

POLITECNICO DI TORINO

Facoltà di Ingegneria

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale

Tesi di Laurea Magistrale

Corporate Governance e remunerazione dei CEO: analisi empirica sulle utilities europee



Relatore

Prof.ssa Rondi Laura

Candidato

Grasso Martino

Anno Accademico 2018/2019

Indice

| | |
|--|----|
| Introduzione..... | 9 |
| 1 Le imprese e le principali teorie | 11 |
| 1.1 Definizioni di società..... | 11 |
| 1.2 Funzione di produzione di squadra..... | 13 |
| 1.3 La teoria dell'agenzia | 15 |
| 1.3.1 Ipotesi e vincoli | 16 |
| 1.3.2 I costi d'agenzia..... | 18 |
| 1.4 L'imprenditore-manager | 18 |
| 1.4.1 Il manager esterno diventa azionista | 19 |
| 1.5 Struttura dei diritti di voto | 20 |
| 1.5.1 Il modello One Share One Vote..... | 21 |
| 2 La Corporate Governance | 25 |
| 2.1 Problemi alla base della Corporate Governance | 25 |
| 2.2 Meccanismi esterni | 26 |
| 2.2.1 La Scalata | 26 |
| 2.2.2 Pressione competitiva sul mercato dei beni..... | 30 |
| 2.2.3 Competizione sul mercato dei manager..... | 31 |
| 2.2.4 Contesto istituzionale..... | 32 |
| 2.3 Meccanismi interni..... | 34 |
| 2.3.1 Il consiglio di amministrazione | 34 |
| 2.3.2 Blockholders e investitori istituzionali..... | 36 |
| 2.3.3 La disciplina del debito..... | 38 |
| 2.3.4 La remunerazione dei dirigenti..... | 40 |
| 2.4 Evidenze in Europa | 41 |
| 2.4.1 Concentrazione della proprietà | 41 |
| 2.4.2 La Corporate Governance nelle imprese familiari..... | 44 |
| 2.4.3 Il caso emblematico di Parmalat..... | 46 |
| 2.5 Riforme di Corporate Governance in Europa | 47 |
| 2.5.1 Germania..... | 48 |
| 2.5.2 Francia | 50 |
| 2.5.3 Italia | 51 |
| 2.6 I principi di Corporate Governance in situazioni di crisi..... | 54 |
| 3 Pay for performance..... | 57 |
| 3.1 Il ruolo dei CEO | 57 |
| 3.2 La composizione della paga..... | 58 |

| | |
|---|-----|
| 3.2.1 Base salary | 59 |
| 3.2.2 Bonus..... | 61 |
| 3.2.3 Stock option..... | 64 |
| 3.2.4 Premi azionari | 67 |
| 3.2.5 Fringe benefits | 67 |
| 3.2.6 Il rischio di licenziamento | 68 |
| 3.3 Non importa quanto, ma come | 69 |
| 3.3.1 Il costo della disclosure e la fuga di cervelli | 71 |
| 3.3.2 Pay-Performance Sensitivity..... | 72 |
| 3.4 La rapida impennata delle remunerazioni | 75 |
| 3.4.1 Un secondo metodo per la sensitività pay-performance..... | 79 |
| 3.4.2 Possibili spiegazioni della crescita dei compensi | 80 |
| 3.4.3 La componente fortuna | 81 |
| 3.5 Gli incentivi equity-based in Europa..... | 82 |
| 3.5.1 Regno Unito | 84 |
| 3.5.2 Francia | 86 |
| 3.5.3 Germania | 86 |
| 3.5.4 Italia | 87 |
| 3.6 L'impatto della Regolazione sui CEO nel settore Energy | 88 |
| 3.6.1 Evidenze nelle utilities in USA..... | 89 |
| 3.6.2 Evidenze nelle utilities in Europa..... | 90 |
| 4 Il campione analizzato e l'indagine | 97 |
| 4.1 Il database..... | 97 |
| 4.1.1 Valuta impiegata..... | 102 |
| 4.2 Le variabili del database..... | 103 |
| 4.3 Le principali statistiche descrittive | 106 |
| 4.3.1 Variabili di impresa..... | 106 |
| 4.3.2 Variabili di governance | 108 |
| 4.3.3 Variabili specifiche del CEO..... | 110 |
| 4.4 Il modello di regressione adottato | 114 |
| 4.4.1 La trasformazione logaritmica..... | 115 |
| 5 Risultati ottenuti..... | 117 |
| 5.1 Test di ipotesi..... | 117 |
| 5.1.1 Presenza dello Stato..... | 117 |
| 5.1.2 CEO-Chair Duality | 118 |
| 5.2 La capitalizzazione di mercato come variabile di performance..... | 119 |

| | |
|--|-----|
| 5.2.1 Regressioni con il fatturato come variabile di controllo | 120 |
| 5.2.2 Il Totale Attivo come variabile di controllo della size | 124 |
| 5.2.3 L'effetto CEO Duality | 125 |
| 5.2.4 CEO Turnover..... | 127 |
| 5.3 Regressioni con variabili di performance contabili..... | 129 |
| 5.3.1 Risultati con Return on Assets..... | 129 |
| 5.3.2 Effetto CEO Duality e turnover | 130 |
| 5.3.3 Risultati con Return on Sales | 131 |
| 5.4 Quadro conclusivo sulla remunerazione totale | 133 |
| Conclusioni..... | 135 |
| Ringraziamenti..... | 137 |
| Bibliografia..... | 139 |
| Sitografia..... | 142 |

Indice delle figure e tabelle

| | |
|---|----|
| Figura 1 Trade off tra massimizzazione profitti e crescita. | 27 |
| Figura 2 Concentrazione della proprietà. Fonte LLS 1999 | 42 |
| Figura 3 Catena di controllo della famiglia Agnelli. Fonte The Economist | 43 |
| Figura 4 Struttura proprietaria di LVMH. Fonte Factiva | 44 |
| Figura 5 Composizione dei compensi dei CEO per dimensione di azienda. Fonte Murphy 1999 | 60 |
| Figura 6 Piano di incentivo annuale tipico. Fonte Murphy 1999 | 62 |
| Figura 7 Departure Rate CEO S&P 500 periodo 1970-1994. Fonte Murphy 1999..... | 68 |
| Figura 8 Retribuzione variabile di CEO e lavoratori. Fonte Jensen e Murphy, HBR 1990 | 70 |
| Figura 9 Valore mediano della frazione di azioni dei CEO. Fonte Jensen e Murphy, HBR 1990..... | 71 |
| Figura 10 Stime della sensibilità nella componente monetaria. Fonte Jensen e Murphy 1990..... | 73 |
| Figura 11 Stime di sensibilità, includendo stock option e azioni. Fonte Jensen e Murphy 1990 | 74 |
| Figura 12 Andamento nel tempo del compenso totale mediano. Fonte Frydman e Jenter, 2010 | 76 |
| Figura 13 Struttura dei compensi dei CEO nel tempo. Fonte Frydman e Jenter, 2010.. | 77 |
| Figura 14 Struttura dei compensi dei CEO, periodo 1992-2008. Fonte Frydman e Jenter, 2010 | 78 |
| Figura 15 Confronto tra misure di sensibilità nel periodo 1992-2005. Fonte Frydman e Jenter, 2010..... | 79 |
| Figura 16 Percentuale di paga stock-based 1984-2003. Fonte Conyon et al., 2010..... | 83 |
| Figura 17 Percentuale di paga stock-based 2003-2008. Fonte Conyon et al., 2010..... | 83 |
| Figura 18 Percentuale di aziende con piani di stock option. Fonte Conyon et al., 2010 | 84 |
| Figura 19 Tipologie di compensi equity-based a confronto. Fonte Conyon et al., 2010 | 86 |
| Figura 20 Statistiche descrittive in base al regime regolatorio. Fonte Cambini et al., 2015 | 93 |
| Figura 21 Pay-performance sensitivity per regime regolatorio. Fonte Cambini et al., 2015 | 94 |
| Figura 22 Andamento nel tempo di paga, ROA e capitalizzazione. Fonte Cambini et al., 2015 | 95 |
| Figura 23 Grafico a torta per nazione di provenienza. | 98 |
| Figura 24 Grafico a torta per settore di competenza. | 99 |

| | |
|--|-----|
| Figura 25 Fatturato medio per anno a valori costanti. | 108 |
| Figura 26 Dimensione media del board per nazione. | 109 |
| Figura 27 Tenure media per nazione. | 111 |
| Figura 28 Andamento nel tempo della media dei compensi monetari e stock-based. . | 113 |
| Figura 29 Remunerazione media monetaria e stock-based per settore. | 114 |
| Figura 30 Test sulla differenza tra medie del compenso monetario con State Ownership. | 118 |
| Figura 31 Test sulla differenza tra medie del compenso monetario con CEO Duality. | 119 |
| Figura 32 Relazione tra capitalizzazione di mercato e retribuzione totale. | 120 |
| | |
| Tabella 1 Stati europei di provenienza delle società. | 97 |
| Tabella 2 Settore di competenza delle utilities. | 98 |
| Tabella 3 Elenco delle imprese del campione analizzato. | 102 |
| Tabella 4 Tassi di cambio medi annui impiegati. | 102 |
| Tabella 5 Variabili presenti nel database originale. | 106 |
| Tabella 6 Variabili di impresa: statistiche descrittive. | 107 |
| Tabella 7 Variabili di governance: statistiche descrittive. | 108 |
| Tabella 8 Statistiche descrittive legate al CEO. | 110 |
| Tabella 9 Voci della remunerazione dei CEO: statistiche descrittive. | 112 |
| Tabella 10 Voci totali della remunerazione dei CEO: statistiche descrittive. | 113 |
| Tabella 11 Output regressioni per componente monetaria (1). | 121 |
| Tabella 12 Output regressioni per componente equity (1). | 123 |
| Tabella 13 Output regressioni per componente monetaria (2). | 124 |
| Tabella 14 Output regressioni per componente equity (2). | 125 |
| Tabella 15 Regressioni con Duality e sua interazione. | 126 |
| Tabella 16 Regressioni con la variabile del turnover. | 128 |
| Tabella 17 Regressioni con ROA per componente monetaria. | 129 |
| Tabella 18 Regressioni con ROA per componente equity. | 130 |
| Tabella 19 Regressioni con ROA con Duality e turnover. | 131 |
| Tabella 20 Regressioni con ROS per componente monetaria. | 132 |
| Tabella 21 Regressioni con ROS per componente stock-based. | 133 |
| Tabella 22 Regressioni sulla retribuzione totale. | 134 |

Introduzione

Lo scopo della tesi è analizzare il legame che esiste tra remunerazione dei dirigenti d'azienda e performance dell'impresa in un campione di utilities energetiche dell'area Euro. In particolar modo sarà studiata la paga dello *Chief Executive Officer* di ciascuna società, suddividendola nelle componenti fisse, bonus ed equity-based, e valutando l'esistenza di una qualche forma di sensitività tra piani di remunerazione e performance dal punto di vista di fatturato, profitto, indici e capitalizzazione di mercato.

La prima parte, composta da tre capitoli, ha uno scopo teorico e conoscitivo. Il primo capitolo racconta le società per azioni e descrive le principali teorie manageriali applicabili nel contesto delle grandi società quotate. Il secondo capitolo definisce il concetto di Corporate Governance e analizza i meccanismi, interni ed esterni, che si possono adottare al fine di ridurre i conflitti di interessi all'interno delle società. In seguito, sono descritte evidenze riscontrate nel contesto europeo e sono esposte le principali riforme in ambito di governo societario avvenute nei principali paesi dell'Europa continentale dagli anni '90. A conclusione del capitolo si tratta l'efficacia dei principi di Corporate Governance in contesti di crisi. Il terzo capitolo approfondisce il tema della *pay-for-performance* e analizza una serie di papers pubblicati da stimati economisti.

La seconda parte consta di due capitoli e consiste nell'analisi empirica dei dati. Il quarto capitolo introduce brevemente le *Energy Utilities*, descrive il campione utilizzato, le variabili scelte e il modello adottato. Nel quinto capitolo invece, sono elaborati i dati, sono presentate le regressioni effettuate e i relativi risultati ottenuti.

Infine, un paragrafo contenente osservazioni conclusive termina l'elaborato.

1 Le imprese e le principali teorie

Lo scopo di questo capitolo è quello di definire il concetto di impresa dandone diverse interpretazioni, di evidenziare le caratteristiche peculiari delle società di capitali e di descrivere le principali teorie manageriali.

1.1 Definizioni di società

Le società, in quanto soggetto economico, nascono dalla volontà o dalla necessità di intraprendere attività e business che vadano oltre, che trascendano, le abilità, le forze e la vita stessa di un singolo individuo. Il grande imprenditore Henry Ford una volta disse **“A great business is too big to be human”** come a porre l’accento che il fine intrinseco del costituire una società fosse quello sì di creare una struttura organizzata e profittevole, ma capace anche di perdurare nel tempo in modo sostenibile e di creare valore per tutti gli *stakeholders*. Con queste affermazioni si sta facendo riferimento in particolar modo alle società di capitali, ossia quelle società di medie e grandi dimensioni, le quali verranno descritte a breve.

Prima di tutto, è importante però cercare di fornire una **definizione** della nozione di **impresa**. Al di là delle definizioni giuridico legali, esiste una varietà di spiegazioni che diversi economisti e studiosi di ogni genere hanno cercato di dare del concetto di impresa. Per alcuni, come Alchian e Demsetz, l’impresa non è nient’altro che *l’insieme dei contratti* che regolano il rapporto di agenzia tra il titolare e i fornitori degli input produttivi, lavoro e capitale. La scrittrice Ayn Rand definisce la società come fulgido esempio del *capitalismo*, il quale pretende il massimo della razionalità da ogni uomo per poi ripagarlo in modo proporzionale degli sforzi del proprio lavoro: ogni uomo è libero di scegliere il lavoro che lo appassiona, di specializzarsi, di produrre e commerciare i propri prodotti e di perseguire la realizzazione dei propri obiettivi, commisurati alle proprie abilità e al proprio impegno. Altri hanno lodato come caratteristica principale delle imprese la loro *flessibilità*, la loro capacità di adattarsi e modificarsi, creando nuovi segmenti di mercato e sviluppando sempre nuovi business alternativi, superando qualsiasi frontiera (Mickelthwait e Wooldridge). D’altro canto, non mancano definizioni critiche e negative, come quella del professor Joel Bakan, autore del libro e dell’omonimo film *“The Corporation”*, il quale paragona le grandi multinazionali a una malattia mentale, a un *soggetto psicopatico privo di coscienza morale*. Infine, Ambrose Bierce ha dato una definizione cinica delle imprese, dicendo

che “sono un oggetto ingegnoso per ottenere profitti individuali senza però assumersi responsabilità individuali”.

Tentando invece di dare una definizione più descrittiva e asettica di società si potrebbe dire che *essa è una struttura istituita secondo la legge per permettere a diverse parti di contribuire attraverso capitale, esperienza, lavoro, ingegno al fine di massimizzare i benefici per ognuno di essi*. Gli investitori possono partecipare al profitto dell’impresa senza assumersi la responsabilità personale dell’operato, mentre il management ha la possibilità di guidare la compagnia senza avere l’onere di fornire personalmente i fondi occorrenti (Monks e Minow, 2011).

Dopo aver cercato di offrire alcune interpretazioni del concetto di società, se ne vogliono ora descrivere le principali caratteristiche. Nelle **società di capitali** l’elemento del capitale ha una prevalenza concettuale e normativa rispetto alla figura personale rappresentata dai soci. La partecipazione di questi ultimi al capitale societario è rappresentata da *azioni* o *quote*, a seconda della tipologia societaria adottata. In tutti i paesi economicamente evoluti esistono infatti due principali tipologie di società di capitali:

- Le **società a responsabilità limitata**, che costituiscono un modello a ristretta compagine sociale e proprio per questo non è consentito raccogliere risparmio pubblico e quantomeno la quotazione. Il capitale sociale è suddiviso in quote, che rappresentano i conferimenti dei soci.
- Le **società per azioni**, dove il capitale sociale è rappresentato da azioni, delle quali esistono diverse categorie a seconda dei diritti offerti ai detentori. Le società per azioni possono essere *chiuse*, nel caso non facciano ricorso al cosiddetto **mercato di rischio**, o *aperte*, se le loro azioni sono emesse tra il pubblico in maniera rilevante. Queste ultime si suddividono a loro volta tra società *quotate* nei mercati regolamentati e società non quotate. Le imprese, specialmente se appartengono a un settore di successo o si trovano in un periodo di particolare crescita, decidono di quotarsi in Borsa. I motivi per cui decidono di effettuare la quotazione sono diversi: per esempio possono avere un piano di nuovi investimenti da finanziare oppure vogliono crescere maggiormente tramite acquisizioni; può essere che membri della famiglia fondatrice o altri soci vogliano ricercare un’opportunità per diversificare l’investimento o voler affrontare in modo più agevole un ricambio generazionale.

Le società di capitali vantano alcune particolari caratteristiche che le hanno rese particolarmente vantaggiose per il business e che perciò ne hanno decretato il successo nel tempo:

- **Personalità giuridica e autonomia patrimoniale perfetta**, cioè la società risponde soltanto con il suo patrimonio sociale.
- **Responsabilità dei soci per le obbligazioni sociali limitata**: i soci rispondono per le obbligazioni assunte dalla società nei limiti delle azioni o quote sottoscritte e quindi in caso di insolvenza della società i creditori non possono rivalersi sul patrimonio personale dei singoli soci.
- **Potere di amministrazione svincolato dalla qualità di socio**: il socio può solo esercitare funzioni di controllo e di partecipazione ad utili e perdite e contribuire, con il suo voto proporzionale alle azioni o quote possedute, a scegliere gli amministratori.
- **Organizzazione di genere corporativo**, attraverso l'istituzione di organi definiti dalla legge, sia nella tipologia che nelle funzioni: assemblea dei soci, amministratori, collegio sindacale, consiglio di supervisione, ecc.
- **Gestione con metodo collegiale a principio maggioritario**: le decisioni sono prese collegialmente, con diritti di voto proporzionati all'entità della partecipazione al capitale sociale.

In relazione alle società ad azionariato diffuso, vale a dire le *publicly held companies* quotate di stampo americano, risulta esserci maggiore interesse dal punto di vista degli studi in materia di governo societario giacché, come descritto in precedenza, si verifica la separazione tra proprietà e controllo. Nei prossimi paragrafi sono descritte alcune delle principali teorie manageriali a tal proposito.

1.2 Funzione di produzione di squadra

Nel 1972 Alchian e Demsetz nel loro articolo "*Production, Information Costs and Economic Organization*" teorizzano il concetto di **produzione di squadra**. L'impresa è vista attraverso l'esempio di due uomini che devono caricare tutti i giorni un camion, il cui risultato globale si osserva alla fine di ciascun giorno in modo aggregato, perciò risulta impossibile determinare i reali sforzi e la produttività marginale dei due individui presi singolarmente.

Nella funzione di produzione di squadra, indicata come $Q = f(x_1, x_2)$, la produttività di un fattore dipende dalla presenza dell'altro e dalla loro interazione, quindi non può essere attribuita separatamente ai singoli. In formule ciò equivale a scrivere che $\frac{\partial^2 Q}{\partial x_1 \partial x_2} \neq 0$. La funzione di squadra gode inoltre della proprietà di **super additività**: l'output Q prodotto congiuntamente non è la semplice somma degli output prodotti dai due fattori separatamente, bensì superiore.

L'obiettivo personale è ottenere il massimo beneficio al netto del costo sostenuto, corrispondente ad esempio allo sforzo o all'impegno reso:

$$\prod_i (e_i) = b(e_i) - c(e_i)$$

E imponendo la derivata prima uguale a zero:

$$\frac{db}{de_i} - \frac{dc}{de_i} = 0 \rightarrow e_i = e_i^*$$

Si ottiene il livello ottimale di impegno per ciascun soggetto.

Una seconda alternativa sarebbe se i due attori decidessero di lavorare in società al 50%. Il beneficio totale sarebbe dato dalla somma dei benefici e ciascun soggetto trarrebbe il profitto personale:

$$\prod_1 (e_1, e_2) = \frac{b(e_1) + b(e_2)}{2} - c(e_1)$$

Massimizzando si ottiene:

$$\frac{1}{2} \frac{db(e_1^p)}{de_1} = \frac{dc(e_1^p)}{de_1} \rightarrow e_1 = e_1^p < e_1^*$$

Che corrisponde a un livello di sforzo ottimale minore rispetto al caso precedente. Il primo soggetto non ha incentivo a sforzarsi ulteriormente, perché se lo facesse, sopporterebbe per intero il costo dell'impegno aggiuntivo, ma otterrebbe solo metà del beneficio che ne deriva.

La funzione di squadra, con l'ipotesi di super additività, apre a un terzo scenario. L'obiettivo ora è di ripartire il beneficio comune del team, ottenuto dallo sforzo reciproco. I benefici totali sono sempre divisi al 50%, ma sono più alti rispetto a prima.

$$T(e_1 + e_2) = T(e) > b(e_1) + B(e_2)$$

Per il primo attore lo sforzo ottimale che massimizza i benefici congiunti del gruppo sarebbe:

$$\frac{dT(e_1^{T*})}{de_1} = \frac{dc(e_1^{T*})}{de_1}$$

Invece, dato che ciascuno agisce nel suo proprio interesse come in un gioco non cooperativo, lo sforzo subottimale è dato da

$$\frac{1}{2} \frac{dT(e_1^T)}{de_1} = \frac{dc(e_1^T)}{de_1}$$

Quindi anche con la produzione di squadra persiste l'elusione dello sforzo e l'impegno ottimale sarà minore, sebbene comunque maggiore del caso benchmark individuale in virtù della maggiore produttività del team.

$$\frac{1}{2} T(e_1^T, e_2^T) - c(e_1^T) > b(e^*) - c(e^*)$$

Occorre quindi la presenza di un terzo soggetto, che svolga il ruolo di *controllore* e che induca i membri della squadra a erogare lo sforzo ottimale. Esso deve costare ovviamente meno dell'aumento di beneficio legato al maggiore sforzo dei membri e, per non ricadere in un ulteriore problema di incentivo, il controllore non può che essere il **proprietario**, colui che percepirà il *reddito residuo* dopo aver osservato, controllato e remunerato i membri della squadra.

1.3 La teoria dell'agenzia

La funzione di produzione di squadra introduce al *rapporto di agenzia* e al relativo approccio *principale-agente*. La relazione di agenzia è una teoria introdotta da Berle e Means nel 1932 e successivamente formalizzata da Jensen e Meckling nel 1976. Questi ultimi la definiscono come “*un contratto in base al quale una persona, il principale, ne assume un'altra, l'agente, per ricoprire per suo conto una data mansione*”. In altri termini il principale, che è neutrale a rischio, induce l'agente, avverso al rischio, a compiere un'azione che per lui comporta un costo. Nasce perciò un *contratto* tra le parti, in cui il principale delega all'agente il potere decisionale su come agire, così da sfruttare capacità ed economie di specializzazione dell'agente.

Nella relazione di agenzia, in particolare se applicata al contesto societario, vi è un problema: i proprietari (principale) non riescono a controllare tutto ciò che viene svolto

dai manager (agente). Secondo Eisehardt (1989) ciò avviene perché ogni tentativo di aumentare il controllo è costoso e inoltre ci sono conflitti di obiettivi tra principale e agente. Una causa importante di questo è la presenza di **asimmetria informativa** tra le due parti. Se i proprietari “avessero complete informazioni sulle attività del manager e sulle opportunità di investimento, potrebbero progettare un contratto in cui si definisce l’azione manageriale che deve essere presa in ogni circostanza” (Jensen e Murphy 1990). Nella realtà però i manager svolgono azioni che “non sono perfettamente osservabili” e hanno migliori informazioni riguardanti l’andamento dell’azienda rispetto agli azionisti proprietari. Il principale dunque non osserva l’azione, ma solo il risultato, che è determinato in parte dall’operato dell’agente e in parte dal caso (*imperfect monitoring*).

In letteratura i due principali problemi di asimmetria informativa sono:

- **Selezione avversa**: si tratta di informazioni nascoste ex-ante. Al momento del contratto il principale ha meno informazioni e le funzioni di costo e di utilità dell’agente non sono osservabili, dunque non si può definire correttamente l’impegno di quest’ultimo. In ambito societario, il manager cerca di fornire informazioni incomplete o inesatte sulle proprie caratteristiche per farsi assumere (Costa e Gubitta, 2008).
- **Azzardo morale**: consiste in un’azione nascosta ex-post. Il principale non è in grado di osservare quanto sforzo ha esercitato l’agente durante il suo compito. Possono sorgere così comportamenti opportunistici da parte dell’agente, in quanto il contratto non può specificare tutte le azioni che lui deve compiere. Per esempio, nel contesto aziendale il manager dopo aver stipulato il contratto mantiene un comportamento opportunistico con il quale cerca di raggiungere i propri obiettivi piuttosto che quelli dei proprietari. Gli obiettivi dei manager riguardano, tra le altre cose, crescita dell’impresa, status, potere, benefit.

1.3.1 Ipotesi e vincoli

Secondo Eisehardt (1989) e Zona (2015), la teoria dell’agenzia si fonda su alcune ipotesi:

- Assunzioni sui soggetti che agiscono per interesse personale, con “bounded rationality” (Eisehardt, 1989) e con diverse avversioni al rischio. L’avversione al rischio dell’agente è un’ipotesi plausibile in quanto il principale

gli delega il potere decisionale in presenza di un certo grado di incertezza ϵ e di conseguenza l'agente non accetta di assumersi il costo di tutte le azioni che lui intraprende nell'interesse del principale. L'ipotesi è al tempo stesso necessaria, poiché se anche l'agente fosse neutrale al rischio il rapporto di agenzia si tramuterebbe in un contratto di società con partecipazione al rischio di impresa, trasformando l'agente in azionista.

- “Assunzioni organizzative” in cui è presente un conflitto di obiettivi tra le due parti e presenza di asimmetrie informative.
- Sull'informazione: è una commodity comperabile (“purchasable”).

Secondo Hurwicz, Maskin e Myerson, premi Nobel nel 2007, l'agente è soggetto a dei *vincoli* per intraprendere il rapporto di agenzia:

- **Vincolo di partecipazione:** perché sia disposto ad assumere l'incarico, l'agente razionale vuole ricevere il livello di *utilità di riserva* che otterrebbe nella migliore alternativa, perciò il principale deve assicurarlo che la riceverà.
- **Vincolo di compatibilità degli incentivi:** il principale non può scegliere l'azione intrapresa dall'agente, ma solo influenzarla mediante la scelta di uno schema di incentivo appropriato, cosicché l'esito dell'azione che l'agente sceglierà per massimizzare il suo *self-interest* soddisferà anche il principale. Da questo si manifesta la necessità della stipulazione di un contratto detto *contratto ottimo d'incentivo*.

Critiche

Alle ipotesi alla base della teoria dell'agenzia sopra descritte sono state avanzate alcune critiche:

- La teoria ipotizza un conflitto di interessi tra management e proprietà basandosi su un modello di società ad azionariato diffuso di stampo americano o anglo-sassone. In realtà, secondo La Porta et al. (1998), il modello di impresa più diffuso nel mondo è quello familiare. In questo tipo di imprese il conflitto di interessi tra amministratori e proprietari è molto minore se non addirittura assente, dato che sovente la figura del manager coincide con il proprietario. Più importante è il conflitto di interessi tra azionisti di minoranza e maggioranza.
- Per Zona (2015) la teoria dell'agenzia non considera inoltre aspetti psicologici, sociali, personali, di status e di potere che nella realtà incidono sul

comportamento dei soggetti. Si eliminano i comportamenti “collaborativi e altruistici” che possono essere presenti.

- La teoria tiene conto solo degli azionisti e non di tutti gli altri soggetti interessati all’impresa. Il modello *stakeholder theory* tiene presente anche questi soggetti.

1.3.2 I costi d’agenzia

Jensen e Meckling evidenziano che la stipulazione di un contratto incentivante, al fine di allineare gli interessi dell’agente con quelli del principale, comporta necessariamente una serie di costi per l’impresa, detti *costi di agenzia*, legati alla necessità di:

1. Monitorare il manager per allineare il comportamento dello stesso agli obiettivi dei proprietari azionisti (costi di *monitoring*).
2. Fornire gli incentivi adeguati al manager, sotto forma di denaro, bonus, premi azionari.
3. Ottenere meno profitti residui, a causa del livello di sforzo subottimale del manager (*managerial slack*).

Dall’altro lato invece, il manager sostiene i cosiddetti costi di *bonding*, ovvero costi sostenuti per convincere gli azionisti che la sua condotta è nell’interesse degli stessi.

