratore appartenente all'asse familiare percepisca un compenso inferiore a quello di un amministratore professionista.

Egli, infatti, come enunciato dall'approccio del "*Socioemotional wealth*", non è naturalmente orientato a benefici di carattere economico, bensì di carattere emotivo.

Il suo benessere, appartenendo alla famiglia, è strettamente collegato al corretto andamento della società, sia da un punto di vista economico, sia da un punto di vista reputazionale.

Le due retribuzioni, poi, sono state analizzate tramite il calcolo dello *Scarto Quadratico Medio*.

È stata registrata per i familiari una remunerazione totale media inferiore a quella delle non familiari ed anche l'analisi dello SQM ha suffragato tale ipotesi rilevando un risultato più che doppio nella remunerazione dei CEO professionisti a dispetto dei familiari.

Il test ha dimostrato come, all'interno della remunerazione di un CEO professionista, assuma un peso rilevante la voce "bonus". Egli, infatti, sarà orientato, in presenza di un aumento di remunerazione, alla massimizzazione del valore di retribuzione variabile sotto forma di "bonus".

Nel caso di un CEO familiare, invece, la retribuzione risulta essere maggiormente influenzata dalla componente di stipendio "fisso". Il suo target di massimizzazione in caso di un aumento retributivo, quindi, sarà orientato all'ottenimento di un maggior ammontare di remunerazione fissa.

La retribuzione del CEO di famiglia è stata, poi, rapportata al numero di esponenti della famiglia presenti all'interno del consiglio.

Questa è stata divisa in 4 diverse fattispecie:

- remunerazione media in presenza di 1 familiare;
- remunerazione media in presenza di 2 familiari;
- remunerazione media in presenza di 3 familiari;
- remunerazione media con più di 3 familiari.

Anche in questo caso la tesi sostenuta all'inizio del paragrafo risulta essere confermata.

In effetti è possibile notare come all'aumentare degli esponenti della famiglia all'interno del consiglio di amministrazione diminuisca la remunerazione media percepita dal CEO familiare.

Anche attraverso l'analisi tramite SQM è stato rilevato che all'aumentare del numero di familiari nel consiglio lo stipendio del CEO subisce una riduzione di circa 250.000€.

Le ragioni che porterebbero a diminuire lo stipendio del CEO familiare sarebbero riconducibili alla maggiore pressione di controllo esercitata dagli esponenti della famiglia sull'amministratore delegato. Egli, grazie ad una più forte presenza della famiglia nell'amministrazione dell'impresa, occupa una posizione esposta a minori rischi.

Il fenomeno dell'"altruismo", poi, genera il perseguimento, da parte dei CEO familiari di obiettivi non strettamente economici, ma volti al miglioramento delle condizioni e patrimonio familiare.

Infine, occorre nuovamente sottolineare come una posizione lavorativa più stabile veda la remunerazione non collegata a schemi dettati dalle medie di mercato.

Vi sono scarse possibilità che l'amministratore di famiglia lasci la propria posizione in favore di una remunerazione più elevata in una diversa società nella quale non godrebbe dei privilegi che gli sono corrisposti, invece, dal gruppo familiare.

La parte finale dell'elaborato, infine, si è concentrata sul paragone tra gli elementi del *compensation mix* delle imprese familiari e delle *peers* selezionate.

Come nella parte precedente l'analisi è stata per cariche sociali, paragonando le remunerazioni di Presidenti, Amministratori Delegati, amministratori senza deleghe esecutive ed indipendenti.

Tutte le cariche, ad eccezione dei CEO, hanno registrato una maggiore remunerazione rispetto alle controparti all'interno di società non familiari.

Al fine di verificare la presenza di una *family effect* all'interno di queste rilevazioni è stato effettuato un test *t di student* sulle remunerazioni percepite.

Sono state valutate e paragonate le medie appartenenti alle remunerazioni del consiglio di amministrazione nella sua totalità, dei Presidenti, dei CEO, degli amministratori non esecutivi e degli indipendenti.

Il risultato del test, purtroppo, non si è rivelato essere significativo, mostrando che, in media, le remunerazioni di imprese familiari e non familiari sono uguali all'interno del campione considerato, attribuendo le differenze rilevate ad un fattore di casualità.

Nonostante il risultato di questo test sia stato negativo, è importante sottolineare come questo sia stato effettuato su base cumulata e non sui singoli ruoli; inoltre, elementi come la modesta numerosità del campione selezionato e l'assenza di criteri di territorialità, fatturato e dimensione nella selezione delle *peers*, possono aver determinato la mancata riuscita del test.

Infine è stato mostrato come anche all'interno delle società *peers* l'uso delle *stock option* sia molto limitato dimostrando ancora un uso acerbo e poco consapevole dello strumento.