1.4 L’imprenditore-manager

Lo scenario di partenza di molte società, anche di grandi dimensioni e con una lunga storia alle spalle, vede spesso la figura di un singolo imprenditore in qualità di proprietario e al tempo stesso amministratore al momento della nascita della propria realtà. L’imprenditore, indicato con E, è ovviamente neutrale al rischio e ha un progetto di crescita per la società. Egli cerca di massimizzare la propria utilità attraverso un mix di **benefici monetari (BM)**, vale a dire il reddito residuo dell’impresa (profitti e dividendi), e di **benefici non monetari (BNM)**, sotto forma di potere, prestigio e altri vantaggi legati al cosiddetto concetto di *ufficio*. I benefici non monetari hanno un costo, relativo alle spese sostenute per poterne godere.

Detenendo il 100% dell’impresa, le spese per ottenere benefici non monetari sono completamente a carico dell’imprenditore. La condizione di equilibrio del mix per E si trova nel punto in cui l’utilità marginale di un euro speso per ottenere nuovi BNM è uguale all’utilità marginale ricevuta dai BM, ossia un aumento di un euro del profitto

dell'azienda e dei relativi dividendi che andranno ad aumentare la sua ricchezza personale.

Se l'imprenditore decide di vendere una quota α ad azionisti esterni i suoi diritti sul profitto residuo (BM) diminuiscono dal 100% al valore $(1-\alpha)$. Se E continua a gestire l'impresa prenderà sempre decisioni in modo da massimizzare la sua utilità data dal mix $BM + BNM$. Ora però l'imprenditore avrà più incentivo a usare le risorse dell'impresa per ottenere benefici non monetari, *privati*, piuttosto che investire in attività produttive che generano benefici non monetari, *pubblici*, destinati a tutti gli azionisti. La situazione comporta minori profitti residuali, di conseguenza minore valore dell'impresa e causa *inefficienza ex-post* detta anche "*consumption on the job*". Inoltre, si introduce un problema d'agenzia perché ora l'imprenditore-manager ha meno incentivi a priori per aumentare il valore dell'impresa poiché i progetti ad alta profittabilità sono ad alto rischio e richiedono un livello di sforzo elevato. Il risultato è una selezione avversa, una scelta subottimale dei progetti d'investimento, che causa *inefficienza ex-ante*.

Il prezzo però che i nuovi azionisti saranno disposti a pagare per avere una partecipazione azionaria scontrerà la divergenza di interessi con l'imprenditore-manager, il quale subisce tutto il costo della riduzione di valore dell'impresa. Il fenomeno prende il nome di *underpricing* ed è una causa del così nominato *costo di agenzia del capitale*.

1.4.1 Il manager esterno diventa azionista

Un secondo scenario è quello in cui la società è gestita da un manager esterno, cioè non azionista della stessa. Secondo Murphy (1998) "Attribuire una quota di azioni dell'impresa al manager è il modo più diretto per collegare il benessere degli shareholder a quello del CEO". Il manager, infatti, sottoscrivendo le azioni, prende parte al governo economico della società, partecipa alle assemblee, influisce sulle scelte di politica aziendale e ottiene un *feedback effect* cioè sperimenta direttamente sul suo capitale quali conseguenze hanno le sue decisioni. Questo è un forte incentivo a massimizzare il valore dell'impresa.

Assegnare azioni ai manager, secondo Zona (2015), risulta utile anche al fine di sviluppare un senso di appartenenza all'impresa e quindi per fidelizzare gli amministratori. Inoltre, disporre di quote azionarie elevate porta i manager a impiegare le risorse verso la profittabilità di lungo termine e a ridurre lo *shirking*, ovvero l'elusione dello sforzo (Boss et al., 2013). Tuttavia, l'assegnazione di azioni può portare

ad alcune difficoltà. Maggiore è la quota nelle mani del manager, minore è la diversificazione del suo rischio. Questo porta il manager a ridurre se non evitare i progetti rischiosi ma profittevoli (Rondi, 2007).

1.5 Struttura dei diritti di voto

Nella maggior parte delle imprese quotate tutte le azioni ricevono la stessa frazione di dividendo e hanno uguale diritto di voto nell'assemblea degli azionisti: si tratta di azioni ordinarie e il principio è detto **one-share-one-vote**, siccome tutti gli azionisti godono democraticamente degli stessi diritti, proporzionalmente alla loro partecipazione nell'azienda. Un aspirante scalatore della società, ne può acquisire perciò il controllo solamente se acquista il 50% +1 delle azioni in circolazione.

In alcune imprese quotate, invece, esistono due tipi di *classi* di azioni e la struttura dei diritti di voto è per questo motivo soprannominata **dual class shares**. Tutte le azioni hanno *pari diritti patrimoniali* e ricevono dunque la stessa frazione di dividendo, ma c'è una differenza. Una classe di azioni, detta **Class B**, ha diritto di voto, diritto di voto multiplo (fino anche a dieci voti per azione posseduta) o plurimo. Una seconda classe di azioni invece, **Class A**, non ha diritto di voto in assemblea oppure ha diritto di voto singolo. In società con questa struttura di diritti di voto si può avere il controllo senza possedere la maggioranza delle azioni in circolazione. Si prenda ad esempio un'impresa dual class shares con capitale azionario formato al 50% da azioni Class B e al 50% da azioni senza diritto di voto. Un potenziale scalatore potrebbe acquisire il controllo della società con solamente il 25% +1 delle azioni con diritto di voto, se l'offerta di acquisto parziale fosse consentita. In questo modo lo scalatore pagherebbe soltanto il valore corrispondente al 25% +1 del diritto ai flussi di cassa e di dividendo dell'azienda e quindi otterrebbe il controllo avendo acquistato un pacchetto azionario che non rappresenta la maggioranza dei diritti patrimoniali.

L'origine della struttura dei diritti di voto, secondo Hart, risiede nella scelta del proprietario al momento della quotazione di imporre un sistema che sia in grado in futuro di assoggettare il consiglio di amministrazione alle giuste pressioni al fine di aumentare il valore dei titoli in circolazione e quindi dell'impresa e soprattutto per impedire a manager *incapaci* di mantenere il controllo con il solo scopo di estrarre benefici privati. L'obiettivo perciò è quello di facilitare il cambiamento del management

solo nelle giuste direzioni: il manager capace deve sostituire quello incapace, ma non il viceversa.

Il modello proposto da Grossman e Hart (1988) dimostra che la struttura dei diritti di voto influenza l'esito di una potenziale scalata e che il sistema ottimale per favorire il ricambio favorevole del management è avere una sola classe di azioni con diritto di un voto per ciascuna azione. Secondo i due economisti il modello *one-share-one-vote* è ottimale perché obbliga chiunque voglia ottenere il controllo ad acquisire una partecipazione, e di conseguenza un diritto al flusso di profitti e dividendi, proporzionata alla quota di controllo e fornisce quindi al nuovo controllante l'incentivo corretto per prendere decisioni a favore di tutti gli azionisti. La deviazione da questo modello può far sorgere due tipi di errore:

- Nel primo caso la deviazione facilita il trasferimento del controllo quando in realtà non dovrebbe esserci.
- Nel caso duale al precedente, la deviazione da *one-share-one-vote* impedisce il trasferimento del controllo quando dovrebbe avvenire.

1.5.1 Il modello One Share One Vote

Il modello presuppone che le società siano ad azionariato diffuso e si basa su tre ipotesi:

- Ciascun azionista si ritiene *non pivotale*, cioè non determinante, con la propria scelta di vendere o meno i propri titoli, all'esito del potenziale trasferimento del controllo.
- L'offerta parziale non è ammessa, quindi vale l'obbligo di *OPA obbligatoria*.
- L'offerta del manager **rivale** (*raider* in inglese) **R** è *incondizionata*, perciò una volta effettuata deve acquistare.

Il valore totale dell'impresa è composto da due parti: il **valore pubblico** **y**, corrispondente al valore attuale dei flussi di dividendi futuri, e il **valore privato** **b**, determinato dai benefici privati che ha il manager o l'azionista insider che controlla la società. Il manager è ritenuto *capace* se il valore pubblico dell'impresa è superiore a quello privato, altrimenti è detto *incapace* se massimizza il suo beneficio privato e applica la struttura dei diritti di voto con lo scopo di ostacolare il trasferimento della gestione.

Il modello si presta molto a essere descritto attraverso un esempio numerico. Lo scenario di partenza è una società con il 50% di azioni con diritto di voto (Class B) e il 50% senza diritti di voto (Class A). Il manager attuale, detto *incumbent* (I), è ritenuto capace, non approfitta di benefici privati ($b^I = 0$) e riesce a generare un valore pubblico pari a $y^I = 200$, dunque ogni classe di azioni vale 100. Un manager rivale R potrebbe garantire un valore pubblico $y^R = 180$ e godrebbe di benefici privati per un importo di $b^R = 15$. Se il raider dovesse acquisire il controllo, il valore pubblico si ridurrebbe perché ciascuna classe di azioni varrebbe solo 90. Per poterlo fare R offre 101 per le azioni con diritto di voto e il proprietario di azioni Class B ha tre alternative:

- Non accettare e se la scalata non va a buon fine mantiene le azioni con valore 100.
- Non accettare, ma se R vince le sue azioni varranno 90.
- Accettare l'offerta di 101 e, dato che non si ritiene pivotale con la sua decisione di vendere, questa è l'alternativa che si verifica.

Il raider acquisisce il controllo, ha una perdita in conto capitale di 11 ($90-101$), ma questa è compensata dai benefici privati di cui godrà che egli quantifica in 15. Il manager incumbent non può reagire perché può controffrire solamente 100 e di conseguenza gli azionisti perdono in aggregato: gli azionisti Class B hanno ricevuto 101, ma le azioni Class A valgono ora 90, perciò il valore complessivo scende da 200 a 191. La deviazione dalla struttura dei diritti di voto ottimale ha comportato il primo genere di errore, il trasferimento del controllo quando non ci sarebbe dovuto essere.

Un secondo scenario è quello in cui è il manager I ad approfittarsi di benefici privati. Ora il valore pubblico è sempre $y^I = 200$, ma il valore privato per I pesa $b^I = 15$. Il raider R è ritenuto più capace, con lui il valore pubblico potrebbe essere $y^R = 220$ e non godrebbe di benefici privati, $b^R = 0$. Tuttavia, se persiste la condizione di *dual class shares* si genera il secondo tipo di errore precedentemente descritto. Il rivale non può acquisire il controllo perché può offrire al massimo 110 (il valore pubblico) per le azioni Class B, ma l'incumbent può controffrire 111 grazie ai benefici privati che lui stima di avere. Nonostante la perdita in conto capitale di 1 egli ha un reddito netto di 4 e l'impresa resta sotto il controllo del manager attuale, ritenuto incapace.

La struttura *one-share-one-vote* disciplina gli incentivi di chi vuole il controllo e non permette che soluzioni inefficienti abbiano luogo. Infatti, nel caso tutte le azioni

abbiano pari diritto di voto, il manager **incumbent capace può resistere**: mantenendo l'esempio numerico di prima, il raider dovrebbe offrire più di 200, però rinuncia perché andrebbe in contro a una perdita netta di 5 equivalente a $(200 - (y^R + b^R)) = (200 - (180 + 15))$. Se il rivale avesse benefici privati maggiori, egli otterrebbe sì il controllo, ma tutti gli azionisti venderebbero ricevendo un premio. In modo analogo, il manager **rivale capace riesce a scalare**, poiché R può offrire 220, corrispondente al valore pubblico, e l'incumbent incapace non può resistere perché al massimo può offrire $y^I + b^I = 200 + 15 = 215$.

Grossman e Hart non ritengono però necessario rendere obbligatoria la regola one-share-one-vote per una serie di ragioni:

- A volte la deviazione dalla regola democratica può creare maggiore valore per gli azionisti in aggregato. Ciò si verifica quando entrambi i manager hanno elevati benefici privati, con un conseguente inasprimento della competizione per il controllo. Esempi sono le imprese nel settore dell'editoria o società sportive e del mondo dello spettacolo, realtà dove i benefici non monetari privati sono attinenti alla capacità di influenzare l'opinione pubblica o a legami con personaggi famosi.
- Imporre restrizioni aumentano il costo di raccolta di capitali sul mercato azionario.
- Il mercato in modo naturale finisce con il penalizzare comunque le imprese che deviano dalla regola.
- Esistono mercati alternativi per trattare titoli con strutture di voto diverse.

Le più recenti evidenze empiriche mostrano però come le nuove società tecnologiche, tra le più grandi aziende al mondo, e quelle dei media seguano un modello dual class al fine di mantenere il controllo. Un esempio è quello di Google, che nel 2014 ha *splittato* il proprio titolo in Borsa, creando i titoli GOOGL e GOOG. Il primo è composto da azioni Class A che mantengono il diritto di voto unitario per ciascuna azione, mentre il secondo è formato da nuove azioni denominate Class C, senza alcun diritto di voto. La motivazione data era quella di portare il titolo nuovamente a valori avvicinabili dagli investitori (era uno dei pochi titoli oltre i mille dollari) e di poter elargire premi azionari ai dipendenti, ma si tratta in realtà di garantire che l'azienda rimanga sotto il continuo e

stretto controllo dei due fondatori, Larry Page e Sergey Brin, i quali inoltre possiedono già la quasi totalità delle azioni Class B che assicurano dieci voti ciascuna.

2 La Corporate Governance

“La Corporate Governance è l’insieme complesso di vincoli che modellano la negoziazione ex-post delle quasi-rendite generate da un’impresa.” (Zingales, 1997)

“La Corporate Governance si riferisce al modo in cui i fornitori di capitale all’impresa si assicurano per garantirsi un ritorno sull’investimento.” (Shleifer e Vishny, 1997)

Per **Corporate Governance** si intende l’insieme di meccanismi, processi e relazioni riguardanti la gestione e il controllo di un’impresa. Essa studia tutte le dinamiche concernenti le strutture finanziarie, organizzative, normative e di controllo dell’azienda.

Le moderne pratiche di Corporate Governance risalgono al XVII secolo e pongono le loro radici in Olanda, dove, nel 1609, avvenne la prima disputa relativa ad aspetti di governance tra investitori e direttori della *Compagnia olandese delle Indie orientali*, considerata la prima società per azioni della storia.

2.1 Problemi alla base della Corporate Governance

La separazione tra proprietà e controllo teorizzata da Marris nel 1964 nell’*impresa capitalistica manageriale*, caratterizzata da un azionariato diffuso e frazionato, fa sorgere problemi nella gestione e negli obiettivi che perseguono i diversi soggetti. I proprietari, azionisti della società, detengono una quota limitata dell’impresa e perciò il loro incentivo nel controllare i manager è scarso. Nasce dunque un conflitto d’interessi per le parti coinvolte: gli azionisti vogliono massimizzare il valore e i profitti dell’impresa, mentre i manager vogliono massimizzare la crescita della stessa, oltre che il proprio potere e prestigio. Conflitti d’interesse possono sorgere tra i titolari dei diversi diritti sul profitto dell’impresa, per esempio tra i detentori di capitale proprio e i creditori e finanche tra azionisti stessi, detentori di quote di *inside equity* e *outside equity*.

I problemi che possono nascere dai potenziali conflitti appena descritti sono difficili da risolvere essenzialmente per due ragioni:

- La presenza di asimmetrie informative, ossia quella condizione in cui l’informazione non è condivisa in maniera integrale tra gli individui e una delle due parti può trarne vantaggio. La *selezione avversa* è un problema legato alla fase precontrattuale e relativo a informazione nascosta ex-ante. L’*azzardo*

morale invece è un problema di opportunismo legato ad azione nascosta ex-post.

- Il costo di *monitoring* dei manager è elevato per via dell'opportunismo tra gli investitori e per il fenomeno del *free-riding*: i benefici di un'azione contro i responsabili, se andrà a buon fine, saranno divisi tra la collettività, dunque il beneficio del singolo individuo è relativamente modesto, mentre il suo costo sarà completamente a carico del singolo soggetto che la intraprende.

La Corporate Governance si pone come obiettivo quello di eliminare, o quantomeno mitigare questi problemi e per fare ciò esistono diversi meccanismi che possono essere classificati, a seconda della loro origine, in esterni e interni.

2.2 Meccanismi esterni

I meccanismi *esterni* di governo societario sono essenzialmente quattro e sono riportati di seguito.

2.2.1 La Scalata

La scalata ostile è il meccanismo che consente il trasferimento dei diritti residuali di controllo e può essere usata come strumento di minaccia nei confronti del management. Come descritto in precedenza, nel modello delle public companies ad azionariato diffuso teorizzato da Marris nasce il conflitto di interessi tra azionisti e manager. I primi hanno l'obiettivo di massimizzare il profitto e di conseguenza i dividendi, mentre il manager cerca di massimizzare la crescita in modo tale da aumentare potere, prestigio e remunerazione.

Indicando con g_s il tasso di crescita interna dell'offerta (i propri assets) e con g_D il tasso di crescita della domanda, l'azienda cresce in equilibrio quando $g_s = g_D$. g_D è funzione del tasso di diversificazione e/o differenziazione con successo d_s (a rendimenti decrescenti), il quale a sua volta è funzione di p , ossia il tasso di profitto dato dal rapporto tra i profitti π e il totale attivo k . Dunque, $g_D = f_1(f_2(p))$ o invertendo la funzione, $p = p(g_D)$.

Il tasso di crescita della domanda come detto è sostenuto dal tasso di crescita interna dell'offerta, ossia il tasso di investimento dell'impresa $g_s = \frac{I}{k}$. Esso è finanziato da fonti interne, vale a dire utili non distribuiti $\rho * \pi$ (con ρ retention ratio) e da fonti esterne,

cioè debito $\varepsilon * I$. Il vincolo è che gli impieghi eguaglino le fonti di finanziamento perciò:

$$I = \rho * \pi + \varepsilon * I$$

$$\pi = I \frac{(1 - \varepsilon)}{\rho}$$

Dividendo per k si ottiene

$$\frac{\pi}{k} = \frac{I}{k} \frac{(1 - \varepsilon)}{\rho}$$

E sostituendo

$$p = \beta * g_s$$

Con β che indica il limite finanziario alla crescita.

All'equilibrio varrà $p(g_D) = \beta * g_s$.

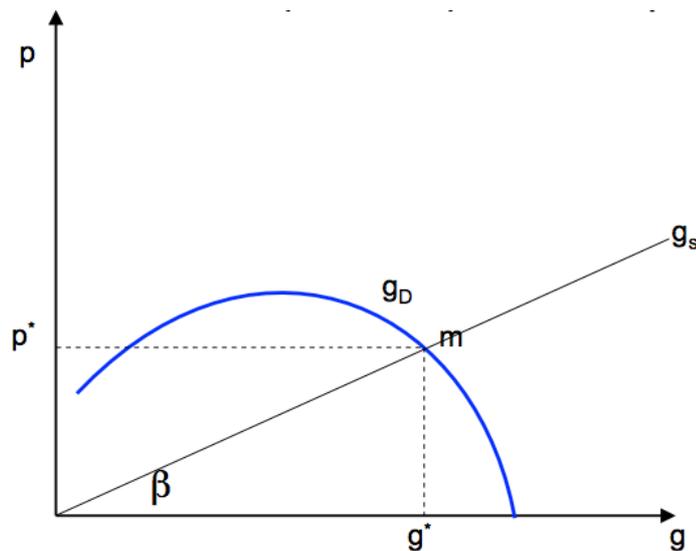


Figura 1 Trade off tra massimizzazione profitti e crescita.

Il tasso di crescita interna dell'offerta è deciso solo dal manager, quindi deve essere in qualche modo limitato. Se egli aumenta troppo il tasso di crescita g a scapito del tasso di profitto p gli azionisti saranno scontenti, ma non intenteranno azioni contro il manager perché costoso e difficile dato l'azionariato diffuso e il fenomeno del free-riding. Allora la soluzione sarà vendere le azioni e il prezzo scenderà. I manager a questo punto temeranno il cambio di proprietà e il rischio che il *take over* porti a un cambio del management. Essi perciò, oltre al tasso di crescita, seguono con attenzione

un altro indicatore cruciale, detto *valuation ratio* V , dato dal rapporto tra valore di mercato (capitalizzazione) e valore di libro dell'impresa (valore di bilancio delle attività).

Si dimostra che V è funzione sia del tasso di crescita che del tasso di profitto, perciò con un unico indicatore il manager tiene conto di entrambi gli aspetti:

$$V = [p(g) - g] \left[\frac{1 + i}{i - g} \right]$$

Se il *valuation ratio* risulta maggiore di 1 il mercato valuta favorevolmente le prospettive aziendali perché il valore attuale dei redditi futuri supera il valore contabile attuale. In caso contrario l'impresa ha una bassa valutazione e l'impresa è scalabile. Per questo motivo il manager deve mantenere $V \geq 1$, altrimenti gli azionisti venderanno le azioni e i nuovi proprietari cambieranno il management. Il meccanismo, detto *market for corporate control*, perché è il mercato stesso che funge da regolatore per il controllo delle imprese, ha un ruolo disciplinante per il manager poiché ne limita i poteri, salvaguardando gli interessi degli azionisti.

L'efficacia della scalata dipende, oltre che dal *market for corporate control*, anche dalla struttura dei diritti di voto e dalla presenza di *Large Shareholders*. Nelle società con classi di azioni, pertanto meno democratiche, o con la presenza di *insiders*, ossia amministratori che detengono una quota di equity, la contendibilità dell'impresa è ostacolata o quantomeno influenzata.

La scalata rimane inoltre un metodo costoso per acquisire il controllo per via dei costi per la raccolta fondi, dei costi legali, del premio per gli azionisti uscenti e dei costi per la successiva riorganizzazione dopo l'acquisizione. Sicché la guerra delle deleghe, o *proxy fight*, risulta un'alternativa. Lo "scalatore" si fa assegnare la delega (proxy) di voto dai piccoli azionisti per poter installare un nuovo management favorevole al take over, evitando così di pagare il premio per il controllo. È una strategia che appunto accompagna, o a volte sostituisce interamente, la scalata perché di fatto meno costosa e indolore. Conviene ad azionisti che detengono già una quota consistente della società.

In aggiunta, anche le regole e gli assetti istituzionali della nazione non devono essere di ostacolo al fine di poter effettuare la scalata.

Strategie difensive

Esistono infine delle strategie di difesa da un takeover predisposte dai manager in carica al fine di impedire una scalata ostile. Si possono elencare:

- **Pillole avvelenate (*Poison pills*):** consistono in tecniche per aumentare il costo della scalata, ma per adottarle serve l'autorizzazione dell'assemblea degli azionisti. Ne esistono di tre tipi:
 1. *Flip In*: attraverso un **aumento di capitale** si offrono azioni ai soci esistenti ad un prezzo di favore con forte sconto appena il *raider* (scalatore) si affaccia all'orizzonte. Tale operazione, aumentando il numero di azioni in circolazione, ha l'effetto di rendere più difficile e costoso il takeover poiché diluisce la sua quota azionaria.
 2. *Flip Over*: permette agli azionisti della società *target* di comprare azioni della società acquirente con un forte sconto se la scalata ha successo.
 3. *Suicide Pill*: soluzione estrema attraverso cui il management dell'azienda obiettivo intraprende attività rischiose che possono portare alla bancarotta o alla cessazione dell'attività, piuttosto che permettere che la scalata abbia successo.
- **Terra bruciata:** consiste nel dare un'opzione a qualcuno per acquistare asset dell'azienda a prezzi inferiori rispetto a quelli di mercato se cambia il controllo, in modo da ridurre il valore dell'impresa.
- **Greenmail:** Nel momento in cui il management della società target ha ricevuto notizia dell'acquisto da parte di un'altra società di un pacchetto di azioni e dopo aver conosciuto le intenzioni "ostili" dell'acquirente, il management della target lancia un'offerta su quel pacchetto di azioni, proponendosi di comprarlo ad un prezzo più alto che quello di mercato. In questo modo, l'azienda acquirente può vedere conveniente la vendita di quel pacchetto di azioni, e rinunciare alla scalata, in cambio di profitto. Come è evidente, questa tecnica avviene a scapito degli azionisti della società oggetto di scalata, siccome l'acquisto avviene utilizzando fondi della società stessa, e a vantaggio del management, che evita così il pericolo di un cambio ai vertici dopo l'acquisizione.
- **CdA ristretto:** il consiglio di amministrazione è eletto in modo scaglionato, cosicché ogni anno solo una parte di amministratori è nominata. In questo modo

i candidati dello scalatore ostile, se eletti, ricoprono una parte di minoranza nel board e servono alcuni anni prima che ottengano la maggioranza.

- **Limiti o restrizioni:** si possono imporre limiti al trasferimento di azioni o restrizioni nei diritti di voto.
- **Maggioranza qualificata:** richiedere una maggioranza più elevata di voti (per esempio 80%) per deliberare un cambio di controllo.
- **Paracadute d'oro (golden parachute):** consiste in un accordo tra impresa e manager, grazie al quale questi ultimi percepiscono una cospicua buonuscita (bonus, benefici, stock options) nel caso cambi il controllo e cessi il loro rapporto di lavoro. Da un lato protegge i manager dal cambiamento, dall'altro li incentiva a non ostacolare il cambio di controllo qualora capitasse.
- **Pacman strategy:** l'impresa obiettivo della scalata fa a sua volta un'offerta di acquisto verso la società acquirente, così da evitare di essere scalata.

2.2.2 Pressione competitiva sul mercato dei beni

Un secondo meccanismo esterno disciplinante riguarda la concorrenza nel mercato di riferimento dell'impresa. Un mercato più concorrenziale riduce gli sprechi e la deviazione della liquidità verso benefici non monetari privati, ossia quelle spese totalmente a carico della società ma di cui gode solamente il manager. Infatti, quando il manager è esterno o detiene solo una quota cerca di massimizzare la propria utilità aumentando la quota di benefici non monetari rispetto a quelli monetari, siccome la spesa è sostenuta dall'impresa. L'azione nascosta, definita in questo caso *consumption on the job* è causa di inefficienza ex-post.

Nelle aziende in regime di monopolio, nei settori protetti da concorrenza estera, regolamentati, oppure in quelli maturi o poco innovativi la mancanza di concorrenza è spesso causa di benefici privati più elevati perché sono maggiori le risorse finanziarie liquide disponibili per usi impropri.

Lo studio di Vicente Cunat e di Maria Guadalupe "*How does product market competition shape incentive contracts?*" per esempio, mette in evidenza come i pacchetti retributivi delle società britanniche quotate e non quotate offerti ai dipendenti, ai dirigenti e soprattutto ai CEO siano sensibili ai cambiamenti del livello di concorrenza nel mercato. Essi, per evitare problemi di endogeneità della concorrenza

nel settore, hanno sfruttato un esperimento quasi naturale come l'apprezzamento della sterlina nel 1996 che implicò un improvviso cambiamento dei costi e dei prezzi tra i prodotti stranieri e locali: esso ha avuto un effetto negativo sulle esportazioni che sono diminuite e sulle importazioni che sono aumentate. Le imprese in questo periodo hanno inoltre ridotto la parte fissa del compenso degli amministratori e aumentato quella variabile, mentre non è stato così per i lavoratori sul cui stipendio l'effetto è stato più debole e meno significativo statisticamente. I due studiosi hanno dunque utilizzato il modello della regressione in cui il coefficiente di interesse positivo indicava l'aumento della sensibilità della retribuzione legata alla performance in base all'aumento della concorrenza; inoltre, per una migliore stima, hanno inserito anche altre variabili come la stipulazione di contratti con l'estero prima del 1997, la dimensione dell'azienda, il grado di import/export in percentuale e il profitto di un'impresa rivale fittizia. Cunat e Guadalupe suggeriscono, quindi, di valutare se i pacchetti di remunerazione abbiano risentito dell'aumento della concorrenza negli ultimi anni, nei quali questo non è stato causato da un effetto esogeno come l'apprezzamento della valuta.

Anche la recente analisi di Graziano e Rondi (2016) sulle paghe dei CEO nelle imprese familiari italiane rileva l'importanza del mercato dei beni come strumento di governance. Nei settori più competitivi il legame tra paga e performance è più forte e il mercato riduce la possibilità dei CEO di ottenere benefici privati.

2.2.3 Competizione sul mercato dei manager

Un mercato dinamico e competitivo anche nel mondo del lavoro dei manager consente di rimpiazzare velocemente amministratori incapaci con altri migliori e più efficienti. La competizione esiste se la remunerazione è correlata con la reale capacità del manager, la quale è misurata attraverso le performance della società. In questo modo il manager sarà pagato in funzione dei risultati che concorrerà a realizzare. Quella appena descritta è l'intuizione di fondo del metodo *Pay for Performance* (Fama 1980, Jensen e Murphy 1990) per scegliere, incentivare e trattenere i migliori manager.

Un manager competente può ottenere buone performance ma occorrono i giusti incentivi. Secondo Fama, il mercato del lavoro manageriale fornisce una spinta in tal senso per diverse ragioni.

1. Un'impresa ha sempre la possibilità di assumere nuovi manager. Per non essere sostituiti i manager devono svolgere buone performance.

2. Ogni manager è preoccupato per le performance dei colleghi del management e cerca di incentivare gli altri a sforzarsi per raggiungere buoni risultati. Questi appunto influenzano il suo stipendio. Si crea monitoraggio interno tra executives.
3. Un manager con performance insoddisfacenti rischia di perdere valore sul mercato e ciò indica minore stipendio. Il manager con un orizzonte multi periodale può vedere che la perdita di valore nello stipendio futuro comporta un costo maggiore rispetto ai benefici che può ottenere tenendo un comportamento di opportunismo. Quindi si allinea con gli obiettivi degli azionisti.
4. Performance negative dell'impresa influenzano la sua reputazione sul mercato rendendolo meno appetibile.

Per Fama un perfetto mercato manageriale dovrebbe essere in grado di determinare l'ottima remunerazione del management. Per esempio, da un lato, il manager dovrebbe almeno ricevere una remunerazione tale da impedirgli di lavorare in un'altra impresa (chiamato salario di riserva) e, dall'altro lato, non dovrebbe ricevere una remunerazione più alta di quella che potrebbe percepire nel lavorare per un'altra impresa simile.

Anche la reputazione ricopre un ruolo importante, quasi più forte degli incentivi economici del metodo Pay for Performance. Ha meno effetto però verso fine carriera, quando il manager non ha più nulla da dimostrare e non ha la necessità ottenere di future occupazioni.

2.2.4 Contesto istituzionale

I due modelli di ordinamento giuridico del mondo occidentale, ossia il *civil law*, derivante dal diritto romano e diffuso nei paesi europei, e il *common law*, di stampo britannico e applicato nei paesi anglofoni, hanno caratteristiche sostanzialmente differenti. Il primo si poggia su principi codificati in un testo che funge da fonte primaria della legge, basandosi sul diritto legislativo. Procedendo da astrazioni, formula principi e distingue di conseguenza le norme sostanziali da quelle procedurali. Il common law, invece, si basa principalmente sui precedenti giurisprudenziali, dando forza alle sentenze emesse in passato da un giudice nel corso di un processo dalle fattispecie simili a quelle in esame.

Anche per quanto riguarda la Corporate Governance l'attenersi a un certo sistema legale piuttosto che all'altro rende più o meno efficienti determinate procedure o l'attuazione

di norme e azioni in favore della protezione dei diritti di proprietà, della tutela degli azionisti e in generale di tutti gli *stakeholders*. Una serie di studi, pubblicati a partire dalla metà degli anni '90, contiene evidenze significative sull'impatto delle istituzioni e dei sistemi legali sullo sviluppo economico e finanziario delle imprese, come per esempio Acemoglu et al. (2001); La Porta, Lopez-de-Silanes Shleifer e Vishny (1997, 1998, 2000); La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999, 2008). Secondo questa letteratura, la presenza di istituzioni di alta qualità è fonte di sviluppo finanziario, il quale a sua volta guida la crescita economica. Gli studi dimostrano come il modello giuridico common law sia ritenuto migliore rispetto al civil law e come esso abbia forti correlazioni positive con altri tre elementi: il grado di certezza del diritto, lo sviluppo finanziario e la dispersione dell'azionariato e la relativa separazione tra proprietà e controllo.

In generale, si ritiene che gli azionisti abbiano maggiore protezione nei paesi di diritto comune e in seguito nei paesi di diritto civile di stampo tedesco, mentre la protezione degli azionisti è più debole nei paesi di diritto civile francofoni. In contrapposizione, si ritiene che i creditori siano maggiormente protetti dal sistema legale tedesco. Di conseguenza, i paesi di stampo common law hanno relativamente un più alto numero di imprese quotate, di offerte pubbliche iniziali e un maggiore rapporto tra capitalizzazione di mercato e PIL. Al contrario nell'Europa continentale domina il sistema finanziario basato sul credito bancario.

Il contesto istituzionale è influenzato anche dal diritto d'impresa delle zone geografiche in cui opera la società. Un esempio sono le direttive comunitarie MiFID e MiFID II, rispettivamente la direttiva dell'Unione Europea 2004/39/CE e il suo aggiornamento entrato in vigore a inizio 2018, le quali sono state emanate al fine di costruire un mercato finanziario integrato, uniforme e competitivo, di tutelare gli investitori e di migliorare i sistemi di governance.

In secondo luogo, codici di autodisciplina sono stati pubblicati da varie nazioni finanziariamente evolute allo scopo di rassicurare investitori internazionali circa l'assunzione da parte delle società quotate in un determinato paese di un modello di governo allineato a quello di altri stati sviluppati, di garantire trasparenza verso gli azionisti e in generale di mitigare i rischi e i fallimenti della corporate governance. Si possono citare a titolo di esempio il Codice Preda in Italia (1999) e il Cadbury Report pubblicato nel Regno Unito nel 1992. Essi sono stati ideati non come regolamenti aventi

forza cogente, bensì come codici di autodisciplina per l'appunto, con l'obiettivo di spingere le società quotate all'autodeterminazione e al rispetto etico-morale, e non solo puramente legale, del codice stesso. Per perseguire lo stesso obiettivo sono stati istituiti comitati per il controllo delle operazioni con parti correlate e comitati di remunerazione per i componenti del consiglio di amministrazione.

Infine, anche le associazioni professionali ricoprono una funzione di disciplina per il governo societario: esistono norme da rispettare per revisori, sindaci, gestori e analisti finanziari.

2.3 Meccanismi interni

Esistono altri quattro meccanismi di Corporate Governance, detti questa volta *interni*, perché direttamente riconducibili a decisioni interne della società per quanto riguarda il proprio governo.

2.3.1 Il consiglio di amministrazione

Il consiglio di amministrazione è l'organo rappresentativo della volontà degli azionisti e al quale è affidato l'incarico di amministrare la società. All'interno del CdA è eletto un amministratore delegato, o un comitato esecutivo formato da più amministratori, al quale è conferita la delega di compiere determinati atti da solo. Il consiglio di amministrazione è presieduto dal presidente del CdA, il quale di norma è anche il presidente della società e ha il potere di rappresentanza. Nonostante la delega all'amministratore delegato, il CdA mantiene il potere concorrente di avocazione, ovvero il potere di decidere su atti e questioni importanti anche se erano stati delegati all'AD. Inoltre, l'organo collegiale può anche revocare la delega e in ogni caso non si deve disinteressare della gestione societaria e tutti gli amministratori devono agire in modo informato.

Il CdA e gli altri organi delle società di capitali assumono forme e strutture diverse secondo il sistema di governo adottato. Nel mondo ne esistono sostanzialmente tre:

1. Modello **tradizionale**, nel quale l'assemblea degli azionisti in seduta ordinaria nomina i membri del consiglio di amministrazione e i sindaci del *collegio sindacale*, organo di controllo che ha il compito di verificare che la società rispetti lo Statuto, i principi di legittimità sostanziale e la legalità degli atti compiuti dagli amministratori.

2. Modello **monistico**, nel quale il potere gestorio è solamente nelle mani del consiglio di amministrazione e all'interno dello stesso CdA viene nominato un comitato di controllo. Questo è detto *comitato per il controllo interno sulla gestione* ed è formato da amministratori che godono di particolari requisiti di professionalità e indipendenza. Se da un lato il comitato di controllo ha più potere del collegio sindacale, perché implicitamente può impedire anche atti di natura operativa (essendo i sindaci al tempo stesso amministratori), dall'altro esso perde la qualità di indipendenza che sussisteva tra i due organi nel modello precedente (essendo i controllati al tempo stesso controllori).
3. Modello **dualistico**, dove il CdA è detto *consiglio di gestione*, mentre l'organo di controllo è chiamato *consiglio di sorveglianza*, il quale ha anche potere gestorio per quanto riguarda decisioni di natura strategica per l'impresa. Il modello nacque in Germania per far sì che anche i rappresentanti dei lavoratori avessero voce in capitolo nelle scelte determinanti della società.

La struttura e la composizione del CdA è fondamentale per l'efficacia di una buona Corporate Governance.

In primo luogo, il CEO o l'azionista di controllo possono anche essere il presidente del CdA, ma in questi casi occorre nominare un cosiddetto *Lead independent director*. Qualora il ruolo di presidente sia ricoperto dall'amministratore delegato la condizione è detta *CEO-Chair duality*, ma tale situazione è percepita negativamente dall'esterno per via della forte concentrazione di potere nelle mani di una persona sola.

Un secondo aspetto è la dimensione del consiglio di amministrazione. Evidenze empiriche mostrano che esiste una correlazione negativa tra il numero di amministratori che siedono nel *Board* e performance aziendali.

Infine, sempre più importante è il ruolo degli amministratori in generale, non esecutivi, esterni e indipendenti. In particolare, gli amministratori **indipendenti** devono rispettare alcuni requisiti:

- Non essere stato un amministratore esecutivo o dipendente della società negli ultimi tre anni.
- Non avere rapporti commerciali o professionali con la società, quindi non avere compensi aggiuntivi oltre il gettone per la carica.
- Non essere nel CdA di società controllate.

- Non avere legami con la società di revisione dei conti.
- La loro carica è di massimo nove anni.

In teoria la loro presenza dovrebbe essere uno strumento di monitoring e pressione sul management in difesa degli interessi degli azionisti, in particolare di quelli di minoranza con poca voce in capitolo, ma anche di consulenza e assistenza professionale. Nella realtà però, gli amministratori indipendenti hanno meno informazioni operative, sono remunerati dalla società e l'incarico è soggetto a riconferma da parte del management, quindi si dice che essi sono "catturabili" dal manager secondo la massima "potrei fare, ma non lo faccio".

Evidenze empiriche denotano che la presenza degli indipendenti influenza la probabilità con cui un manager sia licenziato dopo aver conseguito cattivi risultati (Adams et al., 2010) e che il prezzo delle azioni ha una reazione positiva dopo la nomina di essi. D'altro canto però, uno studio di Santella, Drago e Paone (2006, 2007) mostra che in Italia per esempio, su 284 indipendenti tra le prime 40 società quotate, solamente 5 rispettavano tutti i requisiti del codice Preda alla lettera. Tra i requisiti meno rispettati si ricordano il non avere relazioni d'affari con la società, non avere un numero eccessivi di impegni professionali concomitanti, non essere nello stesso consiglio da troppi anni e non partecipare anche al CdA di altre società controllate.

2.3.2 Blockholders e investitori istituzionali

Un secondo meccanismo interno è legato alla presenza di *Blockholders* o *investitori istituzionali*.

Blockholders

I Blockholders, secondo lo studio di Boss et al. (2013), sono i proprietari di un blocco consistente di azioni riconducibili a tre categorie:

- Famiglie: una società è detta *family owned* se i membri della famiglia del fondatore possiedono più del 5% della società.
- Società: una corporation acquisisce una quota di un'altra impresa.
- Stato: ci si riferisce o alla proprietà dello stato o a fondi sovrani. La proprietà di stato significa che il governo è proprietario dell'impresa, mentre i fondi sovrani sono mezzi d'investimento che il governo possiede e gestisce. I governi sono più

presenti in due aree: economie emergenti e nei fallimenti di mercato come nel caso dei monopoli naturali. (Boss et al., 2013).

In generale, i large blockholders intervengono nel governo societario svolgendo due funzioni. Una funzione di **monitoring**, poiché, data la dimensione della quota, essi hanno forti incentivi a controllare la gestione della società e a risolvere il problema del *free riding*. Una funzione di **gestione**, diffusa in particolare nei paesi con bassa protezione degli azionisti e forte concentrazione (La Porta et al., 1998), attraverso cui i large shareholders possono esercitare il loro potere. In particolare lo strumento più utilizzato è la proprietà piramidale per riuscire a dividere i diritti ai flussi di cassa e i diritti di controllo.

Investitori istituzionali

Per investitori istituzionali si intendono quegli operatori economici che hanno a disposizione ingenti quantità di denaro e acquisiscono quote considerevoli in una molteplicità di società. Ricadono sotto questa definizione organizzazioni quali banche, assicurazioni, società di gestione del risparmio, fondi comuni di investimento, fondi speculativi, fondi pensione. Negli ultimi decenni, gli investitori istituzionali hanno assunto sempre maggiore importanza. Gillan e Starks (2003) segnalano che negli USA gli investimenti istituzionali hanno accresciuto la loro quota di proprietà passando dal 6% nel 1950 ad oltre 50% nel 2002. In Europa invece gli asset finanziari totali detenuti dagli investitori istituzionali sono cresciuti più del 150% tra il 1992 e il 1999.

La loro presenza ha sia aspetti positivi che negativi. Da un lato alcuni studiosi sostengono che questi soggetti migliorino la corporate governance. Gli investitori istituzionali all'interno dell'impresa possono avere diversi effetti, secondo Gillan e Stark (2003):

- Svolgono un ruolo di comunicazione: cioè trasmettono informazioni ai mercati finanziari (ad altri investitori). Infatti, possono comunicare informazioni che hanno ottenuto dal management.
- Svolgono un ruolo di controllo e monitoraggio: In un'impresa con proprietà diffusa non c'è incentivo per un proprietario a monitorare il management perché il proprietario singolo sosterebbe tutti i costi di monitoraggio mentre tutti gli altri godrebbero del beneficio (problema del free rider). Quando però esiste un azionista che possiede una quota consistente (come nel caso degli investitori

istituzionali) questo ha interesse a monitorare. Le evidenze empiriche mostrano che in presenza d'investitori istituzionali c'è minore comportamento opportunistico del management. In particolare, la sensibilità della pay for performance aumenta all'aumentare della concentrazione della proprietà nelle mani degli investitori istituzionali. Il ruolo di monitoraggio svolto da questi soggetti è tanto più elevato quanto maggiori sono azioni possedute.

- Incentivano i manager a maggiori spese di R&D: secondo alcuni studi, gli executives in presenza di investitori istituzionali sono portati a focalizzarsi maggiormente sul lungo termine anziché sul breve termine. Si riduce in questo modo la cosiddetta “miopia manageriale”.
- Facilitano i takeover.
- Possono intervenire nella gestione: (voice) detto attivismo. Possono comunicare la loro opinione direttamente al board, cercare maggiore coinvolgimento nel board, sponsorizzare una soluzione proposta da uno shareholder.

Per altri invece gli investitori istituzionali non migliorano la Corporate Governance, poiché colludono con il management a spese degli azionisti di minoranza e sono sovente non attivi dal momento che applicano il “*vote with their feet*” cioè vendono le azioni delle imprese che ritengono avere rendimenti insoddisfacenti. Negli ultimi anni però, l'ingresso di investitori istituzionali più *attivi*, come gli *Hedge Funds* e i fondi di *Private Equity*, ha smosso le carte in tavola, perseguendo un controllo più presente della realtà aziendale.

A titolo di esempio si possono citare due prove di attivismo degli investitori. Nel 2003 il board della GlaxoSmithKline propone uno schema di remunerazione ingiustamente alto, rispetto ai risultati ottenuti, al CEO Garnier (36 milioni di dollari). Gli investitori istituzionali cominciano una campagna contro quella che chiamano una ricompensa per il fallimento e il clamore mediatico suscitato fa votare l'assemblea degli azionisti contro. Il secondo esempio riguarda l'inglese Aviva assicurazioni nella quale il CEO Moss è dimissionato nel 2012 per non aver rinunciato ai bonus nonostante la società avesse perso metà del proprio valore azionario dalla sua nomina, avvenuta nel 2007.

2.3.3 La disciplina del debito

Un terzo processo interno di governo societario è svolto dalla struttura di capitale. Il debito, infatti, svolge una funzione disciplinante, moderando i conflitti tra insiders e

outsiders. Gli importanti lavori di Jensen e Meckling (1976) e di Jensen (1986) evidenziano come il debito potrebbe essere una soluzione ai costi di agenzia del capitale proprio, sebbene anch'esso mostri dei problemi di incentivo e di agenzia.

Costi del debito

Secondo Jensen e Meckling (1976) il debito comporta alcuni costi: costo del fallimento, costo opportunità (*opportunity wealth loss*) e costo di monitoring. Aumentando il debito aumenta la probabilità di bancarotta e la probabilità che l'impresa debba sostenere il **costo di fallimento**. Esso si può scomporre in:

- Costi diretti come perdite, costi legali e amministrativi, aumento del tasso di interesse.
- Costi indiretti. Nonostante possano essere più significativi, sono meno facili da individuare. Fanno parte di questa categoria i costi di perdita dei clienti l'impresa. Secondo Berk e DeMarzo (2008), ad esempio il cliente è perplesso nell'acquistare i biglietti aerei di un'impresa in dissesto che potrebbe cessare l'attività in ogni momento e che quindi non potrebbe fornire un servizio oppure acquistare le auto di un produttore in dissesto che non potrebbe onorare le garanzie o fornire pezzi di ricambio. Altri costi sono la perdita dei fornitori, svendita degli asset, basse percentuali di recupero e tempi lunghi per i creditori.

Il secondo è un **costo opportunità** (*opportunity wealth loss*). Si supponga, per esempio, che un manager imprenditore voglia finanziare la propria società con solo il 10 % di capitale proprio e il 90% di debito. Egli ha un forte incentivo a investire in attività ad alto rendimento, ma anche ad alto rischio, perché se avranno successo lui solo incasserà tutto il profitto residuo, quindi si impegnerà al massimo del suo sforzo, consentendo di raggiungere un livello di efficienza *ex-post*. Tuttavia, se dovessero fallire l'imprenditore manager non potrà ripagare il debito, quindi i finanziatori limitano il prestito concesso o lo rilasciano a tassi sempre più elevati, perché prevedono che il manager è insensibile al rischio dato un così alto livello di debito. Questo è un costo per l'azienda, perché in un certo modo riduce il valore dell'impresa.

Infine, il **costo di controllo e di monitoraggio** del debito, ossia le spese associate al fatto che i contratti di debito sono complessi e con molte clausole di garanzia. Bisogna inserire nel contratto clausole per ridurre la discrezionalità e dare una documentazione sui progetti (*covenants*).

Benefici del debito

Il debito per Jensen ha comunque dei vantaggi per la società e per il relativo governo, poiché, oltre ai benefici generati dallo scudo fiscale comporta:

- Vincolo sulla discrezionalità del manager. Infatti, la cosiddetta disciplina del debito spinge il manager a comportarsi in modo efficiente, a non investire in progetti con valore attuale netto negativo (detti *wasteful* o *over-investment*) e a non indulgere in benefici non monetari., poiché il pagamento di obbligazioni e/o interessi riduce il cash flow disponibile nelle mani del manager per uso discrezionale.
- Minor necessità di outside equity. Con il debito, gli azionisti riescono a ottenere finanziamenti per le attività senza emettere nuove azioni. In questo modo riducono i conflitti d'interesse tra manager e azionisti, i comportamenti opportunistici e i benefici non monetari dei manager. (Rondi, 2007).
- Riduzione delle asimmetrie informative per via del monitoring costante delle banche.
- L'obbligo di rimborso, il quale implica una relativa minaccia di fallimento o di scalata. La minaccia del fallimento comporta incentivi efficaci ai manager al fine gestire correttamente l'impresa. La prospettiva di una bancarotta può indurre gli stessi a comportarsi in modo efficiente, a sforzarsi maggiormente e ad agire in modo più aggressivo sul mercato per mantenere il proprio lavoro.

2.3.4 La remunerazione dei dirigenti

L'ultimo meccanismo interno di Corporate Governance è rivestito dalle politiche di remunerazione dei manager. Le teorie degli incentivi e dei costi di agenzia suggeriscono di legare i compensi dei dirigenti alle prestazioni aziendali, in modo da allineare gli obiettivi di manager e azionisti. La tipica remunerazione di un manager è composta essenzialmente da cinque parti:

- *Stipendio*, ossia una somma fissa stipulata nel contratto e pagata durante l'anno.
- *Bonus*, somme variabili legate al raggiungimento di obiettivi a breve termine.
- Premi azionari, detti *stock grants*, vale a dire azioni cedute o vendute ai dirigenti con forte sconto rispetto al prezzo di mercato.
- *Stock options*, cioè il diritto acquistare, entro un determinato periodo di tempo, azioni a un prezzo fissato nel momento in cui l'opzione è offerta. Il compenso è

così misurato dalla differenza tra il prezzo di mercato delle azioni al momento dell'esercizio dell'opzione e la somma pagata dal manager.

- Benefici non monetari, ossia commissioni, rimborsi, utilizzo di beni aziendali.

Sebbene a livello teorico i metodi di incentivazione economica del management possano sembrare la soluzione per ovviare ai problemi di agenzia e di conflitto di interessi, evidenze empiriche mostrano risultanti contrastanti e non così certi. Nel prossimo capitolo si descriveranno alcuni studi riguardanti l'argomento.

2.4 Evidenze in Europa

L'obiettivo fondamentale della Corporate Governance negli Stati Uniti è stato principalmente quello di ridurre i conflitti di interessi tra i piccoli azionisti diffusi e i potenti manager che hanno il controllo. Infatti, sebbene esistano anche negli USA società controllate da *large blockholders* quali ad esempio Microsoft, Wal-Mart o Ford, i principali lavori come quelli di Berle e Means (1932) e di Jensen e Meckling (1976) riguardano la separazione tra proprietà e controllo nelle numerose grandi public companies e le conseguenze sulla governance. Viceversa, il problema principale della Corporate Governance in Europa e in altre parti del mondo è differente perché le società con un azionariato diffuso e frazionato sono in minoranza. Tipicamente, le aziende quotate in questi mercati hanno un azionista di controllo, un individuo o una famiglia di riferimento, che detiene la maggioranza dei diritti di voto. Dallo studio di La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), si evince inoltre che spesso l'azionista principale non esercita il controllo attraverso il possesso della maggioranza dei diritti all'utile, ma attraverso strumenti alternativi quali piramidi societarie, patti tra azionisti o *dual class shares*, vale a dire l'esistenza di una classe di azioni con diritto di voto e diritto all'utile e di un'altra senza diritto di voto. Le differenze nella struttura proprietaria hanno implicazioni contrastanti sull'attuazione della Corporate Governance, come descritto da Morck, Wolfenzon e Yeung (2000): da un lato un azionista di controllo ha sia l'incentivo che il potere per disciplinare i manager, dall'altro la proprietà concentrata può creare nuovi problemi di agenzia, perché ora gli interessi dell'azionista di maggioranza non sono più allineati con quelli degli azionisti di minoranza.

2.4.1 Concentrazione della proprietà

Gli effetti dei meccanismi di governo societario hanno avuto applicazioni e risultati diversi nei vari paesi dell'Europa continentale. Nell'articolo "*Corporate Governance*

reforms in Continental Europe” di Luca Enriques e Paolo Volpin (2007) si descrivono le differenze nella struttura proprietaria e nelle questioni di Corporate Governance delle società nei principali paesi europei, gli strumenti legali per evitare abusi da parte degli azionisti di maggioranza e infine si descrivono le riforme di governance avvenute in Francia, Germania e Italia.

| | <i>Widely held</i> | <i>Family control</i> | <i>Pyramid control</i> | <i>Median largest voting block</i> | <i>Family wealth</i> |
|----------------|--------------------|-----------------------|------------------------|------------------------------------|----------------------|
| France | 60% | 20% | 15% | 20% | 29% |
| Germany | 50% | 10% | 20% | 57% | 21% |
| Italy | 20% | 15% | 20% | 55% | 20% |
| United Kingdom | 100% | 0% | 0% | 10% | 6% |
| United States | 80% | 20% | 0% | 5% (NYSE) 9% (Nasdaq) | N.A. |

Figura 2 Concentrazione della proprietà. Fonte LLS 1999

Dalla tabella precedente si nota innanzitutto come la percentuale di aziende ad azionariato diffuso, ossia senza un azionista che detiene in maniera diretta o indiretta più del 20 % dei diritti di voto, tra le venti maggiori compagnie per capitalizzazione di quella nazione, sia minore in Europa rispetto che negli Usa e nel Regno Unito. La seconda colonna mostra invece che, a eccezione del Regno Unito, aziende a controllo familiare siano comuni anche negli USA oltre che in Europa.

Un fenomeno tutto europeo è il controllo attraverso una *piramide societaria*. Una piramide è definita come una struttura proprietaria con cui un azionista di controllo esercita il controllo su un’azienda attraverso la proprietà di almeno un’altra società quotata. Probabilmente, le strutture a piramide non sono presenti nel mercato americano e in quello anglosassone per due motivi storici legati alla regolazione: secondo Morck e Yeung (2005) in Usa la tassazione sui dividendi tra società introdotta nel 1935 fece di fatto scomparire le piramidi, mentre secondo Franks, Mayer e Rossi (2005) l’introduzione nel 1968 dell’obbligo di *offerta pubblica d’acquisto*, detta *OPA obbligatoria*, potrebbe spiegare l’assenza di piramidi societarie nell’UK.

La quarta colonna della tabella mostra come la proprietà sia più concentrata in Germania e in Italia, media in Francia e più diffusa in USA e UK, considerando tutte le società quotate e non solo le maggiori per capitalizzazione. La mediana indica che nel 50% delle aziende, per esempio tedesche, un blockholder detiene almeno il 57% dei diritti di voto. L’ultima colonna è un’ulteriore misura di concentrazione che misura quale percentuale di capitalizzazione di mercato di una determinata nazione è detenuta

dalle dieci famiglie più ricche. Si evince ancora una volta come la proprietà societaria sia accentrata nelle mani di poche famiglie in Europa.

Piramidi societarie, patti parasociali e la presenza di due classi di azioni spiegano per esempio come famose famiglie riescano a mantenere il controllo sulle rispettive aziende. È il caso degli Agnelli con Fiat, dove attraverso una catena di controllo (descritta nella figura 3) la famiglia torinese manteneva il comando sulla società automobilistica nel 2006 con solamente il 3,5% dei diritti agli utili.

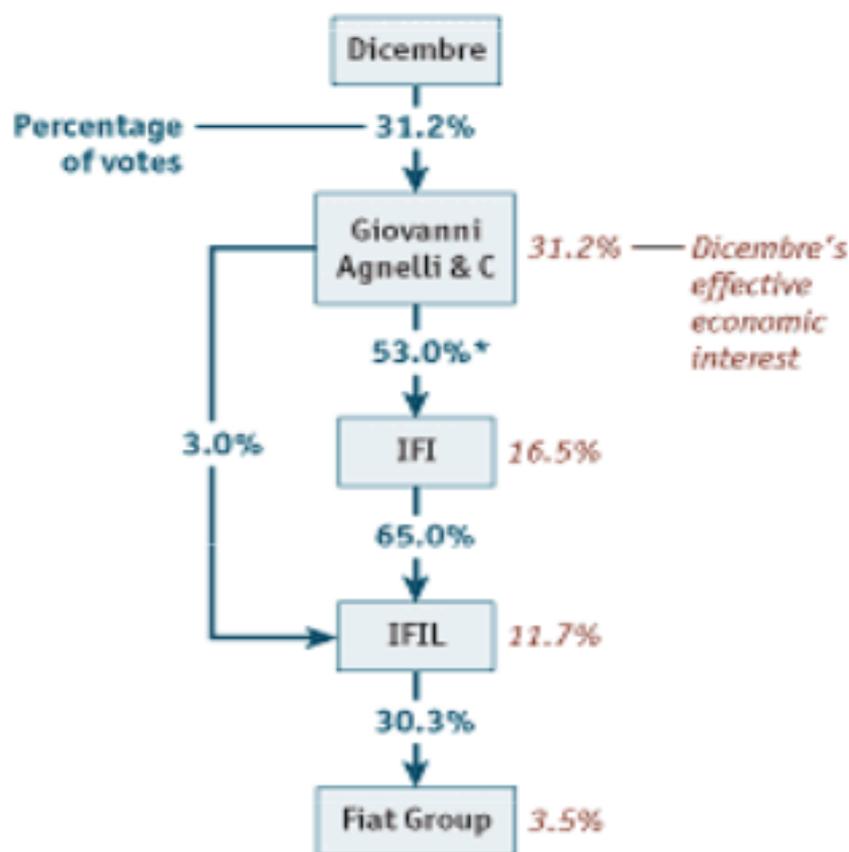


Figura 3 Catena di controllo della famiglia Agnelli. Fonte The Economist

Esempio analogo è quello della famiglia Arnault. Bernard Arnault, oltre ad essere l'*ultimate owner* della compagnia del lusso Louis Vuitton Moët Hennessy, ne è anche il CEO e il presidente del consiglio di amministrazione. Attraverso una piramide societaria Arnault controllava nel 2005 il 47% dei diritti di voto di LVMH possedendo, in maniera diretta e indiretta, solamente il 34% dei diritti all'utile.

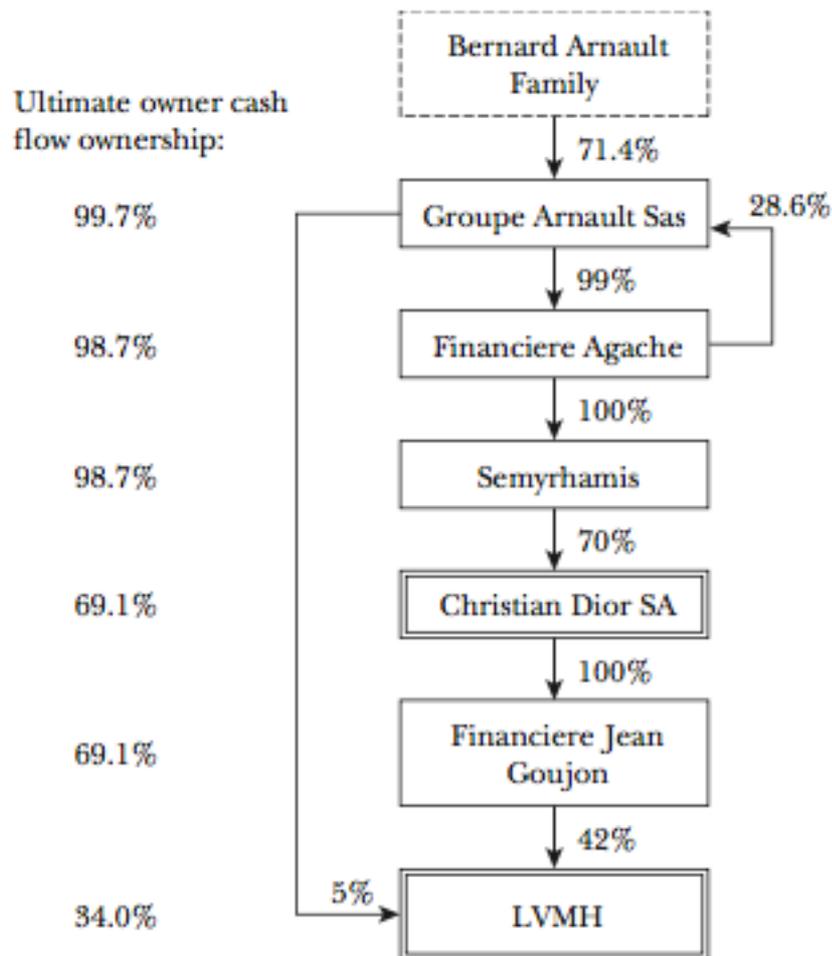


Figura 4 Struttura proprietaria di LVMH. Fonte Factiva

Un terzo esempio arriva dalla Germania, dove la famiglia Porsche attraverso una combinazione tra piramide societaria e azioni dual class, riusciva nel 2006 a mantenere il controllo sulla Porsche AG e a cascata sulla Volkswagen AG.

2.4.2 La Corporate Governance nelle imprese familiari

Il controllo familiare dovrebbe aiutare a proteggere gli interessi degli azionisti dagli abusi manageriali, dato che spesso l'azionista di controllo e il manager sono la stessa persona. In realtà, le famiglie di controllo, come i manager nelle public companies ad azionariato frazionato, possono abusare del loro potere e delle risorse aziendali al fine di trarre vantaggi personali. Quando succede, la situazione diventa potenzialmente peggiore rispetto a quella nelle public companies perché le famiglie di controllo non possono essere cacciate attraverso un takeover ostile, oppure rimpiazzati dal CdA o dall'assemblea degli azionisti come succede per gli amministratori esecutivi.

Il fenomeno di sfruttare i benefici privati del controllo è detto *self-dealing* o *tunneling* e consiste essenzialmente nel trasferimento di valore tra una società in cui l'azionista di controllo detiene una piccola frazione dei diritti al cash flow, tipicamente a valle nella piramide societaria, ad un'altra in cui l'azionista detiene una percentuale più alta di diritti all'utile, posta a monte della piramide. Ci sono diversi metodi per incanalare i benefici privati e così facendo espropriare gli azionisti di minoranza di parte del valore aziendale:

- Compensi eccessivi per gli amministratori.
- Assunzioni non meritocratiche, o familismo.
- Trasferire profitti a un'altra società controllata dalla famiglia mediante vendite sottocosto o acquisti sovrapprezzo.
- Acquisire una società di proprietà familiare a prezzi svantaggiosi per l'azienda e per gli azionisti di minoranza.
- Qualsiasi operazione con parti correlate, ossia tutte le operazioni effettuate in conflitto d'interesse e non concluse con un contratto a normali condizioni di mercato (*arm's length principle*).

Esistono essenzialmente due modi empirici per misurare i benefici privati del controllo:

1. *Block premium*: è la differenza ex-post tra il prezzo pagato per acquisire il pacchetto di controllo e il prezzo di mercato il giorno dopo il trasferimento del controllo. Il "premio" riflette il payoff differenziale attribuibile al controllo (Barclay e Holderness, 1989).
2. *Voting premium*: è la differenza di prezzo tra azioni con diritto di voto e azioni senza diritto di voto. Riflette implicitamente il premio per il controllo.

Precedenti studi mostrano come il premio per il controllo sia sostanzialmente più elevato nell'Europa continentale rispetto a USA e UK. Nel 2004, secondo Dyck e Zingales, il block premium raggiungeva valori del 10% in Germania e addirittura del 37% in Italia, paese, quest'ultimo, dove il valore negli anni '90 toccava il 60%. Per quanto riguarda il voting premium i paesi con i valori più elevati sono nuovamente l'Italia con il 29% e la Francia con il 28% (Nenova, 2003).

2.4.3 Il caso emblematico di Parmalat

Il collasso di Parmalat è forse uno degli esempi più lampanti di abuso di benefici privati del controllo. Tutto comincia all'inizio degli anni '60, quando *Calisto Tanzi* inizia a gestire l'impresa di commercio di prodotti alimentari del padre. Nel 1961 Tanzi decide di estendere le proprie attività e apre un caseificio che chiamò inizialmente Dietalat e in seguito *Parmalat*. Grazie a intuizioni commerciali come le confezioni Tetra Pak e il procedimento di conservazione UHT arriva il successo e l'imprenditore decide allora di diversificare le attività sulle conserve e altri prodotti alimentari, come succhi di frutta e merendine. Inizia così un percorso di fortissima crescita e di grandi promozioni commerciali e sportive, che porta Parmalat Finanziaria, la holding del gruppo, a quotarsi alla Borsa di Milano nel 1989 avente socio di controllo la famiglia Tanzi, mediante una società non quotata. L'espansione del gruppo avviene attraverso moltissime acquisizioni straniere finanziate a debito e lo sviluppo nel mercato caseario del Sud America.

I prodotti alimentari però non sono l'unico business della famiglia, perché, oltre a rilevare l'emittente televisiva Odeon TV, il padre Calisto cerca di realizzare i sogni dei figli Stefano e Francesca, rispettivamente il calcio e il turismo. Compra così il Parma Calcio, società gestita poi dal figlio, e finanzia Parmatour, agenzia di tour operator in mano alla figlia. Inoltre, Calisto Tanzi era solito spostare risorse di Parmalat nella propria ditta di famiglia SATA: tra il 1997 e il 2003 circa 170 milioni di euro sarebbero stati convogliati direttamente verso il proprio patrimonio personale.

Altra particolarità della società era quella di avere nei propri bilanci alti valori sia di debito che di cassa (Ferrarini e Giudici, 2005): per esempio nel 2002 il report annuale indicava 4,3 miliardi di euro di cassa e più di 9 miliardi di debito. A fine 2003 l'impero si sgretola. Dopo alcuni tentativi falliti di rifinanziare il proprio debito, i bond della società vengono classificati come *junk* e le azioni crollano. La *Consob* interviene chiedendo conferma a Bank of America dell'esistenza di un conto alle Cayman, attraverso la sussidiaria Bonlat, su cui avrebbero dovuto esserci i 4,3 miliardi di cassa ed equivalenti, ma il conto non esisteva. Tanzi è arrestato e la Parmalat dichiarata fallita.

Secondo Ferrarini e Giudici, tra il 1990 e il 2003, la famiglia Tanzi ha utilizzato per usi sconosciuti quasi 3 miliardi di euro e questa cifra può essere considerata solamente un

lower bound dell'espropriazione avvenuta a discapito degli altri stakeholder della società, dato che vendite sottocosto o acquisizioni sovrapprezzo erano classificate come normali acquisizioni o spese capitali. Le tecniche usate dalla famiglia sono state sostanzialmente anche le più semplici, come falsificare i bilanci, indicare asset inesistenti o sovrastimare il valore di quelli esistenti, nascondere documenti finanziari e convogliare risorse della società verso il proprio patrimonio personale facendo tunneling.

Scandali finanziari come quello di Parmalat, o quello di Adelphia (USA), in misura minore sono usuali nei paesi con una forte concentrazione della struttura proprietaria, mentre differiscono dagli scandali che si manifestano nelle aziende ad azionariato diffuso, dove il management solitamente cerca di manipolare i risultati e le performance aziendali al fine di inflazionare il prezzo delle azioni per avere di conseguenza un maggiore guadagno dalle loro stock option o azioni possedute (per esempio i casi Enron, Worldcom, Vivendi). Queste differenze dovrebbero portare a diverse misure regolatorie nei vari paesi, a seconda della tipologia di struttura proprietaria maggiormente diffusa.

2.5 Riforme di Corporate Governance in Europa

Negli Stati Uniti lo Stato ha da sempre giocato un ruolo fondamentale nella regolazione del governo societario. Sin dagli anni '30 leggi e norme hanno regolato questioni come le assemblee degli azionisti, il voto, l'insider trading, frodi, scalate, fino ad arrivare a regolare la composizione e le funzioni espletate dello stesso CdA con la *Sarbanes-Oxley Act* (2002). La Comunità europea, nonostante abbia la facoltà di rendere obbligatori regolamenti e direttive in ambito legislativo, al contrario non ha mai avuto un forte impatto nell'introdurre norme relative alla corporate governance delle società del vecchio continente.

Tuttavia, lo studio di Enriques e Volpin mostra come, a partire dagli anni '90, nell'Europa continentale si avvii una serie di riforme volte a migliorare essenzialmente quattro strumenti di governo societario:

- Rafforzare i **meccanismi interni di governance** aumentando il numero di amministratori indipendenti presenti nel board, migliorando la trasparenza e il flusso di informazioni, formando comitati per la remunerazione e per l'auditing, valutando più attentamente le operazioni con parti correlate.

- **Potenziare gli azionisti** dando la possibilità di avere voce in capitolo e votare su determinate questioni, garantendo l'opportunità di citare in giudizio i manager, diminuendo i costi per esercitare il diritto di voto, limitando le deviazioni dalla regola *one-share-one-vote*, assicurando la rappresentanza delle minoranze nel board.
- Aumentare la **disclosure informativa** obbligando per esempio la pubblicazione delle transazioni con le parti correlate o dei report sulla remunerazione dei dirigenti con lo scopo di ridurre i problemi di agenzia e limitare il *self-dealing* di chi detiene il controllo. La disclosure riguarda anche le informazioni price sensitive al fine di evitare azioni di insider trading.
- Intensificare il lavoro delle **autorità pubbliche e giudiziarie** intervenendo attraverso l'operato di commissioni e agenzie di supervisione e inasprendo le sanzioni pecuniarie e penali, introducendo il carcere in casi estremi.

Di seguito sono riportate le maggiori riforme di Corporate Governance attuate nei tre principali paesi europei relativamente agli strumenti appena descritti.

2.5.1 Germania

In Germania vige l'istituto della *codeterminazione*, o *cogestione*, elemento che attribuisce anche ai lavoratori il diritto di partecipare alle decisioni sul governo societario. Nasce così il cosiddetto sistema dualistico o in inglese *two-tier* nel quale coesistono due organi, il consiglio di gestione e il consiglio di supervisione, quest'ultimo con compiti strategici e composto anche da rappresentanti dei lavoratori e delle banche creditrici.

Meccanismi interni

La riforma del 1998 ha cercato di migliorare i meccanismi interni ridefinendo le funzioni dei due organi. Il consiglio di gestione è obbligato ora ad assicurare che sistemi di risk management e di internal audit siano in funzione e deve riportare al consiglio di sorveglianza tutte le questioni relative a risk management, business plan e budgeting. Dal canto suo il consiglio di sorveglianza è tenuto a riunirsi almeno 4 volte l'anno e ha un ruolo più importante nella scelta e nel rapporto con i sindaci.

Diritti degli azionisti

Per quanto riguarda il potenziamento dei diritti degli azionisti, il paese tedesco ha ridotto i costi per esercitare il voto. Con l'avvento di Internet è possibile ora votare in modo telematico e anche gli azionisti residenti all'estero hanno visto ridotte le barriere di voto e per la ricezione dei documenti necessari prima della convocazione dell'assemblea. Il paese tedesco è stato il più attivo, inoltre, nel limitare la deviazione dal modello one-share-one-vote, vietando le azioni a voto multiplo nel 1998 e frenando l'influenza delle banche nel ruolo di delegate dei propri clienti. Una nuova legge fiscale del 2002 ha esentato dalla tassazione il *capital gain* generato dalla vendita di azioni possedute da altre società, al fine di districare le partecipazioni incrociate e portare trasparenza. Dal punto vista giuridico, nel 2003 si è semplificata la procedura per intraprendere azioni civili e class action contro frodi fiscali e, nel 2005, è stato reso possibile per gli azionisti che possiedono l'1% delle azioni o un controvalore di almeno centomila euro intraprendere azioni contro gli amministratori a nome della società (*derivative suit*). Nel 2002, la Germania introduce l'obbligo di OPA obbligatoria come già avvenuto negli altri paesi nel 1992 (Francia) e nel 1998 (Italia).

Disclosure informativa

Dalla prospettiva della disclosure informativa, nel 2002 è stato introdotto il regolamento dell'Unione Europea sull'obbligo di adozione dell'*International Financial Reporting Standards (IFRS)* da parte delle società quotate al fine di avere un sistema di reporting e accounting analogo in tutti i paesi sviluppati. Il regolamento, effettivo dal 2006, ha reso così obbligatorio la pubblicazione dettagliata delle operazioni con parti correlate e di altri strumenti di report e audit. Il sistema di accounting introdotto, basato sul principio del *fair value*, forza le società a evidenziare le voci contabili a valore di mercato in modo aggiornato, mentre in passato molte riserve venivano nascoste attraverso l'utilizzo di politiche di bilancio più conservative. Nel 2006 inoltre, il paese tedesco rende obbligatoria l'informativa societaria relativa alla remunerazione dei propri manager, sebbene molte aziende non l'abbiano rispettato fino al 2011, nel qual caso la maggioranza del 75% dell'assemblea degli azionisti fosse favorevole alla secretazione dei compensi.

Autorità pubbliche

Infine, nel 1994 nasce l'autorità per la supervisione dei mercati azionari, denominata dal 2002 *BaFin*, a seguito della fusione con altre autorità bancarie e assicurative. Sanzioni, anche penali, sono state introdotte nel 1994 per insider trading e nel 2002 per abuso di mercato e manipolazione, mentre nel 2004 è stata istituita un'agenzia per supervisionare le aziende di revisione legale dei conti.

2.5.2 Francia

In Francia il potere decisionale è sempre stato nelle mani dei CEO, i quali, per legge, ricoprivano anche la carica di presidente del consiglio di amministrazione. In generale la Corporate Governance in Francia è sempre stata più attiva e più vicina agli azionisti di minoranza rispetto a Germania e Italia, ma negli anni sono avvenute riforme anche nel paese transalpino.

Meccanismi interni

Innanzitutto, nel 2001 si introduce una nuova legge che permette la separazione tra le cariche di CEO e di presidente del CdA. Nello stesso anno è pubblicata una norma in base alla quale qualsiasi amministratore può visionare qualsiasi documento utile al suo lavoro, ma solo due anni dopo il Legislatore modifica la legge limitando l'accesso individuale ai documenti aziendali. Tra il 2001 e il 2005 la Francia modifica la già presente procedura di approvazione da parte del board delle operazioni con parti correlate, estendendola anche alle transazioni con aziende di parenti di azionisti con più del 10% di quota azionaria e ai contratti di remunerazione dei manager che prevedono bonus una tantum al momento della nomina o del congedo.

Diritti degli azionisti

Per quanto riguarda i diritti degli azionisti, come in Germania anche in Francia sono diminuiti i costi legati al voto grazie ai mezzi telematici. Nel 2002 si è deciso di abbassare determinate soglie per l'esercizio di alcuni diritti degli azionisti, come per esempio il diritto di convocare l'assemblea (dal 10% al 5%) o il diritto di fare denuncia al tribunale (dal 10% al 5%). L'OPA obbligatoria, come già scritto in precedenza è stata introdotta nel 1992, mentre la possibilità di intraprendere cause individuali a nome della società verso gli amministratori era già possibile.

Disclosure informativa

Sull'aspetto dell'informativa societaria anche le società francesi dal 2006 devono attenersi agli standard *IFRS*. È obbligatoria la pubblicazione di report sui codici di Corporate Governance, la pubblicazione annuale delle transazioni con parti correlate e dal 2001 anche in Francia vi è l'obbligo della pubblicazione dei compensi degli amministratori. L'obbligo di pubblicazione di informazioni price sensitive esisteva già, ma nel 2005 è stato rivisto e aggiornato. Al fine di aumentare l'efficacia e l'indipendenza dei sindaci, dal 2003 il CEO è tenuto ad astenersi dal proporre candidati e dallo stesso anno è fatto divieto di usufruire dalla società di revisione dei conti di servizi slegati dalla revisione stessa.

Autorità pubbliche

Per quanto riguarda il contesto delle autorità pubbliche, il paese transalpino presentava già in passato delle agenzie presenti e attive, ma nel 2003 tutte le istituzioni di supervisione finanziaria si sono fuse dando vita all'*Autorité des Marchés Financiers (AMF)*. Pene per abusi di mercato erano presenti dagli anni '70, ma dal 1996 possono essere imposte sanzioni pecuniarie anche alle società stesse in caso di violazioni per insider trading. Infine, come la Germania nel 2004, nel 2003 il paese transalpino ha introdotto un'agenzia per il controllo delle società di revisione legale dei conti, equivalenti al *Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB)* istituito negli Stati Uniti con la Sarbanes-Oxley Act nel 2002.

2.5.3 Italia

In Italia il diritto societario ha storicamente fornito poca protezione agli investitori perché essenzialmente né il consiglio di amministrazione né il collegio sindacale, quest'ultimo caratteristico del sistema tradizionale diffuso in Italia, hanno avuto la supervisione effettiva sui manager e di conseguenza sugli azionisti di controllo. Inoltre, l'ordinamento giudiziario e la lenta burocrazia italiana non sono stati in grado di far rispettare la legge in molte controversie societarie, come il caso Parmalat evidenzia chiaramente (Aganin e Volpin, 2005).

Meccanismi interni

Le principali riforme relative a un rafforzamento dei meccanismi interni di governance sono iniziate nel 1998, anno della pubblicazione del *Testo Unico per la Finanza (TUF)*,

detto anche legge Draghi. Le minoranze degli azionisti possono da quell'anno eleggere almeno un amministratore del CdA e un sindaco nel collegio sindacale. Il collegio inoltre ha visto aumentare il proprio potere di supervisione e i suoi membri devono rispettare maggiori requisiti di indipendenza. La riforma del diritto societario del 2003 invece ha incrementato il trasferimento di informazioni all'interno del board e soprattutto obbliga gli amministratori a informare il CdA e il collegio sindacale di qualsiasi interesse diretto o indiretto in una determinata operazione. È necessaria l'approvazione da parte del CdA invece per le operazioni in cui il CEO ha un particolare interesse. Oltre a ciò, in caso di transazione con parti correlate il board deve spiegare in modo adeguato le ragioni e i benefici per la compagnia.

Diritti degli azionisti

Ovviamente anche in Italia sono diminuiti i costi per esercitare il diritto di voto grazie ai mezzi informatici. Come in Francia, si è deciso di abbassare alcune soglie per esercitare diritti da azionista: il diritto di indire un'assemblea passa dal 20% al 10%, mentre la quota azionaria per avere il diritto di fare denuncia al tribunale scende dal 10% al 5% come nel paese transalpino. Dal 1998 è richiesta una maggioranza qualificata dei due terzi per determinate questioni come nuove emissioni azionarie, fusioni o modifiche dello statuto. Per piani di remunerazione del management *equity-based* è richiesta invece, dal 2005, l'approvazione dell'assemblea con maggioranza relativa. Anche in Italia, nel 2003, si è deciso di esentare dalla tassazione il capital gain derivante dalla vendita di azioni possedute da altre società. A differenza della Germania però, l'esenzione ha portato a un aumento dei pacchetti azionari in mano ad altre aziende (Bianchi e Bianco, 2006). Nel 1998 si è permesso per la prima volta di intraprendere cause derivate a nome della società per gli azionisti detentori di almeno il 5% di azioni, ma dato che nessuna causa era stata intrapresa fino a quel momento, per via della consistente quota richiesta e per le alte spese legali, nel 2005 la soglia scende al 2,5% e nel 2006 entra in vigore il sistema di pagamento degli onorari in base all'esito della causa, alleggerendo le spese legali per gli attori. Dal 2003 inoltre, qualsiasi azionista, privatamente, può citare in giudizio l'azienda per abusi legati alla governance.

In materia di struttura dei diritti di voto, la legge Draghi ha introdotto un limite di tre anni di validità per i *patti parasociali* e la facoltà di sciogliere il patto e offrire le proprie azioni in caso di OPA in corso. Le azioni di risparmio sono state via via convertite in azioni ordinarie da parte delle società quotate, ma nel 2014 il Legislatore

ha introdotto le *azioni a voto maggiorato* e le *azioni a voto plurimo*: la maggiorazione del voto, elaborata sulla base delle *loyalty shares* di diritto francese, può essere introdotta da società quotate o in fase di quotazione e attribuisce fino a 2 voti per azione, se decorsi 24 mesi di detenzione minima continuativa. Le azioni a voto plurimo, invece, attribuiscono fino a 3 voti, sin dal momento della loro previsione in statuto, e non perdono tale diritto se sono cedute o se cambia il controllo della società che le detiene. La decisione del Legislatore appare comunque controcorrente, poiché in opposizione al principio one-share-one-vote.

Disclosure informativa

In merito di disclosure societaria l'Italia ha apportato una serie di aggiornamenti e riforme in linea con gli altri due principali paesi europei. Innanzitutto, dal 2005 è obbligatorio aderire a un codice di Corporate Governance, come avvenuto nel 2002 in Germania e nel 2003 in Francia, il quale contiene principi di governo societario per le società quotate sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana e ha valore di **raccomandazione** per tutte le società quotate che vi aderiscono. Il Codice è redatto infatti sulla base del modello "*comply or explain*": ciò significa che il Codice non deve essere necessariamente implementato dalle società quotate aderenti, tuttavia la loro mancata adesione, anche se soltanto parziale, deve necessariamente essere adeguatamente motivata da parte di ciascuna società nella relazione annuale sul governo societario. In anticipo di due anni sulla Francia, nel 1999 diventa obbligatorio la pubblicazione di un report sulla remunerazione individuale degli amministratori. Dal 2002 anche le società italiane quotate devono attenersi agli standard *IFRS* (effettivo dal 2006) e in aggiunta nello stesso anno la Consob ha emesso nuove regole che richiedono la pubblicazione immediata di operazioni con parti correlate materiali. Nel 2005 è reso obbligatoria la pubblicazione di informazioni price sensitive e delle attività di trading effettuate dai manager sulle azioni della società stessa. Quest'ultimo obbligo è esteso anche alle attività di trading realizzate dagli azionisti di controllo, peculiarità unica dell'Italia in campo europeo, la quale ha seguito l'esempio statunitense. In modo analogo agli altri stati, l'Italia ha imposto nel 2005 l'obbligo della rotazione dei revisori legali a 6 anni e il cambio della società di revisione ogni 12 anni e, come avvenuto in Germania e Francia negli anni precedenti, il divieto di fruire di servizi erogati dalla società di revisione dei conti.

Autorità pubbliche

Infine, per quanto concerne i poteri delle autorità pubbliche e di supervisione anche l'Italia ha cercato di rafforzare le proprie strutture. Con le riforme del '98 e del 2005 l'autorità di regolazione, la Consob, ha ottenuto maggiori poteri di investigazione e di sanzionamento. Già nel 1991 sono state introdotte pene contro il reato di insider trading, mentre nel 1998 sono state estese anche al reato di manipolazione dei mercati. In aggiunta, nel 2005, sono stati estesi i poteri della Consob in merito alla revisione dei report finanziari e alla supervisione delle società di revisione legale dei conti.

2.6 I principi di Corporate Governance in situazioni di crisi

I meccanismi descritti in questo secondo capitolo sono alla base di un buon governo societario e sono utili al fine di limitare i conflitti d'interesse a favore del benessere degli azionisti, ma in periodi di crescita economica e di espansione. I cicli economici prevedono purtroppo anche periodi di recessione e situazioni di crisi, nei quali l'efficacia della Corporate Governance non è così scontata. Per questo, Marc Van Essen, Peter-Jan Engelen e Michael Carney (2013) esaminano gli effetti dell'attuazione delle buone pratiche di governo societario a *livello azienda* e a *livello nazione* analizzando le performance di più di mille imprese europee prima e durante la recente crisi finanziaria del 2008. Gli autori ipotizzano che i proficui meccanismi di governance, sia a livello aziendale sia per quanto concerne il contesto istituzionale e regolatorio, non siano così profittevoli in un periodo di crisi per una serie di motivi. In particolar modo, le aziende possono beneficiare della discrezione dei manager al fine esercitare una leadership più decisiva e avere maggiori margini di manovra operativa.

A differenza di molti altri studi, gli autori non utilizzano una regressione con il *metodo dei minimi quadrati (Ordinary Least Squares)*, bensì un altro modello analitico soprannominato **hierarchical linear modeling (HLM)**. La scelta di utilizzare il modello lineare multilivello risiede nella natura gerarchica del campione, dato che le 1197 imprese raccolte provengono da 26 diverse nazioni europee, le quali hanno contesti e sistemi regolatori differenti tra loro. Le aziende sono nidificate negli stati e questo fattore potrebbe comportare la violazione di un'importante assunzione del modello OLS, cioè che le osservazioni siano tra loro indipendenti. Il vantaggio primario del modello HLM è che esso riconosce la natura gerarchica dei dati e la corregge.

I risultati ottenuti confermano le ipotesi dei tre studiosi. In una crisi, la *CEO Duality* è associata con migliori performance aziendali poiché permette che una singola figura guidi la società, evitando situazioni di ambiguità. La presenza di commissioni o board di vigilanza all'interno delle imprese ha un riscontro negativo nei periodi di recessione, poiché un eccessivo monitoraggio può avere conseguenze sull'effettiva abilità di amministrare e gestire l'impresa. Anche l'uso di metodi di compensazione dei manager basata su incentivi impatta negativamente sui risultati aziendali. In aggiunta, le società che hanno tra i propri azionisti investitori istituzionali vedono migliorare le loro performance come in condizioni normali, mentre la proprietà familiare ha un impatto positivo sui risultati durante una crisi.

Il modello HLM evidenzia che il 25% dell'eterogeneità delle performance aziendali è dovuta alla differenza tra nazioni, dato che indica l'importanza di aver usato il modello gerarchico per analizzare i dati. A livello di nazione i risultati mostrano che le compagnie localizzate nei paesi con un sistema legale e giudiziario più sviluppato hanno performance migliori e i creditori hanno maggiore protezione come accade in condizioni economiche favorevoli, mentre gli azionisti generalmente sono meno protetti. Infatti, mentre in condizioni favorevoli le aziende localizzate in paesi con sistema *market-based* godono di un vantaggio se comparate con aziende in sistemi *bank-based*, durante una crisi finanziaria questo vantaggio viene meno perché alcuni meccanismi di governance a favore degli azionisti hanno un effetto controproducente. Le banche invece, in un periodo di recessione, sono più attente nello stabilizzare la struttura di capitale delle imprese, piuttosto che perseguire la loro profittabilità.

Si può dunque affermare che l'efficacia dei meccanismi di governance è contingente alle circostanze ambientali ed economiche in cui sono utilizzati. Lo studio condotto dai tre autori offre un approfondimento per regolatori, legislatori e professionisti in ambito di policy e mostra le differenze nell'effetto degli strumenti se usati in condizioni economiche favorevoli o in periodi di recessione. La tendenza a rispondere a una crisi finanziaria con misure sempre più stringenti e severe potrebbe essere controproducente dato che certe regole potrebbero compromettere l'operatività e l'abilità dei manager nel gestire situazioni di shock. L'auspicio finale che si pongono gli autori è quello di *ottimizzare anziché massimizzare* le scelte di Corporate Governance.

3 Pay for performance

Il problema di agenzia descritto nel capitolo 1 pone la necessità da parte degli azionisti di incentivare il manager, il quale svolge il proprio incarico in qualità di agente. Infatti, il management in generale può sfruttare le asimmetrie presenti nel contesto societario compiendo in particolare *azzardo morale* al fine di eludere lo sforzo, appropriarsi di risorse comuni, ottenere benefici privati e perseguire solo i propri obiettivi, quindi è bene per gli azionisti trovare i giusti meccanismi di incentivo per allineare gli interessi dei manager ai propri.

In questo capitolo sono prima di tutto elencati i motivi per cui il volto dell'amministratore delegato, o **Chief Executive Officer (CEO)**, ha acquisito sempre maggior importanza e cosa gli azionisti, ma nel complesso tutti gli *stakeholders*, si aspettano da queste figure. Successivamente, si descrivono i principali strumenti che compongono la remunerazione tipica di un manager e in seguito sono descritte le analisi di una serie di articoli redatti da importanti professionisti e di cui sono riportati i risultati e le principali evidenze empiriche.

3.1 Il ruolo dei CEO

Monks e Minow nel loro libro "*Corporate Governance*" si pongono la domanda di che cosa si voglia davvero ottenere dalla figura del CEO: la risposta non è univoca siccome racchiude diversi aspetti. I due evidenziano con ironia che purtroppo gli amministratori delegati non godono del dono di predire il futuro per poter gestire l'azienda a lungo e nel miglior modo possibile per tutti gli *stakeholders* coinvolti e che perciò quello che ci si aspetta da loro è l'*abilità*, attraverso un mix di conoscenze, esperienza, risorse, motivazione e autorità, di mantenere non solo la propria società sempre pronta al *cambiamento*, ma di ottenere benefici dal cambiamento e in qualche modo di guidare quest'ultimo. Il CEO deve essere abbastanza ferreo nel compiere l'incarico, ma al tempo stesso altrettanto responsabile nello svolgerlo in modo corretto. Egli deve perciò trovare un equilibrio tra le due forze, avendo a mente che le proprie decisioni devono essere indirizzate nell'interesse di lungo periodo degli azionisti e degli altri *stakeholders* e non solo verso i propri obiettivi personali.

I due autori indicano infatti come la maggiore sfida per un'azienda non sia il pericolo di fallire, bensì il *successo* e la capacità di mantenerlo nel tempo. I giganti degli anni '60 e

'70, come Kodak, Xerox, General Motors, sono diventati i problemi (non solo per gli investitori, ma per l'intera collettività) degli anni '80 e '90, mentre le società di successo degli anni '90, Enron, Tyco, Adelphia, WorldCom, sono sprofondate all'inizio degli anni 2000, collegate a episodi di corruzione, frodi e di cattivo management. La crisi finanziaria del 2008 ha invece visto fallire grandi banche d'investimento come Bear Stearns e Lehman Brothers o colossi come Chrysler. Il fatto è che quando un'azienda sta per fallire prova qualsiasi soluzione per evitarlo, mentre dall'altro lato quando un'impresa ha successo spesso non conosce dove risiedano le radici di questo e quindi si manifesta una certa propensione a non cambiare nulla. Un manager capace e dotato di leadership deve invece andare incontro al cambiamento, cercare di anticiparlo per poterlo modellare e sfruttare nel migliore modo possibile per la propria società.

Un altro ruolo che ricopre il CEO, secondo gli stessi autori, è quello di *risk manager*. Infatti, il risk management è diventato un argomento centrale nella vita delle società successivamente alla crisi del 2008 e il CEO è ritenuto proprio quella figura che deve maneggiare l'incertezza, calibrando ogni propria decisione in base a un accurato calcolo del rischio. Va da sé però che anche le previsioni e i calcoli più accurati spesso risultino errati, data la natura aleatoria del rischio stesso, quindi i manager devono essere consapevoli che il rischio può essere maneggiato solo fino a un certo punto e che il modo migliore per approcciarsi al risk management è quello di valutare scenari alternativi se la realtà non dovesse seguire i piani.

3.2 La composizione della paga

La remunerazione tipica di un *Chief Executive Officer* si compone di diverse voci a seconda della natura e dello scopo, ma generalmente si possono individuare tre principali parti: una parte fissa per garantire la sicurezza di una retribuzione al manager, una parte variabile legata al raggiungimento di obiettivi di breve periodo, come ad esempio determinati livelli di fatturato o di profitti, e una seconda parte variabile legata però a obiettivi di lungo periodo in modo tale da incentivare il manager ad adottare una prospettiva di profittabilità nel lungo periodo e garantire così gli interessi degli azionisti proprietari dell'impresa.

Nell'articolo "*Executive Compensation*" (1999) il professore americano Murphy analizza nel dettaglio le singole voci che formano la tipica remunerazione di un

manager. Egli descrive le seguenti voci come elementi di un contratto incentivante ottimale:

- Salario base.
- Bonus.
- Stock option.
- Premi azionari.
- Piani di incentivo di lungo termine.
- Fringe benefits.

3.2.1 Base salary

Il *salario base* è la componente fissa del contratto ed è determinato tipicamente mediante un *benchmarking competitivo*, basato su sondaggi generali raccolti dalle imprese, o specifici di un particolare settore in modo da poter effettuare analisi supplementari dettagliate e confrontare aziende della stessa *industry*. Le indagini raccolte solitamente sono suddivise in base alla dimensione delle compagnie, raggruppando per fatturato o per capitalizzazione di mercato. L'uso di sondaggi per determinare il compenso fisso ha alcune implicazioni sul salario stesso:

- Le correzioni apportate per tenere conto della dimensione dell'impresa alimentano ulteriormente il legame tra remunerazione e *company size*, già emerso nei lavori di Baker, Jensen e Murphy (1988) e di Rosen (1992).
- In secondo luogo, le indagini raccolte portano a una compressione dei salari "verso il centro". Infatti, i sondaggi mostrano abitualmente i valori dei quartili e di conseguenza i valori sotto il 50esimo percentile sono considerati sotto la media di mercato, mentre quelli superiori al 75esimo percentile sono considerati eccessivi.
- Le ricerche suddividono in base alla dimensione, a volte per industry, ma non tengono conto di altre variabili proprie dei CEO come età, educazione, esperienza.

Nella figura sottostante si mostrano il livello e la composizione delle remunerazioni dei CEO nelle aziende americane analizzate da Murphy, raggruppate per dimensione.

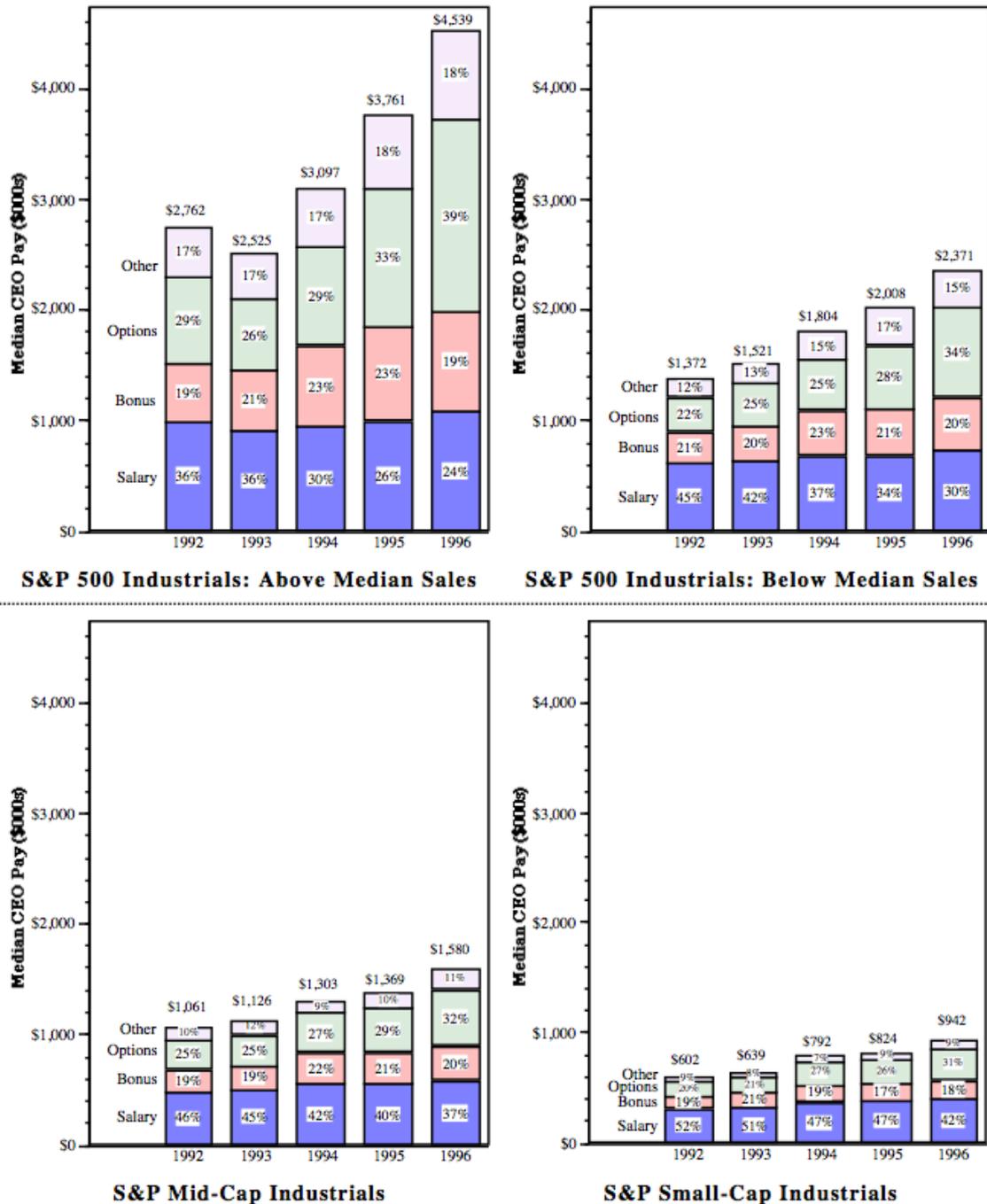


Figura 5 Composizione dei compensi dei CEO per dimensione di azienda. Fonte Murphy 1999

Il salario base è una forma di garanzia per il manager e molta attenzione è posta sulla sua determinazione da parte loro. Infatti, sebbene la frazione di parte fissa sul totale dei compensi sia diminuita negli anni (come si evince dalla figura precedente), il salario svolge ancora una serie di funzioni importanti. Essendo appunto la parte fissa, esso rappresenta una sorta di livello di utilità di riserva per assicurare il manager, avverso al rischio, a svolgere il proprio incarico. In secondo luogo, molti altri elementi del compenso finale del manager sono misurati in relazione al salario base: i bonus sono

espressi come percentuale del salario, mentre i diritti di opzione sono espressi come multipli del salario base. Anche altre parti, come piani pensione o buonuscite, dipendono dal salario percepito, quindi ogni aumento nella parte fissa ha ripercussioni positive sulle altre componenti.

3.2.2 Bonus

I cosiddetti *bonus* sono *piani di incentivo annuali* che le società predispongono nei confronti dei propri dipendenti al fine di motivarli per migliorare le proprie performance. I piani di incentivo possono avere diverse strutture, ma ne esiste una tipica:

- Non si assegna il bonus finché non si raggiunge un “livello di soglia” di performance (Performance **Threshold**).
- Se la performance di azienda raggiunge il “livello di soglia” è corrisposto un *bonus minimo*, espresso in percentuale del bonus obiettivo.
- Se la performance raggiunge il livello standard (Performance **Standard**) viene corrisposto il *target bonus*.
- Oltre una soglia massima di performance il bonus rimane pari al valore massimo detto *bonus cap*, il quale è nuovamente espresso come percentuale del target bonus o come suo multiplo.

La zona intermedia, tra minimo e cap, è soprannominata “*incentive zone*” e indica il range di performance in cui a un incremento di prestazione aziendale corrisponde un relativo incremento del bonus. La struttura può essere rappresentata perciò da una spezzata come si evince dalla figura seguente.

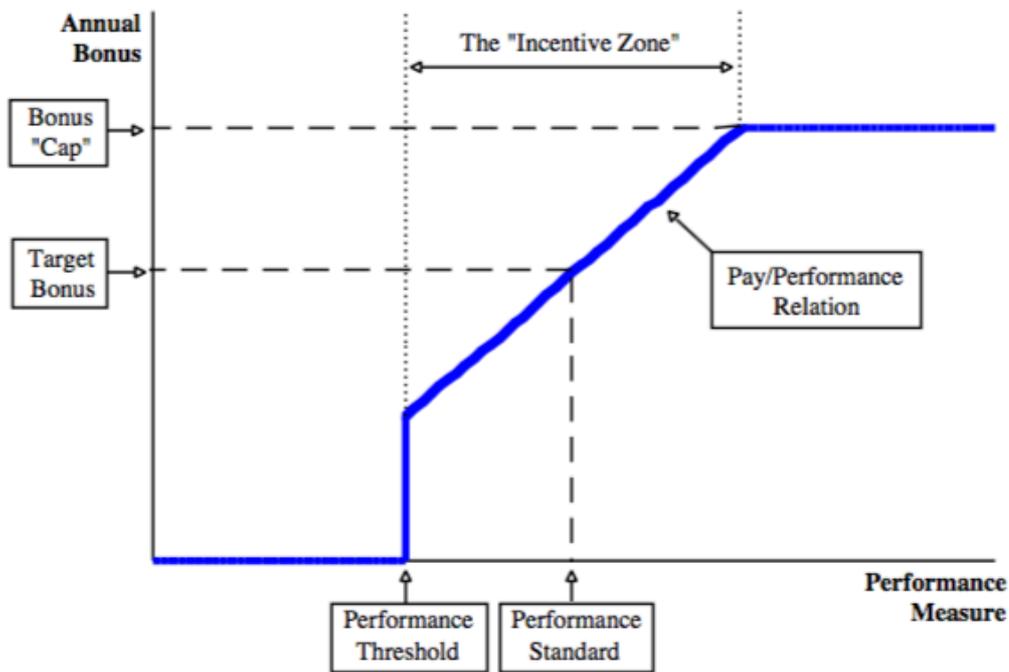


Figura 6 Piano di incentivo annuale tipico. Fonte Murphy 1999

Per valutare il raggiungimento dei determinati obiettivi annuali si considerano **misure di performance** che possono essere di tipo *singolo*, ma più spesso di tipo *multiplo*. Le misure multiple possono essere a loro volta di tipo *additivo*, se sono trattate come semplice somma di misure singole, oppure di tipo *moltiplicativo*, nelle quali il bonus legato a una performance può essere incrementato o diminuito a seconda della realizzazione di un'altra misura. In altri casi i bonus possono essere legati a una sorta di *matrice* di misure. Dallo studio di Murphy emerge che le misure più utilizzate, sia di tipo singolo sia di tipo multiplo, per valutare le performance aziendali sono misure contabili, come fatturato, utile, utile ante imposte, margine operativo (EBIT) o valore economico aggiunto (EVA). Altre volte invece le misure sono di tipo finanziario, come earnings per share (EPS) o prezzo delle azioni. In aggiunta, le misure possono essere valutate su base monetaria, sul margine di ritorno, oppure sul tasso di crescita di quella determinata voce.

Esistono anche misure non strettamente economiche o finanziarie, tra cui la più importante è detta "Individual Performance", cioè una misura che si riferisce a obiettivi prestabiliti o basata su una valutazione soggettiva della performance individuale. Altre misure non finanziarie possono essere la *customer satisfaction*, obiettivi di produzione riguardanti la capacità degli impianti, l'operatività di determinati sistemi, il *time to market* oppure misure di sicurezza degli impianti stessi in contesti industriali. Infatti, le

suddette misure sono maggiormente utilizzate nelle aziende manifatturiere e nelle utilities rispetto alle società finanziarie.

Standard di riferimento

Le misure di performance appena descritte sono confrontate con **standard** di riferimento per la loro valutazione. Di standard ne esistono di diverse tipologie:

- *Budget*, ossia business plan o obiettivi di budget prestabiliti. Sono i più diffusi nell'analisi empirica di Murphy.
- *Prior Year*, sono quegli standard basati sulla crescita o il miglioramento rispetto all'anno precedente. Essi sono mediamente diffusi.
- *Discrezionale*, dove lo standard è fissato dopo un'analisi soggettiva effettuata dal CdA. Sono standard di riferimento poco utilizzati.
- *Peer group*, cioè standard basati sulla comparazione con altre società dell'industria o del mercato di riferimento. Sono mediamente diffusi come gli standard basati sul confronto anno per anno.
- *Timeless*, ossia standard indipendenti dal tempo ed espressi solitamente in percentuale. Sono gli standard meno utilizzati.
- *Costo del capitale*, vale a dire standard basati per esempio sull'EVA o su altre misure del costo del capitale. Anch'essi sono poco utilizzati.

Come accade per le misure, anche gli standard possono essere di tipo singolo o di tipo multiplo, ma a differenza delle precedenti l'analisi di Murphy ha evidenziato una presenza maggiore di standard singoli.

Strutture tipiche

Il funzionamento più comune dei piani di incentivo annuale è quello denominato 80/120. Si fissa la performance standard di riferimento, se si raggiunge l'80% dello standard prefissato è corrisposto il bonus minimo, mentre un bonus cap è fissato al 120% della performance standard. Altre strutture di bonus utilizzate, in ordine decrescente di utilizzo, sono i piani 90/110, 95/100, 50/150, 80/110 e 80/140. Esistono altre strutture di piani non lineari e meno adottate come per esempio i cosiddetti "Modified Sum of Targets" (simili nel risultato ai piani 80/120), i piani basati su formule predefinite o i piani discrezionali quando sono usate misure non finanziarie.

Sebbene l'adozione di piani di incentivo annuali forniscano l'incentivo a migliorare le performance aziendali essi hanno tuttavia una serie di **implicazioni**.

1. In primo luogo le misure contabili con cui si valutano le misure di performance sono riferite al breve periodo, guardano al passato (*backward-looking*) e inoltre possono essere manipolate dai manager spostando profitti tra i periodi o introducendo in modo discrezionale ratei.
2. In secondo luogo anche gli standard di riferimento possono essere influenzati: per esempio standard basati sul budget creano incentivi a bloccare piani o azioni nell'anno corrente che potrebbero avere effetti indesiderati sull'anno seguente, oppure gli standard basati sull'anno precedente creano il cosiddetto effetto *ratchet*, vale a dire che i manager volontariamente non raggiungono certi obiettivi perché altrimenti si introdurrebbero standard più elevati per l'anno successivo. Gli altri standard, in precedenza descritti, sono meno influenzabili dall'interno, ma lo possono essere in qualche misura nella loro fase di definizione o nella scelta del peer group. In uno studio precedente (1998), Murphy ha mostrato che i CEO di aziende con standard definiti dall'esterno hanno bonus più variabili rispetto a quelli di società con standard interni.
3. In ultima battuta, anche la scelta della struttura ha le sue implicazioni poiché la zona incentivo è a cavallo dello standard e la performance è cumulata annualmente. Se i risultati verso fine anno suggeriscono che il bonus cap sarà raggiunto, il manager cercherà di "immagazzinare" i profitti eccedenti per far lievitare il bonus dell'anno successivo, mentre al contrario se la performance dovesse sembrare insoddisfacente, il manager potrebbe scontare futuri profitti per raggiungere almeno il bonus minimo nell'anno in corso.

In aggiunta ai bonus annuali, le società pianificano anche piani di incentivo a medio lungo termine, su un orizzonte temporale di tre o cinque anni con struttura simile a quella dei piani annuali mostrata in figura 6.

3.2.3 Stock option

Un altro potente incentivo per allineare gli obiettivi del manager a quelli degli azionisti e così ridurre il problema di agenzia è rappresentato dal possesso di azioni. Le **stock option** sono opzioni di tipo *call* e rappresentano una forma di contratto con cui si dà al beneficiario il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare una quota di azioni della società per cui presta servizio a un determinato prezzo di esercizio, detto *strike price*, entro un determinato periodo di tempo. Le azioni concesse possono derivare da un apposito

aumento di capitale oppure essere azioni già esistenti. Esistono tre fasi temporali importanti nella durata di un'opzione:

- *Granting period* è il periodo in cui la società fornisce il diritto ai propri manager di acquistare un certo quantitativo di azioni a un determinato prezzo. Si conclude con la data di assegnazione detta *granting date*.
- *Vesting period* è il periodo di maturazione che intercorre tra la data di assegnazione e la *vesting date*. In questa fase le opzioni non garantiscono nessun diritto e spesso non sono cedibili.
- *Exercising period* è il periodo successivo alla data di maturazione ed è la fase in cui il manager può esercitare il proprio diritto di opzione, entro la data di scadenza.

Le opzioni di solito diventano esercitabili a *tranche* con il decorrere del tempo in modo lineare, seguendo per esempio piani di cinque o dieci anni: secondo lo studio di Murphy in USA le più diffuse hanno un termine di dieci anni (83% dei piani). Esse possono essere inoltre subordinate al raggiungimento di certi obiettivi, alla prosecuzione del rapporto di lavoro o ancora indicizzate al mercato o industria di riferimento.

Quando il manager esercita l'opzione ottiene il compenso che è pari alla differenza tra il prezzo di mercato dell'azione in quel momento e il prezzo *strike*, il quale coincide nel 95% dei casi con il prezzo di mercato delle azioni nella data di assegnazione. Sebbene le stock option rappresentino uno strumento valido per allineare gli obiettivi dei manager siccome il payout derivante dall'esercizio dell'opzione incrementa con il relativo aumento del prezzo azionario, esse non simulano perfettamente la proprietà effettiva di una quota azionaria per diverse ragioni. In primo luogo le opzioni remunerano solo per l'apprezzamento delle azioni e non tengono invece conto del *total shareholder return*, quindi i manager hanno incentivo a ridurre i dividendi elargiti e a favorire il riacquisto di azioni proprie. In secondo luogo, dato che il valore dell'opzione aumenta con la volatilità del prezzo azionario, i manager hanno più incentivo a perseguire investimenti molto rischiosi. Terzo, i manager perdono interesse se percepiscono che il prezzo azionario è sceso abbastanza da rendere impraticabile l'esercizio dell'opzione: in questi casi è molto comune che essi richiedano una rinegoziazione dello strike price, così da ottenere comunque una plusvalenza.

Valorizzazione delle opzioni

È importante capire che esiste una differenza tra il valore di una stock option per chi detiene il diritto di esercitarla e il reale costo sostenuto dalla società per garantire tale diritto. Infatti, per gli azionisti il costo di garantire un'opzione è maggiore del valore percepito dall'executive che ne beneficerà e dunque dovrebbe essere offerta solamente se l'effetto incentivo creato e il conseguente miglioramento di performance superano la differenza tra il costo per la società e il valore per il manager. Al momento dell'emissione le opzioni hanno un **valore intrinseco**, dato dalla differenza tra prezzo di mercato corrente e prezzo di esercizio, e un **valore temporale**, pari alla probabilità che l'opzione diventi prima della scadenza *in the money*, cioè con un valore intrinseco positivo; questo dipende dalla volatilità delle azioni sottostanti e dalla durata dell'opzione stessa.

Il metodo più conosciuto e utilizzato per calcolare il costo opportunità sostenuto dall'azienda per garantire un piano di stock option nel tempo è la formula **Black-Scholes** (1973). Il valore di un'opzione call è dato dalla differenza tra il prezzo corrente del sottostante, attualizzato a un tasso pari a quello del dividendo atteso, e il prezzo d'esercizio, attualizzato a un tasso pari a quello degli investimenti privi di rischio; entrambi i valori sono moltiplicati per la probabilità che il prezzo del titolo, a scadenza, sia più elevato dello strike price dell'opzione. La formula si basa sull'assunzione che gli investitori siano neutrali al rischio e che tutti gli asset si apprezzino al tasso *risk-free* (rendimento dei titoli del tesoro americani). L'espressione è la seguente:

$$\text{Option Value} = P * e^{-\ln(1+d)T} * N(z) - X * e^{-\ln(1+r)T} * N(z - \sigma\sqrt{T})$$

dove:

P = prezzo azionario alla data di assegnazione

X = prezzo d'esercizio

T = data di scadenza in anni

d = dividend yield annualizzato

σ = volatilità prezzo annuale

r = tasso di interesse risk-free

$$z = \frac{\ln(P/X) + (\ln(1+r) - \ln(1+d) + \sigma^2/2)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$N()$ = funzione di distribuzione normale cumulata.

Infine, va ricordato che la diffusione dei piani di stock è stata determinata, oltre al fatto di essere un valido strumento incentivante, anche dal favorevole trattamento fiscale e contabile che seguono. In particolare, le stock option offrono da un lato la possibilità per il ricevente di determinare in modo discrezionale quando realizzare un profitto tassabile (soggetto in molti paesi a una tassazione da *capital gain* più conveniente piuttosto che una ordinaria) e di poterlo differire nel tempo, mentre dall'altro sono quasi invisibili per i rendiconti contabili delle società.

3.2.4 Premi azionari

Un'alternativa alle opzioni sulle azioni sono i premi azionari. Essi sono azioni assegnate che prevedono vincoli al trasferimento. Dallo studio di Murphy emerge che circa il 28% delle aziende dell'S&P 500 offrivano **restricted stock** ai propri CEO nel 1996 e che i premi azionari contavano in media circa il 6% sul totale della remunerazione (il 22% per i CEO che li ricevevano). Kole (1997) dimostra che i premi azionari sono più comuni nelle aziende chimiche e di produzione di macchinari industriali rispetto alle società metallurgiche, alimentari o di beni di consumo. Sono inoltre maggiormente diffusi nelle società ad alta intensità di Ricerca e Sviluppo rispetto a quelle non R&D intensive.

3.2.5 Fringe benefits

Gli amministratori delegati, ma in generale tutti gli executives senior e di un certo livello gerarchico ricevono benefici privati, detti **fringe benefits**, che vanno a sommarsi alla tradizionale remunerazione monetaria. Esempi possono essere l'uso di telefono aziendale, auto, aereo, servizi di educazione per i figli, prestiti agevolati, polizze vita. I top executives spesso partecipano a piani pensione supplementari (SERP), i quali possono avere diverse forme a seconda degli anni di impiego presso la compagnia, o se legati a inflazione o performance aziendali. I piani pensione sono difficili generalmente da quantificare perché non sempre si possono aggiornare o spesso non sono pubblicati perché i riceventi non sono più dipendenti della società. Per questi motivi, insieme al fatto che in alcune circostanze si è scoperto che alcuni piani pensione offrivano lusinghieri compensi, essi sono considerati l'ultima forma lecita di "compenso fantasma".

3.2.6 Il rischio di licenziamento

Un altro potente incentivo in mano agli azionisti è il cosiddetto **turnover** (rotazione), ossia il rischio di licenziamento per il CEO. La minaccia è credibile se il licenziamento ha delle conseguenze negative per il manager. Esse possono essere di carattere economico, poiché egli perde lo stipendio, ma anche di natura reputazionale dato che un licenziamento per scarse performance non è certo motivo di lode. Fin da primi studi effettuati, come quelli di Coughlan e Schmidt (1985) e di Warner, Watts e Wruck (1988) si è dimostrata l'esistenza di una *relazione negativa* tra performance dell'azienda al netto del mercato e la probabilità di un management turnover. Weisbach (1988) mostra che il legame tra turnover e performance è maggiore in quelle aziende con un elevato numero di amministratori indipendenti. Inoltre, Parrino (1997) evidenzia che le compagnie con risultati inferiori rispetto al proprio settore assumono con più probabilità CEO dall'esterno piuttosto che rimpiazzare il manager uscente con promozioni interne.

Nello studio di Murphy (1999) emergono conferme sulla relazione negativa tra performance e probabilità di turnover: infatti, come si evince dalla figura seguente, il tasso di licenziamento dei CEO meno performanti (primo quartile) è in media maggiore di quello dei manager con risultati migliori (15% rispetto a 10,8%) e risulta comunque superiore in 23 anni sui 26 analizzati.

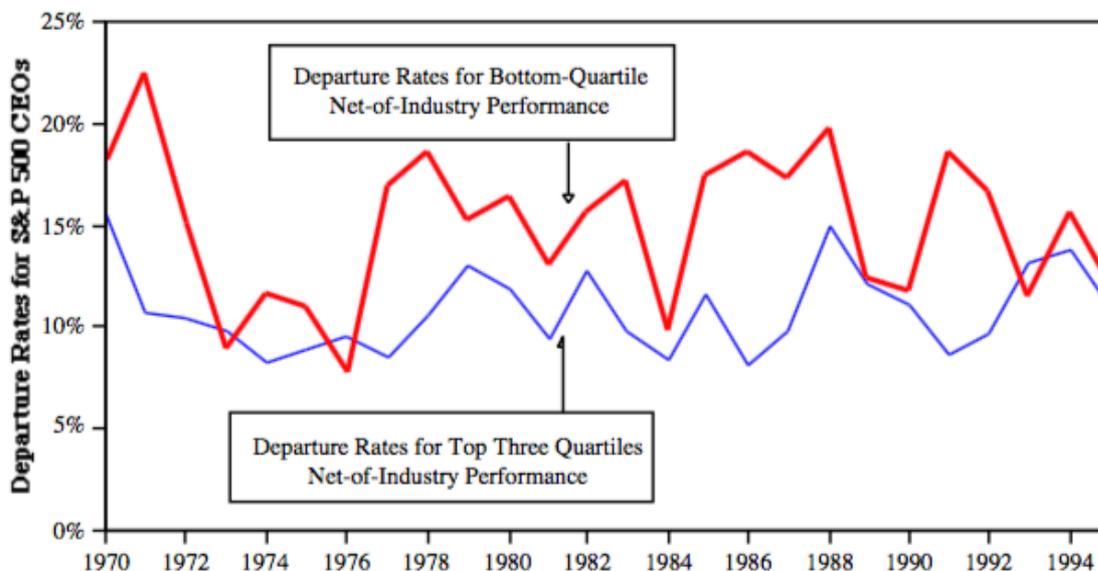


Figura 7 Departure Rate CEO S&P 500 periodo 1970-1994. Fonte Murphy 1999

Tuttavia Murphy, attraverso una regressione lineare, evidenzia che il coefficiente legato alla performance diminuisce nel corso degli anni e come di conseguenza sia difficile

affermare che la minaccia di licenziamento abbia fornito un effettivo incentivo ai manager negli anni '70, '80 e soprattutto '90. Kaplan e Minton (2006) hanno invece mostrato una successiva ricrescita della relazione turnover-performance negli anni a cavallo del 2000, in seguito probabilmente alla bolla di Internet.

In ultima battuta, Murphy esegue anche un'analisi a proposito della *size* delle società, osservando i dati degli indici S&P 500, S&P MidCap 400 e S&P SmallCap 600 negli anni 1992-1995. I risultati suggeriscono che il turnover sia guidato maggiormente dall'età degli executives che dalla performance nelle grandi aziende, mentre nelle piccole imprese il cambio di CEO è motivato in misura maggiore dalle performance.

3.3 Non importa quanto, ma come

Nell'articolo "*CEO incentives-It's not how much you pay, but how*" pubblicato da HBR nel 1990, Jensen e Murphy pongono l'attenzione sulla paga dei CEO. Secondo loro, le denunce pubbliche sulle retribuzioni eccessive dei manager non sono il principale problema, ma spostano solamente l'attenzione dalla reale questione di *come* sono pagati i CEO. Infatti, emerge che in media i più importanti manager delle compagnie americane sono pagati come burocrati e non ricevono invece i giusti incentivi per cercare di massimizzare il valore della propria società. I top executives non ricevono salari e bonus straordinari, sebbene siano cresciuti dalla metà degli anni '70 alla fine degli anni '80, e sono inferiori a quelli ricevuti dai CEO 50 anni prima, prima della Seconda Guerra Mondiale (corretti per l'inflazione).

Il compenso variabile dei CEO non è maggiormente variabile delle retribuzioni orarie o salariali dei normali dipendenti e le due popolazioni seguono una distribuzione simile, come si evince dalla figura seguente.

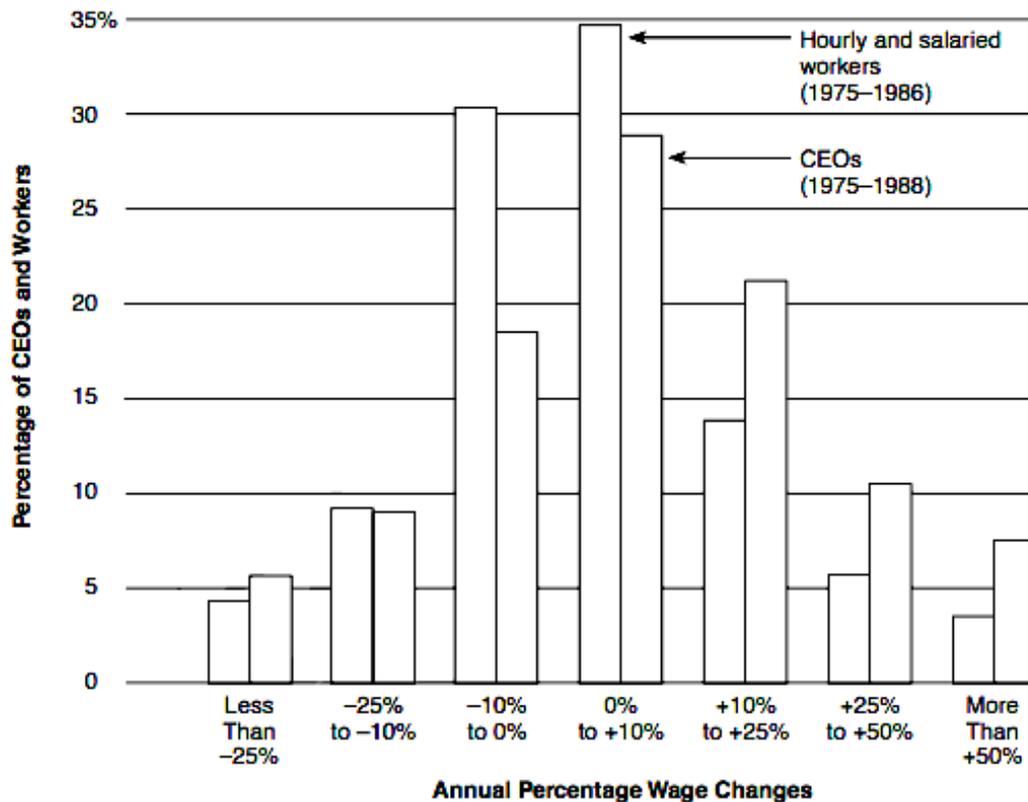


Figura 8 Retribuzione variabile di CEO e lavoratori. Fonte Jensen e Murphy, HBR 1990

In aggiunta la proprietà azionaria detenuta dai CEO è diminuita di almeno dieci volte nel corso del secolo scorso. I motivi potrebbero essere che le società quotate sono divenute molto più grandi con un numero molto elevato di azioni e che i CEO non sono più gli imprenditori fondatori di suddette società. La conseguenza negativa è che i manager hanno perso un forte incentivo personale a massimizzare il valore delle aziende.

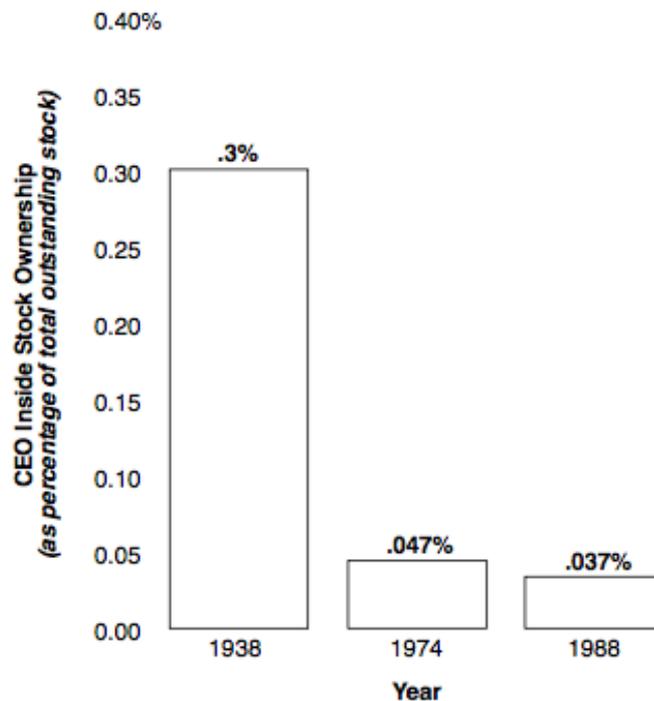


Figura 9 Valore mediano della frazione di azioni dei CEO. Fonte Jensen e Murphy, HBR 1990

3.3.1 Il costo della disclosure e la fuga di cervelli

Jensen e Murphy indicano la disclosure informativa come una possibile causa dell'erosione della relazione pay-performance. I benefici dell'informativa societaria riguardante le retribuzioni manageriali sono ovvi e sono stati descritti nel capitolo 2, ma esistono anche dei costi non molto considerati e che a volte potrebbero eccedere i benefici.

I contratti di lavoro dei manager non sono una materia privata tra datore di lavoro e lavoratore, ma ci sono terze parti che giocano un ruolo importante. Esistono comitati e commissioni per le remunerazioni formati da amministratori o sindaci esterni e le decisioni inerenti alla paga hanno spesso connotati politici e burocratici. L'informativa pubblica fornisce la possibilità all'esterno di sollevare critiche e discussioni in merito ai compensi e i comitati per le remunerazioni di solito rispondono introducendo un *cap* implicito o esplicito nel livello di paga dei CEO. Nessun azionista, nessuna banca o nessun fondo pensione denuncerà mai il board perché un top manager è sottopagato ed è proprio questo il problema di fondo. Si vuole legare la paga alla performance e al tempo stesso introdurre un livello massimo arbitrario nei compensi per evitare reazioni negative, ma questo non può funzionare a lungo poiché "imporre un tetto alle remunerazioni significa inevitabilmente creare un pavimento per le scarse

performance”. Nel corso del tempo la distribuzione dei compensi tra i top executives ha perso a mano a mano le code superiori e inferiori, erodendo il legame pay-performance.

La conseguenza di questo ricade anche nella ricerca e nell’assunzione da parte delle aziende di talentuosi, energici e brillanti professionisti, giacché questa categoria di laureati ricercherà carriere lavorative in altri settori, quali studi legali, banche d’investimento o società di consulenza. Jensen e Murphy indicano che negli anni ’70 circa il 55% dei neolaureati alla *Harvard Business School* sceglieva carriere nelle società quotate, mentre il 30% sceglieva un percorso in banche d’affari o nella consulenza. Nel 1987 invece questi numeri risultavano invertiti e il trend era simile in altre business school e università. Questo esito comporta una perdita di talenti e una maggiore probabilità di assumere vertici mediocri, che condurranno le compagnie a performance mediocri.

3.3.2 Pay-Performance Sensitivity

Sempre nel 1990 e associato all’articolo precedente, Jensen e Murphy pubblicano lo studio “*Performance pay and top management incentives*”, nel quale analizzano la *sensitivity* tra compensi e rendimento societario su un campione di 2213 CEO dipendenti in 1295 compagnie tra il 1974 e il 1986, per un totale di più di diecimila osservazioni.

Essi definiscono la pay-performance sensitivity, b , come la variazione in dollari della ricchezza del CEO associata a una variazione in dollari del patrimonio degli azionisti. In primo luogo analizzano gli incentivi generati dai compensi monetari, vale a dire salario e bonus annuali, attraverso una regressione lineare con il metodo *OLS*. La relazione di partenza utilizzata è la seguente:

$$\Delta(\text{CEO salary} + \text{bonus})_t = a + b * \Delta(\text{shareholder wealth})_t$$

Con $\Delta(\text{shareholder wealth})_t = r_t * V_{t-1}$ dove r_t indica il tasso di rendimento ottenuto dagli azionisti nella anno fiscale t e V_{t-1} il valore di mercato dell’impresa nell’anno $t-1$.

| Independent Variable | Dependent Variable (in Thousands of 1986 Constant Dollars) | | | |
|--|---|-------------------|------------------------------------|--|
| | $\Delta(\text{Salary} + \text{Bonus})$ | | $\Delta(\text{Total Pay})^\dagger$ | Total Pay + PV $[\Delta(\text{Salary}$ + Bonus)] ‡ |
| | (1) | (2) | (3) | (4) |
| Intercept | 31.7 | 30.8 | 36.6 | 918.0 |
| Change in shareholder wealth (thousands of 1986 dollars) | .0000135 (8.0) | .0000139 (8.4) | .0000235 (5.2) | .000197 (9.7) |
| Change in shareholder wealth in year $t-1$ | ... | .0000080 (5.5) | .0000094 (2.4) | .000103 (5.8) |
| R^2 | .0082 | .0123 | .0041 | .0157 |
| Estimated pay-performance sensitivity, b^{\S} | .0000135 | .0000219 | .0000329 | .000300 |
| F -statistic for b | 64.0* | 93.0* | 28.5* | 117.7* |
| Sample size | 7,750 | 7,688 | 7,688 | 7,688 |

Figura 10 Stime della sensibilità nella componente monetaria. Fonte Jensen e Murphy 1990

Dalla prima colonna della figura 10 si stima che un aumento di 1000 dollari della ricchezza degli azionisti, cioè del valore dell'azienda corretto per l'inflazione, comporti in media un aumento di 1,35 *centesimi* nella paga del manager. Quindi, per esempio, un aumento di 100 milioni di dollari nella capitalizzazione di mercato di una società comporterebbe un aumento nel compenso del CEO di 1350 dollari, cui si sommerebbe il valore dell'intercetta pari a 31700 dollari. Il risultato è comparabile a quelli ottenuti da studi precedenti (per esempio Coughlan e Schmidt, 1985), nei quali si stima una *elasticità* tra pay e performance pari a 0,1: salario e bonus incrementano di circa 1% ogni 10% di aumento nella capitalizzazione della società. Nella seconda colonna il valore sale a 2,2 centesimi poiché nel modello si è aggiunta la performance dell'anno precedente per tenere conto delle evoluzioni nel tempo delle azioni perseguite dal CEO ed eliminare problemi di timing legati al conferimento di bonus differiti (variabile *lagged*). L'aggiunta di un terzo anno non era statisticamente significativa. Nella colonna successiva il valore di b aumenta ulteriormente a 3,3 centesimi perché si considerano nella remunerazione contributi, piani pensione e altri benefit. Nella quarta colonna invece, il valore aumenta di un ordine di grandezza, a 30 centesimi ogni 1000 dollari di incremento nella capitalizzazione dell'azienda, perché si sono scontati i flussi futuri legati agli aumenti nella paga. Infatti, un aumento salariale è permanente e si riflette sulla ricchezza del manager anche negli anni a seguire, perciò si è aggiunto il *Present Value* dell'aumento della parte monetaria, calcolato fino all'età di 70 anni e scontato con un tasso di interesse del 3% annuale.

In aggiunta alla componente monetaria, Jensen e Murphy considerano gli incentivi generati dalle stock option e dalla proprietà azionaria. Per fare questo i due studiosi analizzano un campione di 73 aziende manifatturiere presenti nel *Fortune 500* durante il periodo 1969-83, utilizzato in un precedente lavoro di Murphy (1985). Il valore delle stock option detenute dai CEO è calcolato utilizzando la formula di Black-Scholes.

| Independent Variable | Dependent Variable (Thousands of 1986 Constant Dollar) | | | | |
|---|--|--|----------------------|---|--------------------|
| | $\Delta(\text{Value of Stock Options})$ | Total Pay + PV[$\Delta(\text{Salary} + \text{Bonus})$] + | | $\Delta(\text{Value of Inside Stock})^\dagger$ + Total Pay + PV[$\Delta(\text{Salary} + \text{Bonus})$] + | |
| | | $\Delta(\text{Value of Stock Options})$ | | $\Delta(\text{Value of Stock Options})$ | |
| | | (1) | (2) | (3) | (4) |
| Intercept | 79.4 | 815.9 | 816.1 | 818.4 | 892.9 |
| Change in shareholder wealth (\$ thousands) | .000105 (8.6) | .000176 (5.2) | .000174 (5.0) | .00118 (4.4) | .000198 (3.7) |
| Change in shareholder wealth in year $t-1$ | .000040 (3.3) | .000131 (3.8) | .000130 (3.8) | .00031 (1.2) | .000168 (3.1) |
| CEO's fractional ownership x change in shareholder wealth | ... | ... | .00294 (.7) | ... | 1.020 (145.0) |
| R^2 | .0807 | .0376 | .0381 | .0216 | .9610 |
| Estimated pay-performance sensitivity, b | .000145 | .000307 | .000309 [‡] | .00149 | .0020 [‡] |
| F-statistic for b | 58.3* | 33.0* | 33.2* | 12.5* | 565.2* |

Figura 11 Stime di sensibilità, includendo stock option e azioni. Fonte Jensen e Murphy 1990

Dai risultati emerge che un aumento di 1000 dollari della capitalizzazione di Borsa produce in media un incremento nel valore delle stock option di 14,5 centesimi. Gli incentivi offerti dalle stock option sono relativamente superiori ai soli legati alla remunerazione monetaria osservati in precedenza (3,3 cent), anche se esse rappresentano una modesta frazione del compenso totale del CEO, l'8,1% per i manager del campione. Sommando invece l'effetto delle opzioni a quello della paga monetaria totale si raggiungono i 30 centesimi (seconda colonna figura 11).

Il ruolo incentivante più importante è però giocato dalla proprietà di azioni, diretta o attraverso i propri famigliari. In colonna 4 di figura 11 si stima un incremento di 1,5\$ nella ricchezza del manager a ogni aumento di 1000 dollari nella ricchezza degli azionisti. Tuttavia, come descritto nell'articolo pubblicato su HBR, il possesso di azioni

è piccolo e in declino. Inoltre, i due autori evidenziano come la distribuzione delle azioni detenute dai CEO nel campione iniziale sia alquanto asimmetrica, siccome la media della frazione azionaria posseduta dai CEO risulta pari al 2,4%, mentre la mediana vale 0,25%. Anche in termini monetari la distribuzione è distorta: in media i CEO detengono 40 milioni di dollari del valore delle aziende, mentre il valore mediano è solo 3,5 milioni. Il motivo è essenzialmente che i manager delle grandi aziende possiedono una frazione più piccola di azioni rispetto al totale essendo società più capitalizzate, ma a questa frazione corrisponde un investimento monetario maggiore.

Un ultimo incentivo che studiano Jensen e Murphy è il rischio di licenziamento, come già descritto in un paragrafo in precedenza. Mediante una regressione logistica, nella quale la variabile dipendente è una variabile binaria, i due autori valutano la probabilità di turnover dei CEO a seguito del rendimento aziendale di due anni consecutivi (lagged) e al netto del mercato. In seguito, si lega alle probabilità ottenute la relativa perdita di ricchezza scaturita. Ovviamente un licenziamento ha impatti diversi sulla vita di un manager a seconda della sua età e infatti si valutano delle età di riferimento come esempio. In media si ottiene un valore di circa 30 centesimi ogni 1000 dollari.

Sommando tutti i contributi Jensen e Murphy stimano che la sensibilità totale tra la remunerazione e la performance aziendale è pari in media a 3,25\$ ogni 1000 dollari di incremento di valore di mercato della società. Sebbene i risultati siano significativi dal punto di vista statistico, l'impatto reale sembra essere piccolo sulle remunerazioni ricevute. Se i manager volessero perseguire dei progetti inconcludenti che comporterebbero una riduzione di valore per l'impresa di alcuni milioni di dollari, loro perderebbero l'equivalente di una settimana di stipendio, quindi gli incentivi forniti non sembrano adatti a bloccare certe iniziative. Dallo studio condotto emerge che la diminuzione delle frazioni azionarie detenute, la riduzione di variabilità nelle remunerazioni e la bassa sensibilità dei bonus con le misure di performance (discutibili) utilizzate hanno avuto la conseguenza di limitare gli incentivi suggeriti invece dalla teoria dell'agenzia.

3.4 La rapida impennata delle remunerazioni

Carola Frydman e Dirk Jenter nello studio "*CEO Compensation*" (2010) studiano la rapida crescita dei compensi dei CEO americani negli ultimi trent'anni. Dalla metà degli anni '70 i livelli di remunerazione totale dei manager crescono in maniera marcata e in

modo quasi esponenziale dagli anni '90, anni in cui la crescita annua risulta maggiore del 10%. In particolare, come illustrato in figura 12, si amplifica notevolmente la differenza di paga tra la figura del CEO e gli altri top executives. La crescita dei compensi raggiunge il suo apice con la bolla di Internet, con un valore medio massimo per i CEO di 7,2 milioni di dollari nel 2001 e un valore medio massimo di 14,6 milioni nel 2000, ciò a dimostrare l'asimmetria della distribuzione stessa. La rapida salita inoltre non riguarda solo la paga dei manager delle società più grandi, ma anche quelle inserite negli indici *MidCap 400* e *SmallCap 600*.

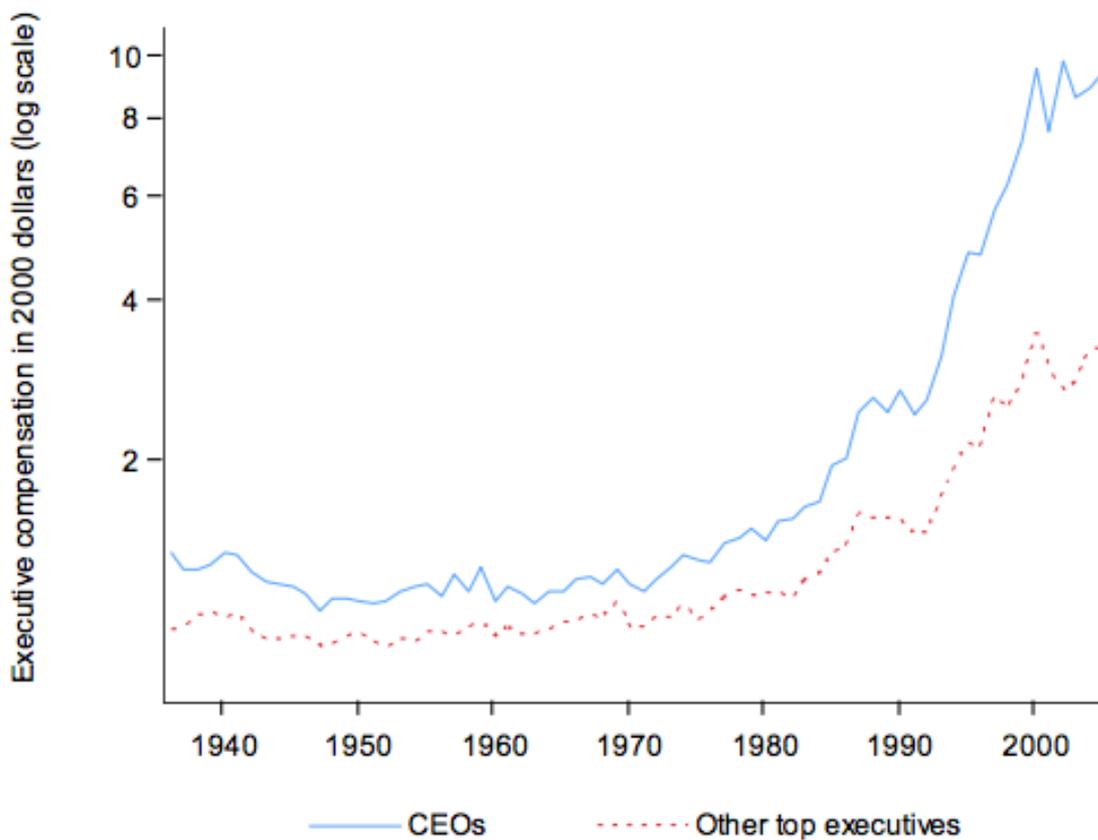


Figura 12 Andamento nel tempo del compenso totale mediano. Fonte Frydman e Jenter, 2010

Come descritto nel paragrafo riguardante la composizione della retribuzione tipica, essa è formata da varie voci, quali salario, bonus annuali, stock option e premi azionari. Nella figura seguente si può notare l'andamento nel tempo della struttura dei compensi dei CEO americani.

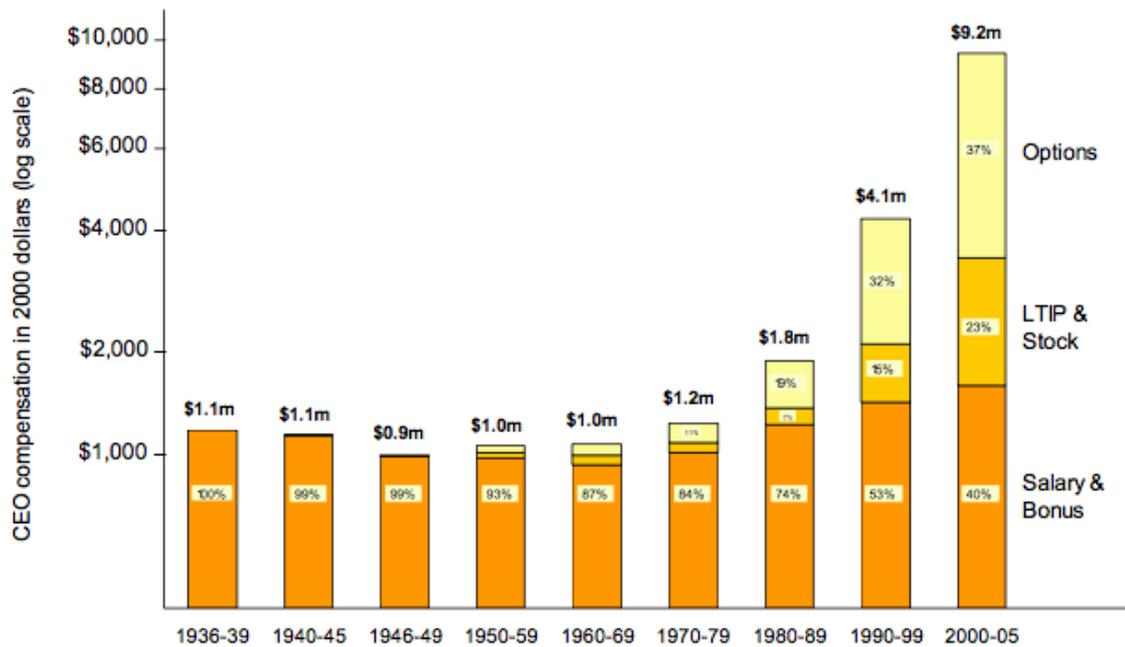


Figura 13 Struttura dei compensi dei CEO nel tempo. Fonte Frydman e Jenter, 2010

L'elemento che più colpisce è la ripida crescita, a partire dagli anni '80, della parte relativa alle stock option, le quali hanno contribuito enormemente all'aumento della remunerazione dei top manager. La componente di stock option arriva a rappresentare il 49% della paga totale dei CEO nel 2000. In seguito alla crisi del 2001, le opzioni perdono però consenso, in favore delle *restricted stock*. Sebbene in teoria le stock option rappresentino uno strumento incentivante per legare la paga alla performance, si nota che esse non vanno a sostituire le parti fisse (salario) o semi variabili (bonus) dei compensi, bensì si sommano a quest'ultime, le quali a loro volta aumentano nel tempo, contribuendo alla crescita delle remunerazioni. Nella figura 14 si descrive con maggior dettaglio la variazione nella struttura dei compensi nel periodo 1992-2008.

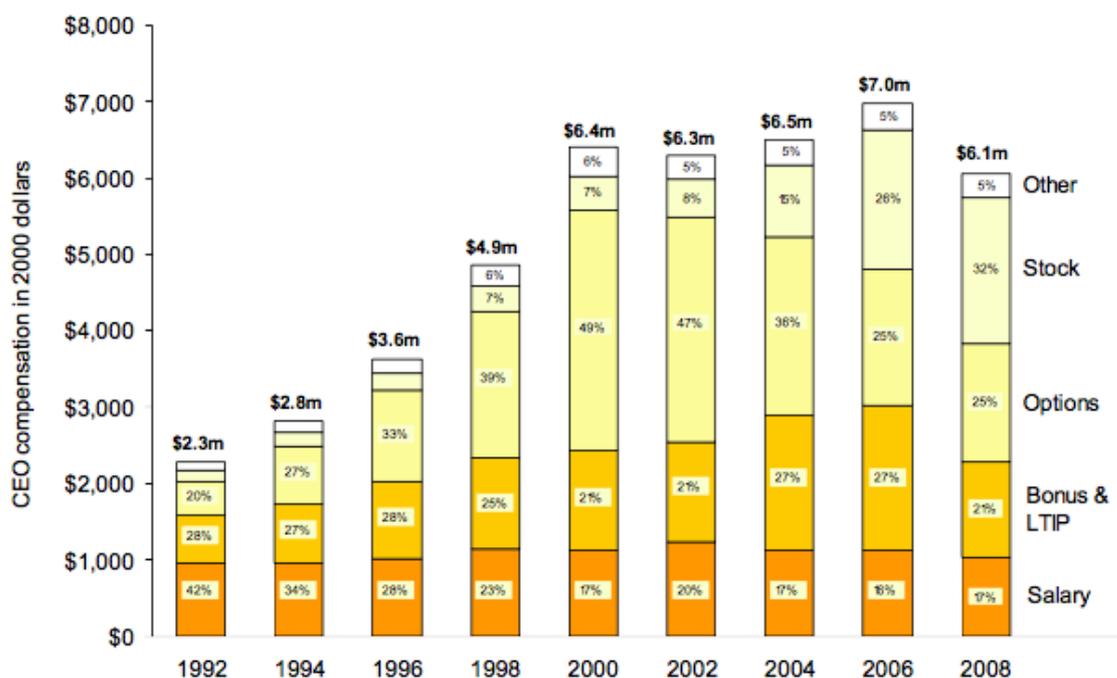


Figura 14 Struttura dei compensi dei CEO, periodo 1992-2008. Fonte Frydman e Jenter, 2010

I due autori rilevano come anche i piani pensione contribuiscano alla crescita della paga dei CEO. Sebbene considerati *stealth compensation* per via della poca disclosure che li accompagna, in uno studio di Bebchuk e Jackson (2005) si è calcolato che la mediana del valore attuale alla data di pensionamento è pari a 15 milioni di dollari, misura che corrisponde a circa il 35% del totale dei compensi di un CEO lungo la propria carriera, dunque ignorare i piani pensioni porta a una significativa sottostima della paga totale di un manager.

In aggiunta, facendo un focus sul settore finanziario statunitense, Marco Onado, docente di Finanza dell'università Bocconi, nel suo volume *“Alla ricerca della banca perduta”* (2017) ricorda come la remunerazione dei dirigenti bancari sia cresciuta in media molto di più degli altri settori e i compensi per i massimi dirigenti abbiano avuto una crescita imponente, andando a inasprire ulteriormente il concetto di equità sociale e ad allargare le disparità economiche. Se nel 1989 la remunerazione media dei CEO delle banche era di 2,8 milioni di dollari, ossia 97 volte la mediana del reddito familiare statunitense, nel 2007 il rapporto era salito a 516 volte, con una remunerazione media di 26 milioni di dollari.

3.4.1 Un secondo metodo per la sensitività pay-performance

Frydman e Jenter mostrano che la sensitività tra paga e performance aziendale aumenta nel tempo e accelera dagli anni '90, grazie alla crescita delle stock option. Il risultato, discordante da quello ottenuto da Jensen e Murphy, segue il modello impiegato nello studio di Hall e Liebman (1998), nel quale si introduce una variabile differente rispetto all'articolo del 1990. Jensen e Murphy misurano l'incentivo come "la variazione in dollari della ricchezza del manager per ogni 1000 dollari di variazione nel valore di mercato dell'azienda", mentre Hall e Liebman propongono come misura "la variazione in dollari della ricchezza del manager per ogni variazione di percentuale nel valore di mercato dell'impresa" (*equity at stake*). Come mostrato nella figura 15 i due indicatori negli anni recenti sono entrambi cresciuti ma divergendo tra loro a causa dell'aumento di capitalizzazione delle imprese nel corso del tempo: i top manager tendono ad avere una percentuale di azioni sempre più piccola nelle grandi imprese.

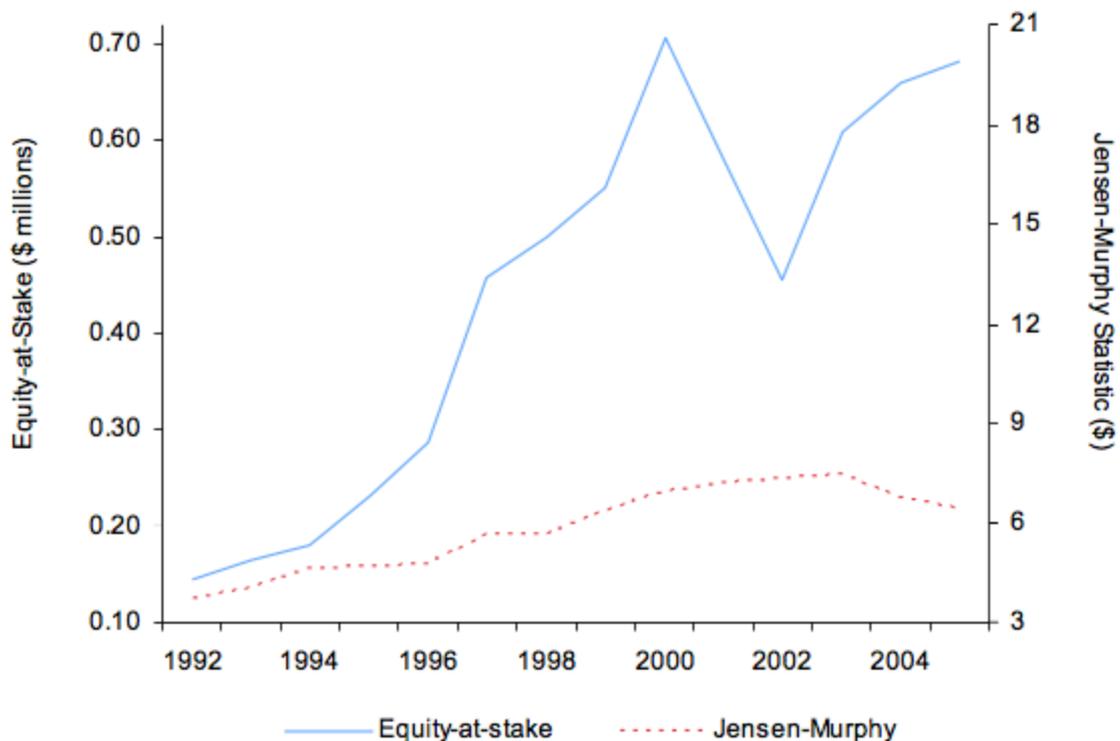


Figura 15 Confronto tra misure di sensibilità nel periodo 1992-2005. Fonte Frydman e Jenter, 2010

Tra le due misure non ne esiste una migliore per misurare l'incentivo creato, ma secondo Baker e Hall (2004) dipende da come il comportamento del CEO influenza il valore di mercato dell'impresa. L'indicatore di Jensen e Murphy è la misura corretta per quelle attività il cui impatto è indipendente dalla dimensione dell'azienda, come

acquistare un jet aziendale o portare a termine un'acquisizione sovrapprezzo. Dall'altro lato, l'indicatore *equity at stake* è una migliore misura degli incentivi per quelle azioni il cui effetto è funzione della scala dell'azienda, come una riorganizzazione interna. Il maggior valore di quest'ultimo indicatore nella figura precedente suggerisce che oggi i CEO sono più motivati a riorganizzare in modo efficiente la loro impresa.

3.4.2 Possibili spiegazioni della crescita dei compensi

La crescita delle remunerazioni dei CEO descritta nei paragrafi precedenti ha aperto un dibattito tra gli studiosi del settore riguardo alle possibili cause del fenomeno. Da un lato la prospettiva della **rent extraction** ipotizza che una debole governance e board accondiscendenti permettano ai CEO di determinare almeno in parte la propria paga, grazie a quegli strumenti meno osservabili o quantificabili, come stock option, benefici non monetari o bonus *una tantum*. La presenza di paracadute d'oro rendono costosi e difficili i licenziamenti, poiché anche in questi casi i CEO estrarrebbero rendite.

In contrasto con la *managerial power hypothesis*, appena descritta, vi è l'ipotesi secondo cui la crescita dei compensi sia solamente il risultato efficiente e ottimale di un mercato del lavoro con una maggiore domanda di talento manageriale. In questa corrente rientrano due sotto teorie: la prima suggerisce che gli aumenti nella remunerazione dovrebbero essere proporzionali all'aumento di capitalizzazione delle aziende e in effetti, tra il 1980 e il 2003, il compenso medio dei CEO si è moltiplicato di un fattore 6 e ciò può essere spiegato dall'incremento di 6 volte della capitalizzazione di mercato media. La seconda teoria propone invece che gli sviluppi tecnologici, informatici e produttivi hanno innalzato il livello di sforzo e di talento richiesto ai manager e perciò l'aumento della paga è il conseguente risultato logico legato alla richiesta di maggiori risorse manageriali.

Un'altra possibile spiegazione della crescita del livello dei compensi è il cambiamento nelle *skill* richieste ai manager. La necessità di skill più generali e meno *firm-specific* troverebbe riscontro nell'evidenza empirica di una maggiore frazione di CEO assunti dall'esterno e livelli di paga maggiori per convincerli ad accettare l'incarico.

Infine, un'ultima causa plausibile, contrapposta alla prima descritta e comunque meno accreditata delle altre, suggerisce che la crescita delle paghe è legata a una governance attiva e un miglior monitoraggio da parte del CdA e dei large shareholders. Hermalin (2005) dimostra che se la stabilità del lavoro del CEO è negativamente correlata con un

incremento nel monitoring, le aziende risponderanno in modo ottimale innalzando il livello di remunerazione.

Le evidenze empiriche suggeriscono che entrambe le teorie principali, la managerial power hypothesis e il risultato sul mercato dei manager, sono importanti nella determinazione del compenso dei CEO e che nessuna delle due da sola può spiegare in modo esauriente la crescita della paga avvenuta negli ultimi 30-40 anni. Tuttavia, entrambi gli approcci falliscono nel spiegare l'esplosione esponenziale delle stock option negli anni '90 e la loro successiva sostituzione in favore delle restricted stock.

3.4.3 La componente fortuna

Lo studio di Marianne Bertrand e Sendhil Mullainathan "*Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are*", datato 2001, rientra nel filone della managerial power hypothesis e si sofferma sui principi della **contracting view**, del modello principale agente, riguardanti la definizione del compenso dei CEO. Si prevede che tale remunerazione non debba essere legata alla **sorte**, definita come shock osservabile della performance al di là del controllo del singolo CEO. Lo studio utilizza come misure della fortuna fluttuazioni nel prezzo del petrolio grezzo per le aziende del settore *oil*, variazioni nel tasso di cambio specifico del settore per imprese del settore dei *traded goods* e la differenza anno su anno nella media delle performance di settore come approssimazione per la generale "fortuna economica" del settore stesso.

Dai risultati dello studio emerge invece una relazione stretta tra compenso e sorte, non solo nella componente più volatile della stessa, le stock option assegnate, ma anche in quella discrezionale costituita da salario e bonus. I risultati trovati non sono quindi coerenti con la contracting view sopra citata.

Skimming view

I risultati sono invece in linea con la **skimming view**, secondo cui il CEO è in grado di catturare il pay-setting process anche grazie alla sua abilità di circondarsi di sostenitori nel consiglio di amministrazione. Questo, però, non significa che il "semplice" modello di agenzia non sia più valido: infatti, alcune complicazioni della contracting view fanno emergere l'ottimalità del sistema di *paying for luck*. Inoltre, i risultati sono anche coerenti con l'idea che non sia possibile filtrare l'elemento di sorte. Poiché la skimming view enfatizza la capacità del CEO di prendere il controllo del pay process e ritiene che

la corporate governance possa giocare un ruolo importante in questo senso, è stata testata, usando un'equazione formulata empiricamente, una previsione di tale modello.

Si prevede che in imprese con una debole governance la capacità del CEO di prendere il controllo del pay process sia elevata, quindi ci si aspetta che in queste imprese l'ammontare di pay for luck sia più elevato. Per compiere questo test sono state considerate diverse misure di governance: la presenza di grandi azionisti (in assoluto e in particolare nel CdA), la durata del mandato del CEO, la dimensione del consiglio di amministrazione e la quota di insiders presenti nello stesso. Si è dimostrato che nelle imprese con una governance forte, dove vi è la presenza di grandi azionisti nel CdA che garantiscono un grande monitoring delle azioni del CEO e della possibilità di fare *entrenchment* (trincerarsi) nel corso del suo incarico, la quota di pay for luck si riduce notevolmente.

Si deduce quindi, che le imprese mal amministrare sono in linea con le previsioni del modello di *skimming*, mentre quelle ben condotte sono in accordo con i principi della *contracting view*. In altre parole, il modello principale-agente funziona meglio quando vi è la presenza di individui che effettivamente agiscono da controllori (principali).

3.5 Gli incentivi equity-based in Europa

Nell'articolo del 2011 "*The executive compensation controversy: a transatlantic analysis*", Conyon, Fernandes, Ferreira, Matos e Murphy (d'ora in poi Conyon et al.) conducono un confronto trasversale sulle remunerazioni dei top executives e sugli incentivi **equity-based** negli Stati Uniti e nel vecchio continente. La domanda che si pongono è quale sia il motivo per cui i manager americani ricevono un compenso maggiormente incentivante, in particolar modo con una componente equity-based superiore, rispetto ai loro pari europei.

Uno dei motivi è che il fenomeno di remunerare i dirigenti mediante equity è relativamente più recente in Europa. A parte nel Regno Unito, paese fortemente market-based, le remunerazioni basate su azioni e opzioni sono state introdotte a partire dalla metà degli anni '80, mentre in USA esse si diffondevano a partire dagli anni '50, grazie anche a un favorevole regime fiscale. La figura seguente mostra l'andamento tra il 1984 e il 2003 della frazione di componente equity sul totale della paga dei CEO in nove nazioni europee e negli USA.

| | 1984 | 1988 | 1992 | 1996 | 1999 | 2001 | 2003 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Belgium | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 3.2% | 11.6% | 11.2% |
| France | 12.3% | 13.3% | 15.6% | 14.6% | 14.3% | 15.1% | 16.0% |
| Germany | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 9.7% | 13.5% | 18.0% |
| Italy | 0.0% | 0.0% | 0.5% | 4.0% | 9.1% | 17.2% | 15.1% |
| Netherlands | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 14.6% | 16.7% | 15.8% |
| Spain | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 16.0% | 17.9% | 19.2% |
| Sweden | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 6.8% | 11.0% | 10.7% |
| Switzerland | 1.9% | 1.9% | 3.4% | 3.6% | 1.8% | 0.0% | 19.2% |
| United Kingdom | 14.5% | 14.6% | 15.7% | 15.0% | 16.6% | 19.1% | 20.8% |
| United States | 16.9% | 28.3% | 32.3% | 28.7% | 25.5% | 44.8% | 48.3% |

Figura 16 Percentuale di paga stock-based 1984-2003. Fonte Conyon et al., 2010

Le percentuali aumentano nel corso degli anni '90 in tutti i paesi europei, raggiungendo valori tra l'11 e il 20% nel 2003, mentre negli USA il peso della parte equity sul totale della paga arriva addirittura a valere più del 48%. Tuttavia, dal 2003 al 2008 la frazione diminuisce in generale in tutti i paesi, tranne che in UK e USA, dove è avvenuto un incremento della percentuale.

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Belgium | na | 16.7% | 8.6% | 9.5% | 7.7% | 11.5% |
| France | 17.6% | 15.9% | 16.0% | 17.2% | 17.8% | 13.9% |
| Germany | 12.5% | 8.7% | 9.4% | 9.3% | 9.4% | 9.0% |
| Italy | 11.5% | 10.6% | 15.7% | 13.1% | 5.7% | 8.6% |
| Netherlands | 19.3% | 16.3% | 20.1% | 21.7% | 18.2% | 15.8% |
| Spain | 0.0% | 1.2% | 0.0% | 0.8% | 5.3% | 2.9% |
| Sweden | 3.7% | 1.3% | 1.5% | 1.8% | 1.5% | 1.3% |
| Switzerland | 30.2% | 21.5% | 20.1% | 26.6% | 17.1% | 12.0% |
| United Kingdom | 27.7% | 27.7% | 29.7% | 31.0% | 34.1% | 30.6% |
| United States | 40.7% | 42.0% | 41.4% | 39.5% | 43.0% | 47.1% |

Figura 17 Percentuale di paga stock-based 2003-2008. Fonte Conyon et al., 2010

Altre possibili spiegazioni della presenza di maggiori incentivi nella remunerazione degli executives americani rispetto a quelli europei può essere la loro minore avversione al rischio oppure il fatto che le società europee soffrano di maggior rumore e variabilità da non poter valutare con efficienza la sensibilità tra pay e performance, ma entrambe le teorie non trovano riscontro in nessun lavoro empirico pubblicato.

3.5.1 Regno Unito

Nel Regno Unito le società cominciano ad adottare i piani di stock option a partire dalla fine degli anni '70, come si evince dalla figura 18. Il *Finance Act* del 1980 crea un nuovo schema di opzioni con cui i dipendenti possono investire nelle azioni delle società in cui lavorano, senza pagare tasse fino all'esercizio delle stesse, a patto che siano tenute per un sufficiente periodo di tempo. Nel 1983, grazie a un nuovo piano chiamato *SAYE* (Save As You Earn), si aggiungono nuove agevolazioni e nel 1984 i benefici fiscali dei piani di stock option sono introdotti anche per i top executives, i quali così si vedono tassati come *capital gain* i guadagni ottenuti dall'esercizio delle opzioni, piuttosto che la tassazione ordinaria sui redditi. Il numero di società con piani di stock option attivi passa quindi da 200 a 700, superando anche la percentuale presente negli Stati Uniti.

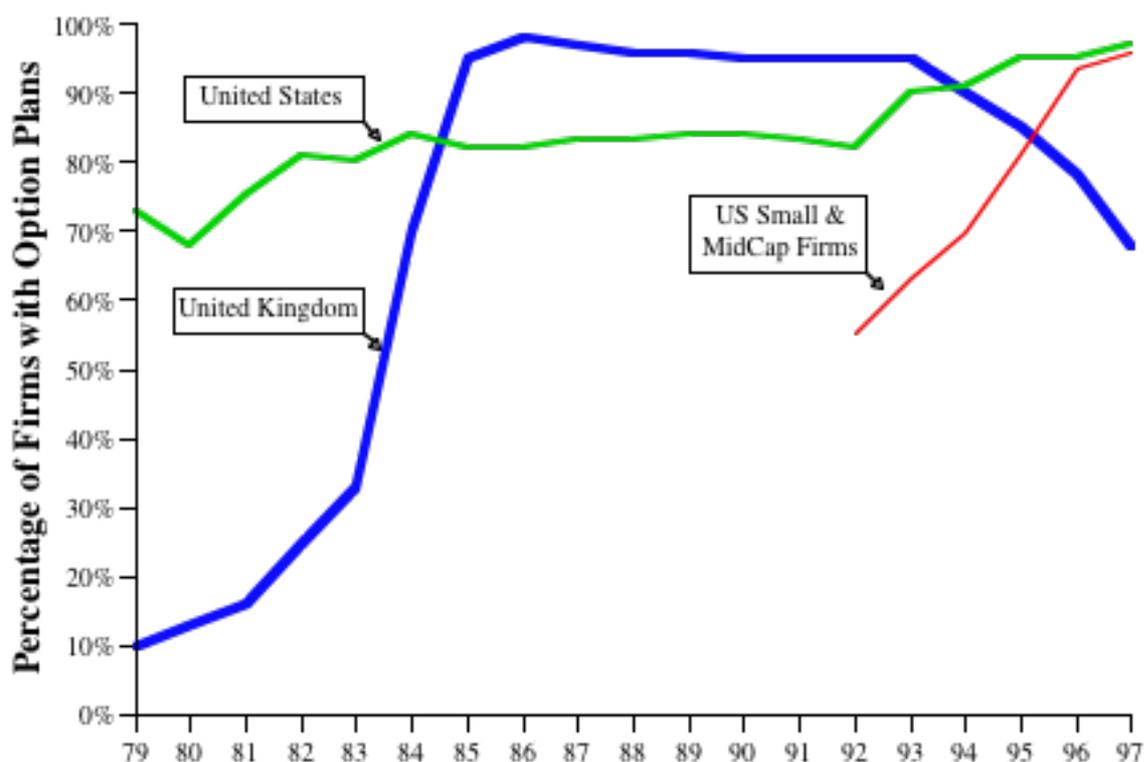


Figura 18 Percentuale di aziende con piani di stock option. Fonte Conyon et al., 2010

In seguito all'ondata di privatizzazioni avvenuta a inizio anni '90 nel settore delle utilities (acqua energia, gas), le stock option fecero discutere in UK poiché i manager di queste società riportarono enormi profitti, nonostante le compagnie non avessero ottenuto buoni risultati. Infatti, il prezzo di esercizio era stato fissato in un periodo in cui il controllo era ancora in mano dello Stato, mentre le opzioni furono esercitate dopo le privatizzazioni, quando i prezzi delle azioni sul mercato aperto erano cresciuti

sostanzialmente. Il risultato fu la promulgazione del *Greenbury Report* nel 1995, il quale introdusse una serie di obblighi e di raccomandazioni tra i quali si ricordano i seguenti:

- I proventi da opzioni detenute da executives avrebbero dovuto seguire la tassazione ordinaria e non più il regime di capital gain.
- Tutte le opzioni sarebbero dovute essere soggette a criteri di *challenging performance*, cosicché esse non sarebbero potute essere esercitate se i requisiti non fossero stati raggiunti. Il semplice aumento di prezzo delle azioni o altri indicatori che riflettono il livello generale di inflazione o il movimento complessivo del mercato o settore di riferimento non erano perciò consigliati.
- Come alternativa preferita alle stock option, le aziende avrebbero dovuto introdurre i cosiddetti *performance share plans*, nei quali i manager avrebbero ricevuto premi azionari se i criteri di performance fossero stati raggiunti, con il vincolo di detenere le azioni per un certo periodo di anni.

In aggiunta, il governo aumentò le restrizioni sulle opzioni trattate come capital gain riducendo l'ammontare che i CEO potevano ricevere annualmente da 100'000£ a solo 30'000£. Sebbene le raccomandazioni del Greenbury Report non fossero obbligatorie da seguire, la maggioranza delle società britanniche si adeguò in pochi anni e la figura successiva mostra come le stock option furono sostituite in parte dai piani di premi azionari o comunque si trasformarono in opzioni con criteri di performance competitiva.

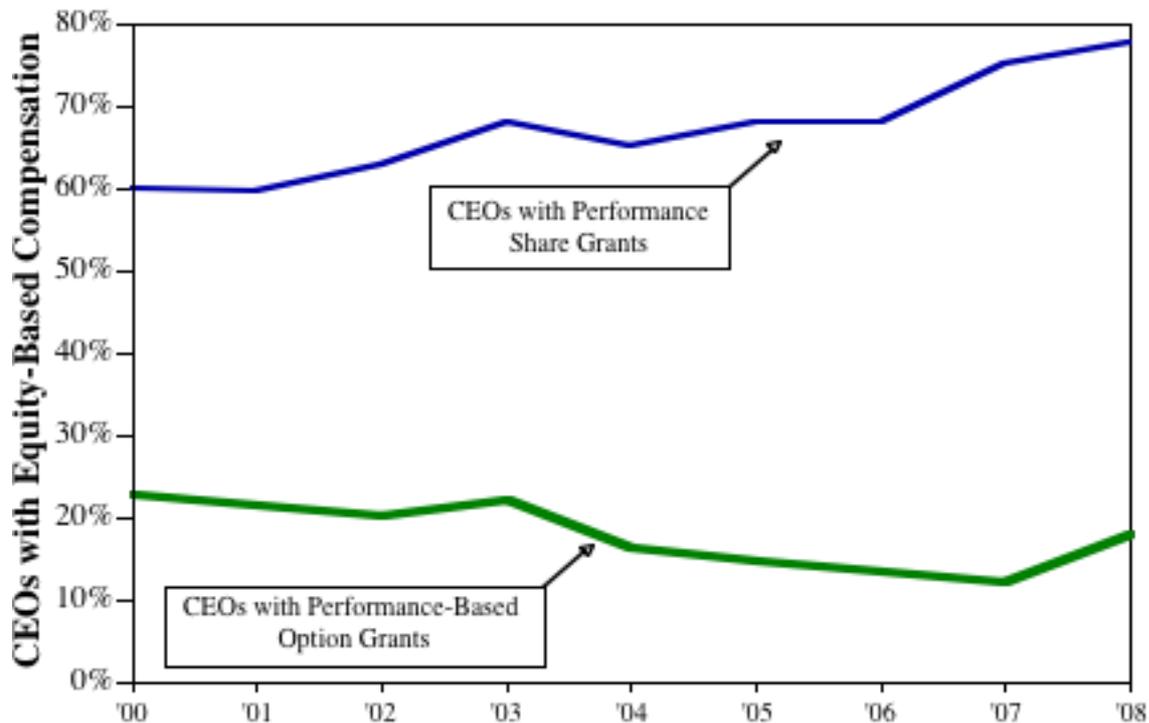


Figura 19 Tipologie di compensi equity-based a confronto. Fonte Conyon et al., 2010

3.5.2 Francia

Il concetto di stock option in Francia risale al 1967, sotto la presidenza *de Gaulle*, e diventano legali nel 1970. Tuttavia, per via della stagnazione del mercato azionario francese negli anni '70 e dell'elevata tassazione che colpiva l'esercizio di opzioni, i piani di stock option sono introdotti nelle società transalpine solo a partire dal 1984. In quell'anno il governo introduce la tassazione da capital gain (19%) sulle stock option invece che trattarle con la tassazione ordinaria (60%), creando subito un forte interesse in merito e in questo modo l'uso di stock option diventa paragonabile a quello nel Regno Unito (figura 16).

Negli anni '90, quando i top executives cominciano a esercitare le opzioni garantite dalla legge fiscale del 1984, nascono polemiche a riguardo e così nel 1995 la Commissione del Senato francese introduce per la prima volta regole di disclosure informativa per le stock option che richiedono alle aziende di pubblicare prospetti dettagliati sui piani adottati e sull'esercizio delle opzioni, anche per quelle offerte prima di tale data.

3.5.3 Germania

In Germania, fino al 1998, la legge vietava l'uso di stock option per remunerare i dirigenti, a meno che esse fossero basate su obbligazioni convertibili. Quando, a metà

anni '90, due società come Daimler e Deutsche Bank annunciano di voler introdurre piani di stock option di questo tipo per i propri manager nascono polemiche e dibattiti da parte dei rappresentanti dei lavoratori, dei politici e dei media. Nel 1998 le opzioni “pure” diventano legali e, nonostante siano tassate come reddito ordinario a differenza di Francia e UK, diverse aziende iniziano a introdurle. Così nel 2000 circa il 50% delle società dell'indice DAX 100 proponeva piani di stock option per i propri dirigenti. Le controversie comunque continuano.

Il più acceso oppositore è Ekkehard Wenger, un professore e avvocato che sostiene che gli schemi di stock option sul modello americano siano “ridicoli” perché slegati dalle performance effettive delle imprese e che non siano coerenti con una economia ancora povera come quella della Germania negli anni dopo la caduta del muro di Berlino. I suoi sforzi trovano successo nel ritardare l'introduzione dei piani in diverse società e nel forzare le stesse a fissare dei vincoli di performance per l'esercizio delle opzioni. Uno dei suoi obiettivi principali è la questione delle remunerazioni in Daimler-Benz dopo l'acquisizione di Chrysler, in quanto preoccupato, come altri azionisti, che il livello delle paghe avrebbe raggiunto gli standard americani. In prima battuta, nel 2001, sono approvati piani di stock option senza requisiti di performance, ma dopo due anni le pressioni di Wenger e di altri azionisti forzano Daimler-Chrysler a rinunciare ai propri schemi di incentivo di opzioni.

In generale comunque, l'adozione di piani di stock option raggiunge il suo apice nel 2003, per poi diminuire sensibilmente e mantenersi abbastanza costante fino al 2008 (figura 17).

3.5.4 Italia

In Italia le stock option esistevano da prima degli anni '90, ma erano usate solo dalle sussidiarie di società multinazionali estere (Marchettini, 2001). Fino al 1998 l'esercizio di opzioni da parte dei manager era soggetto alla tassazione ordinaria sui redditi e anche alle imposte relative alla previdenza sociale, ma da quell'anno la nuova riforma fiscale permette di tassare come capital gain (12,5%) i piani di stock option che prevedono l'emissione di nuove azioni e al tempo stesso si rende più agevole per le imprese la procedura per lanciare aumenti di capitale. Le nuove misure danno impulso all'uso delle stock option e così alla fine del medesimo anno circa metà delle società quotate sulla

Borsa di Milano utilizza o ha in programma di introdurre piani di stock option (Brunello, Graziano e Parigi, 2001).

Nel 2000 il governo italiano cerca di agevolare l'uso di stock option anche per i livelli inferiori dei dipendenti introducendo degli sgravi fiscali e inoltre estende il regime di capital gain a tutte le stock option e non più solo a quelle contenenti azioni di nuova emissione, a patto che il beneficiario posseda meno del 10% del capitale azionario e che il prezzo d'esercizio sia almeno pari al valore di mercato delle azioni alla granting date.

Nel 2006 si introducono restrizioni nel godimento delle stock option, introducendo un periodo di maturazione di almeno tre anni dalla data di assegnazione e un limite sulla vendita di azioni dopo l'esercizio per un periodo minimo di cinque anni. Come si evince dalla figura 17 le nuove restrizioni provocano un brusco calo nell'adozione di piani di remunerazione equity-based. Inoltre, nel 2008 il governo italiano elimina il vantaggio fiscale, reintroducendo il regime di tassazione ordinaria da reddito.

Uno studio di Brunello, Graziano e Parigi (1999) rileva comunque come il tipico CEO italiano abbia meno incentivi equity e abbia una componente fissa di salario maggiore rispetto a quelli americani o britannici, per una possibile serie di ragioni:

- La presenza di gruppi piramidali con una famiglia di controllo: la proprietà piramidale riduce il problema di agenzia tra il manager e gli azionisti e questo implica una più piccola frazione di paga variabile.
- La modesta affidabilità dei rendimenti azionari come indicatore delle performance del manager limita il ruolo delle stock option nei contratti di remunerazione.
- La bassa affidabilità delle misure di performance contabili su cui si basa la remunerazione. Queste, infatti, possono essere manipolate.
- La presenza delle banche: producono minori incentivi manageriali per la massimizzazione del benessere degli azionisti.
- La presenza dello Stato come azionista di rilevanza.

3.6 L'impatto della Regolazione sui CEO nel settore Energy

Aziende attive in determinati settori, come per esempio quello delle utilities energetiche o quello delle infrastrutture, operano in ambienti economici di *monopolio naturale* e

gestiscono *essential facilities*. I governi sono costretti a introdurre dei meccanismi di **regolazione** del settore o mercato giacché l'elasticità di suddetti beni e servizi risulta essere rigida e il *surplus* dei consumatori verrebbe di conseguenza eroso.

La regolazione di un mercato, da parte di un'autorità indipendente predisposta, ha il compito di preservare **ex-ante** le condizioni di concorrenza, cercando al contempo di perseguire il benessere sociale massimo. Il ruolo del Regolatore è di eliminare, o quantomeno ridurre, gli effetti di fallimenti di mercato come eventuali monopoli, oligopoli e asimmetrie informative. Infatti, le funzioni della regolazione pubblica sono essenzialmente due: evitare che siano fissati prezzi eccessivamente elevati per i consumatori e far sì comunque che il progresso tecnologico e gli investimenti non siano ritardati.

Appare perciò evidente che anche la regolazione ha un impatto sul livello e sulla struttura della paga dei manager delle società appartenenti alle categorie descritte. In questo paragrafo sono analizzati due articoli accademici relativi allo studio dei compensi dei CEO in utilities energetiche in Usa e in Europa.

3.6.1 Evidenze nelle utilities in USA

Studi precedenti (ad esempio Joskow et al., 1993 e 1996) evidenziano che in media i CEO di aziende regolamentate sono pagati meno rispetto ai loro rispettivi in aziende non regolamentate e che le loro remunerazioni abbiano una sensibilità alla performance minore. Una possibile interpretazione è che la natura politica che fa da sfondo ai processi regolatori non consenta di eccedere con bonus e incentivi e limiti perciò la paga offerta agli executives. Un'altra spiegazione plausibile è che nei contesti regolamentati non sia richiesto un elevato livello di talento manageriale e di sforzo da parte dei manager per conseguire profitti, con il conseguente risultato di compensi più modesti.

Hadlock, Scott lee e Parrino (2002) comparano invece caratteristiche *non salariali* degli chief executive officers delle utilities energetiche (elettricità e gas) con quelle di CEO di imprese non regolamentate. Essi utilizzano dati raccolti dalle indagini sui compensi di Forbes, dall'anno 1971 al 1995, ed elaborano i loro risultati su un totale di più di 1200 osservazioni.

Dallo studio emergono varie considerazioni. I CEO delle utilities tendono a conseguire lauree e titoli di studio in istituzioni meno prestigiose rispetto ai CEO non

regolamentati. Se il prestigio universitario è una stima del talento manageriale, l'evidenza è consistente con l'ipotesi che negli ambienti regolati siano richieste meno abilità manageriali. Inoltre, emerge che i direttori delle imprese regolamentate hanno più spesso un *background legale* piuttosto che finanziario, produttivo o imprenditoriale, elemento che suggerisce come l'esperienza legale sia molto valutata in un ambiente burocratico e politico come quello regolamentato.

In secondo luogo, i CEO delle utilities in media sono più anziani di tre anni quando raggiungono questa carica rispetto ai CEO di aziende non regolate (52,7 contro 49,7). Ciononostante, se si considerano gli anni di *tenure* prima di divenire CEO, cioè gli anni di lavoro presso l'azienda, non appaiono differenze significative tra i due campioni. Difatti, la *tenure* media per i CEO energy è di 22,9 anni, mentre quella dei CEO del campione benchmark è pari a 20,5 anni, con una *statistica t* per la differenza di 1,29.

Come terzo punto, dallo studio emerge che raramente le utilities assumono un manager esterno per la posizione di CEO. Tuttavia, quando succede, i CEO sono assunti per via della loro *esperienza regolatoria* riguardante gli aspetti locali e geografici e la tipologia di utility in questione. Inoltre, gli autori evidenziano che nelle utilities è meno probabile assistere a licenziamenti "aperti", mentre sono più comuni dimissioni "forzate" o risoluzioni contrattuali pattuite tra le parti.

In ultima analisi, lo studio valuta mediante un *modello Logit* (regressione logistica) la probabilità di licenziamento dei CEO nei due campioni. La *sensibilità* tra turnover e performance aziendali dei CEO delle utilities è della stessa entità di quella delle società non regolate, ciò significa che risultati scadenti aumentano la probabilità di essere licenziati anche per i CEO regolamentati. Dunque, sebbene siano richieste meno abilità manageriali e in media siano pagati meno, i CEO delle utilities regolate sono soggetti alla medesima valutazione delle performance che avviene nelle società non regolamentate del campione benchmark.

3.6.2 Evidenze nelle utilities in Europa

Cambini, Rondi e De Masi (d'ora in poi Cambini et al.) invece pubblicano nel 2015 uno studio effettuato in Europa, relativo all'importanza della regolazione nei meccanismi di incentivo dei CEO. Essi raccolgono dati *panel* di 59 energy utilities provenienti da dodici paesi europei, lungo il periodo 2000-2011, e studiano il legame esistente tra i due tipi di regolazione, vale a dire *cost-based (ROR)* e *incentive (Price Cap)*, e le due

principali teorie riguardanti la remunerazione dei top manager, ovvero da un lato quella dell'*efficiency* e dall'altro quella dell'*entrenchment*.

Il settore delle energy utilities europeo appare molto interessante perché fino agli inizi degli anni '90 si mostra come un settore *verticalmente integrato*, in cui le imprese, molto sovente di **proprietà statale**, rappresentano un'ottima approssimazione del monopolio teorico. Con lo scopo di sviluppare mercati più concorrenziali e favorire gli investimenti negli anni '90, in particolar modo nell'Unione Europea, si decide di liberalizzare il settore dell'energia elettrica e del gas naturale con una serie di riforme, partendo dall'**unbundling** delle operations principali di *generazione, trasmissione, distribuzione e vendita*. Da un lato, la generazione e la vendita sono deregolate e le aziende divengono privatizzate e quotate, mentre dall'altro le imprese operanti nelle attività di trasmissione e distribuzione sono sì parzialmente privatizzate, ma diventano regolate da nuove autorità indipendenti che nascono nei vari paesi, poiché gestiscono infrastrutture di rete essenziali.

ROR Vs Price Cap

Nel corso degli anni si sono applicati essenzialmente due regimi di regolazione in Europa e negli Stati Uniti per preservare il benessere dei consumatori e limitare le condizioni di monopolio naturale.

Il primo regime di regolazione introdotto è il **Rate of Return**, applicato tipicamente alle aziende statali monopolistiche ed è un contratto di tipo cost-based. Il ROR prevede che il regolatore fissi il massimo tasso di ritorno che l'azienda può ricavare dai propri assets, decidendo il prezzo massimo applicabile considerati tutti i costi operativi da coprire. In formule si può scrivere:

$$ROR = \frac{Ricavi (R) - Costi Operativi(CV)}{Capitale investito (k)} \leq \rho \rightarrow R \leq \rho * k + CV$$

I ricavi equivalgono al prezzo moltiplicato per la quantità venduta, quindi sostituendo:

$$p * q \leq \rho * k + CV \rightarrow p \leq \frac{\rho * k + CV}{q}$$

In questo modo si assicura un rendimento certo all'impresa, la quale è in grado di coprire sia i *Capex* ($\rho * k$) sia gli *Opex* (*CV*). Garantendo l'integrità finanziaria all'azienda, il ROR non fornisce incentivo nel ricercare efficienza e quindi si ipotizza che questo sistema di regolazione comporti un livello più elevato di *entrenchment* da

parte dei CEO e lo sviluppo di contratti di remunerazione in cui i compensi aumentano in modo indipendente dalle performance. Tuttavia, è da notare come il ROR crei l'incentivo ad avere efficienza nel costo del capitale, in quanto il recupero del capitale stesso è certo e l'onere ricade completamente a carico del consumatore, essendo la domanda rigida in questi settori. Di conseguenza, è tipico che aziende a cui è applicato suddetto regime effettuino investimenti in eccesso (*gold pitted*, placcati d'oro) e da un lato l'aspetto può risultare positivo poiché garantisce una qualità elevata ai consumatori, sebbene completamente a loro spese.

In seguito è introdotta una regolazione di tipo incentive, denominata **Price Cap**. In questo caso il regolatore applica un prezzo massimo per un periodo pluriennale e lascia libere le imprese di impostare il proprio prezzo, le quali sono oltretutto più vicine alla realtà operativa delle attività svolte rispetto all'autorità e conoscono i reali costi, ma comunque inferiore alla soglia determinata. La crescita del prezzo è vincolata nel tempo da una formula come la seguente:

$$P_t = (1 + RPI_t - X) * P_{t-1}$$

Il prezzo del periodo precedente è corretto per il tasso di inflazione (*RPI*) ed è diminuito di un coefficiente *X* che rappresenta l'aumento di produttività e di innovazione dell'impresa nel tempo. Con il parametro *X* il regolatore vuole così trasferire la riduzione dei costi ottenuta dall'azienda ai consumatori. Il metodo fornisce l'incentivo a perseguire efficienza operativa da parte dell'azienda, in modo da generare maggiori profitti a beneficio degli azionisti, dunque si ipotizza che il meccanismo di Price Cap riduca il cosiddetto *managerial slack*, aumenti lo sforzo e la discrezionalità operativa del CEO e renda meno probabile il trinceramento del top manager. Tuttavia, il Price Cap non favorisce investimenti e un miglioramento della qualità del servizio dato che sarebbero costi aggiuntivi per la società e non avrebbero comunque un forte impatto sulla domanda, tipicamente rigida. Un altro svantaggio del secondo meccanismo di regolazione rispetto al primo, è che nel ROR la revisione delle tariffe è più frequente (di solito una volta all'anno) e dal punto di vista degli azionisti il monitoring svolto dall'autorità di regolazione può tradursi in un valido sostituto del monitoring effettuato dal consiglio di amministrazione sul CEO.

I risultati dello studio

Lo studio, che risulta probabilmente essere il primo a investigare la sensibilità tra pay e performance valutando al contempo l'effetto dei differenti regimi di regolazione, testa innanzitutto l'esistenza di una relazione tra compenso e rendimento sull'intero campione di energy utilities e in seguito valuta le differenze di sensibilità a seconda del regime regolatorio adottato mediante la creazione di due sotto campioni.

Di seguito nella figura sono riportate le principali statistiche descrittive, divise per tipologia di regime regolatorio, e la relativa significatività della differenza. Si può notare come la remunerazione dei CEO sia sensibilmente più bassa nelle aziende in regime di Price Cap, le quali ottengono anche valori più elevati di ROA e di Market to book ratio. Le aziende regolate con il regime di tipo incentive sono in media più piccole e con una maggiore probabilità di essere private rispetto a quelle che seguono il regime ROR. Oltretutto, le prime sembrano avere migliori meccanismi di governance, poiché hanno CdA più ristretti e con una maggiore frazione di amministratori indipendenti, la probabilità che il CEO sia anche Presidente del CdA è minore, così come la probabilità che un ex CEO sia presidente.

| Variable | Regulated segments | | | | | | |
|-------------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|-----|
| | Incentive regulation | | | Cost-based regulation | | | |
| | Obs. | Mean | Std dev. | Obs. | Mean | Std dev. | |
| <i>CEO compensation</i> | 238 | 1201.25 | 1583.79 | 83 | 1712.25 | 1740.45 | ** |
| <i>Stock return</i> | 248 | .04 | .32 | 148 | .16 | .39 | *** |
| <i>ROA</i> | 285 | 7.65 | 5.22 | 146 | 5.23 | 2.41 | *** |
| <i>Market-to-book</i> | 248 | 1.38 | .52 | 135 | 1.31 | .31 | - |
| <i>Market capitalization</i> | 251 | 1.04×10 ⁷ | 1.36×10 ⁷ | 135 | 1.93×10 ⁷ | 3.30×10 ⁷ | *** |
| <i>Log (Total Asset)</i> | 292 | 15.58 | 1.60 | 158 | 16.35 | 1.76 | *** |
| <i>Tenure</i> | 282 | 3.84 | 2.41 | 119 | 3.48 | 2.37 | - |
| <i>State ownership</i> | 318 | .57 | .49 | 172 | .81 | .39 | *** |
| <i>OECD Index of Liberalization</i> | 318 | .93 | 1.15 | 172 | 2.77 | 1.99 | *** |
| <i>Market Cap/GDP</i> | 318 | 67.88 | 41.32 | 172 | 116.99 | 86.63 | *** |
| <i>Shareholder protection</i> | 316 | 21.55 | 3.82 | 172 | 15.49 | 2.25 | *** |
| <i>CEO duality</i> | 165 | .13 | .33 | 39 | .36 | .49 | *** |
| <i>Board size</i> | 164 | 12.55 | 3.90 | 39 | 18.05 | 4.09 | *** |
| <i>Chair ex CEO</i> | 165 | .07 | .26 | 39 | .18 | .39 | ** |
| <i>Independent</i> | 130 | 53.99 | 22.04 | 15 | 27.39 | 24.82 | *** |

Figura 20 Statistiche descrittive in base al regime regolatorio. Fonte Cambini et al., 2015

Avvalendosi dell'approccio proposto da Jensen e Murphy (1990), Cambini, Rondi e De Masi quantificano la variazione nei compensi dei CEO in seguito a una variazione monetaria del valore di mercato delle imprese (tenendo conto anche della variabile lagged) e ottengono risultati in linea con quelli dei due autori americani. In seguito, avendo usato un campione di dati panel, gli autori eseguono inoltre delle regressioni a **effetti fissi** per isolare i contributi e controllare per azienda, CEO, e nazione di

provenienza, poiché nel vecchio continente convivono situazioni differenti relative alle riforme applicate, al grado di liberalizzazione dei mercati e ai meccanismi di Corporate Governance. Un esempio dei risultati ottenuti è mostrato in figura 21, dove si tiene conto dell'adozione del regime di Price Cap mediante una variabile binaria (uguale a 1 per le aziende soggette a regolazione incentive), la quale è fatta interagire con varie misure di performance. A prescindere della misura utilizzata il termine interattivo è sempre positivo e significativo, ciò a dimostrare che nelle imprese soggette al Price Cap la remunerazione dei CEO è maggiormente legata alle performance aziendali.

| | Log (CEO compensation) | | | |
|--------------------------------|---------------------------------|----------------------------|----------------------------|-----------------------------|
| | <i>Stock return</i> | <i>Log(Market Cap)</i> | <i>Log(ROA)</i> | <i>Log(MTB)</i> |
| | (1) | (2) | (3) | (4) |
| <i>Performance</i> | -.183**(-2.18) | .065 (1.03) | -.056 (-.85) | -.210* (-1.81) |
| <i>Performance × CAP</i> | .264** (2.30) | .035*** (4.15) | .181** (2.51) | .334*** (2.70) |
| <i>Tenure</i> | .039* (1.76) | .032 (1.23) | .030 (1.19) | .030 (1.15) |
| <i>Tenure × CAP</i> | .014 (.50) | .012 (.37) | .015 (.46) | .015 (.46) |
| <i>Log (Total Asset)</i> | .139 (1.34) | .272*** (2.78) | .370*** (3.81) | .288*** (2.96) |
| <i>Log (Total Asset) × CAP</i> | .004 (.41) | -.023* (-1.69) | -.017 (-1.51) | .002 (.24) |
| <i>GDP</i> | 8.68e ⁻⁰⁷ *** (2.92) | 3.34e ⁻⁰⁷ (.91) | 3.13e ⁻⁰⁷ (.78) | 5.26e ⁻⁰⁷ (1.55) |
| R-squared | .292 | .752 | .733 | .650 |
| No. of observations | 273 | 268 | 294 | 266 |
| No. of firms | 40 | 41 | 42 | 40 |

Figura 21 Pay-performance sensitivity per regime regolatorio. Fonte Cambini et al., 2015

La situazione è graficamente spiegata dalla figura successiva. Nella parte A si nota come in un campione di imprese svizzere, soggette a regolazione cost-plus tra il 2007 e il 2011, la remunerazione dei CEO continui a salire malgrado le misure di ROA e di capitalizzazione di mercato diminuiscano. La parte B, al contrario, mostra chiaramente come i compensi dei CEO di un campione di sei aziende italiane e spagnole soggette a Price Cap siano correlati positivamente alle misure di performance indicate. Infatti, l'andamento nel tempo delle tre grandezze è molto simile.

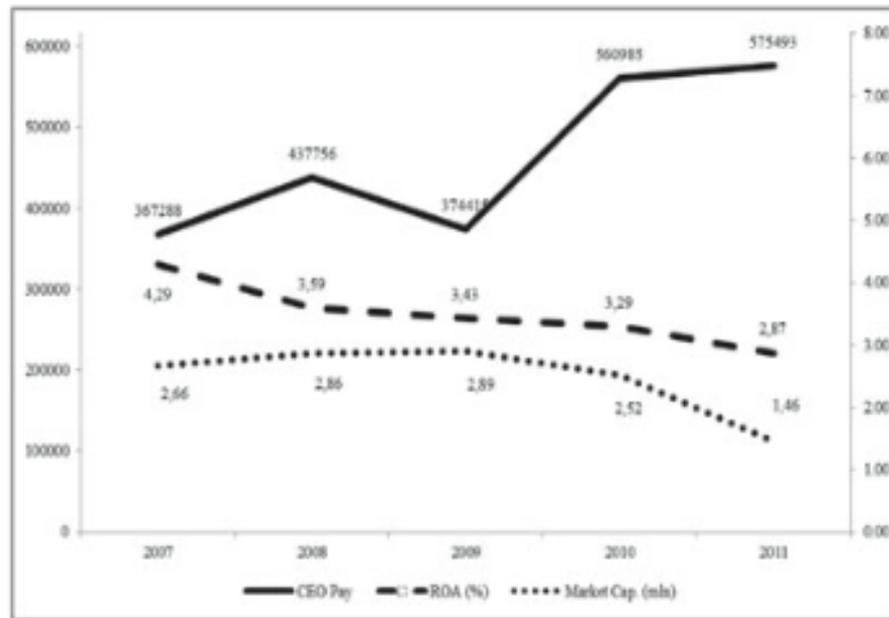
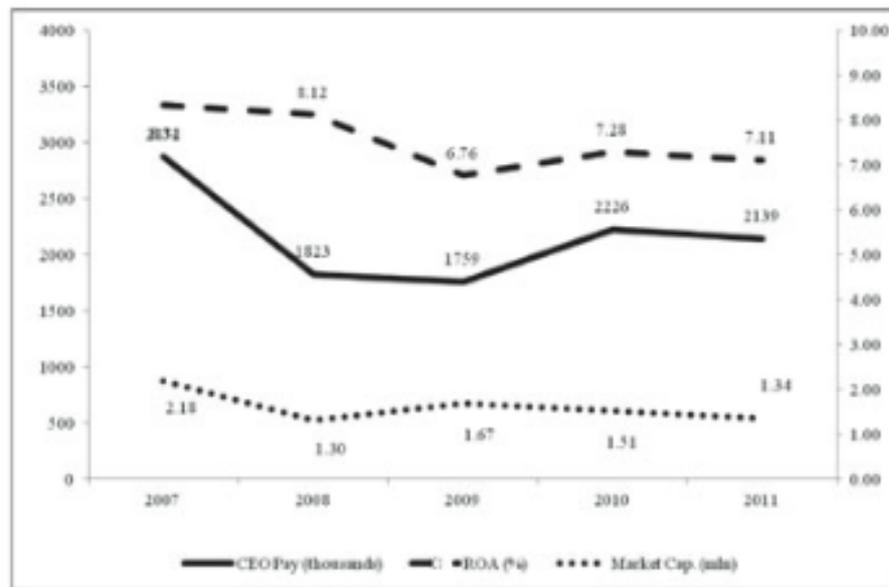
A**B**

Figura 22 Andamento nel tempo di paga, ROA e capitalizzazione. Fonte Cambini et al., 2015

Si può concludere che dallo studio dei tre ricercatori italiani emergono risultati in linea con l'ipotesi iniziale, secondo cui esiste una differenza significativa tra la sensibilità pay-performance delle energy utilities in regime di Price Cap e quelle in regime di ROR. La sensibilità nelle prime, soggette a una regolazione che dà l'incentivo a ridurre i costi e generare così extraprofiti per gli azionisti, è maggiore e l'evidenza empirica si dimostra essere robusta poiché sono state impiegate diverse misure di performance, variabili di controllo e metodi di stima. Coerentemente con la teoria dell'*efficiency view*,

i contratti di remunerazione basati sugli incentivi e la regolazione Price Cap sono meccanismi complementari al fine di raggiungere performance migliori e maggiore benessere per gli azionisti, siccome questo regime regolatorio mima pressioni analoghe a quelle presenti in mercati concorrenziali.

Dal lato opposto, nelle utilities che adottano il sistema regolatorio Rate of Return le remunerazioni dei CEO non hanno una sensitività significativa con le performance aziendali (se non addirittura negativa). Inoltre, è più probabile che il CEO ricopra anche la posizione di presidente, o che questa carica sia ricoperta da un ex top manager, e in media il CdA è più numeroso, con una frazione minore di amministratori indipendenti. Queste evidenze sono coerenti con la teoria dell'*entrenchment view*. L'adozione di contratti di remunerazione basati sulle performance in aziende soggette a una regolazione di tipo cost-based potrebbe dunque non portare vantaggi e creare invece solo costi aggiuntivi per gli azionisti.

4 Il campione analizzato e l'indagine

Il termine **Energy Utilities** fa riferimento a quelle imprese attive nella filiera energetica, ossia operanti nelle attività di generazione, trasmissione, distribuzione e vendita. Suddette società offrono servizi pubblici come elettricità, gas naturale, acqua o, più in generale, vendono offerte e servizi nell'ambito energetico. In questo capitolo è descritto il campione di aziende utilizzato, sono elencate le variabili di interesse e sono esposti i modelli statistici impiegati.

4.1 Il database

I dati economici, finanziari e di governance delle utilities energetiche europee analizzate in questo elaborato sono stati ricavati dal software database *Thomson Reuters Eikon* ed esportati in un file *MS Excel*. Il campione di aziende iniziale è composto da 98 società, provenienti da 16 paesi. Nella tabella seguente sono elencati gli stati europei e il numero di società per nazione.

| NAZIONE | NUMERO SOCIETÀ |
|---------------|----------------|
| Austria | 3 |
| Belgio | 1 |
| Estonia | 1 |
| Finlandia | 1 |
| Francia | 11 |
| Germania | 18 |
| Grecia | 7 |
| Irlanda | 1 |
| Italia | 19 |
| Lettonia | 1 |
| Lituania | 6 |
| Lussemburgo | 2 |
| Paesi Bassi | 3 |
| Portogallo | 2 |
| Spagna | 8 |
| UK | 14 |
| TOTALE | 98 |

Tabella 1 Stati europei di provenienza delle società.

Dalla tabella si nota che il numero maggiore di società proviene da Italia, Germania, UK e Francia, chiaramente i paesi più popolosi e più sviluppati del vecchio continente. Nella figura successiva è raffigurata una ripartizione a torta della composizione del campione.

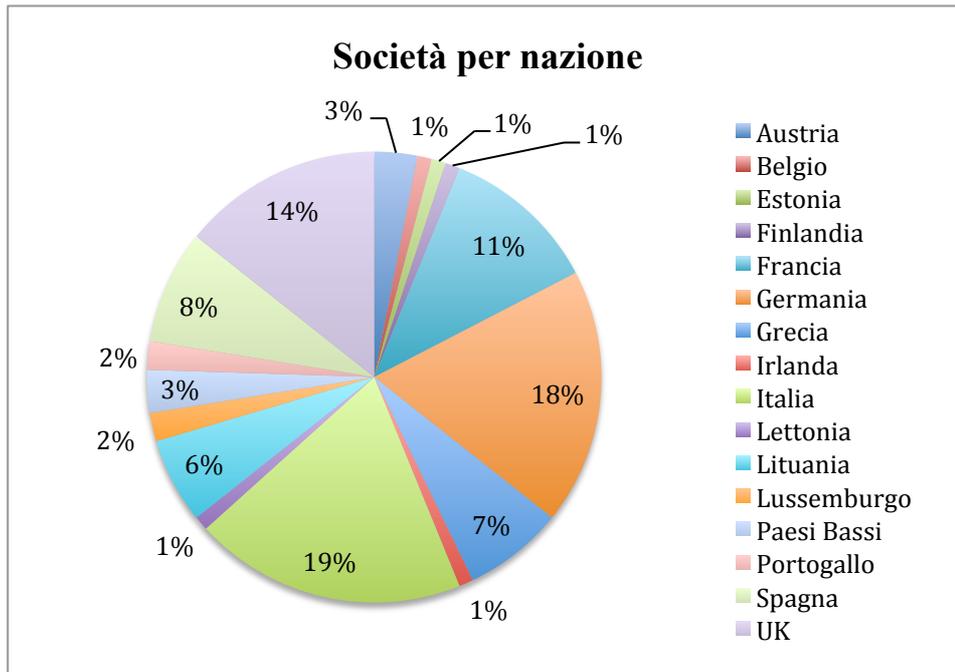


Figura 23 Grafico a torta per nazione di provenienza.

Da un punto di vista industriale, il campione di imprese si può scomporre per settore di riferimento, suddividendolo in quattro tipologie tipiche di utilities a seconda delle attività svolte. La tabella 2 e la figura 24 mostrano la conformazione del campione.

| SETTORE | NUMERO SOCIETÀ |
|---------------|----------------|
| Energy | 44 |
| Gas | 6 |
| Water | 10 |
| Multi Utility | 38 |
| TOTALE | 98 |

Tabella 2 Settore di competenza delle utilities.

Nel settore *Energy* rientrano le società attive solo nel mercato dell'energia elettrica, dalla produzione alla vendita. Del settore *Water* fanno parte le aziende operanti solo nel business dell'acqua, depurazione e trattamenti fognari. Il settore *Gas* comprende le società puramente attive nel mercato del gas naturale, dalla produzione alla vendita. Infine, le *Multi Utility* sono quelle società operanti in più mercati quali elettricità, gas, acqua, rifiuti, illuminazione.

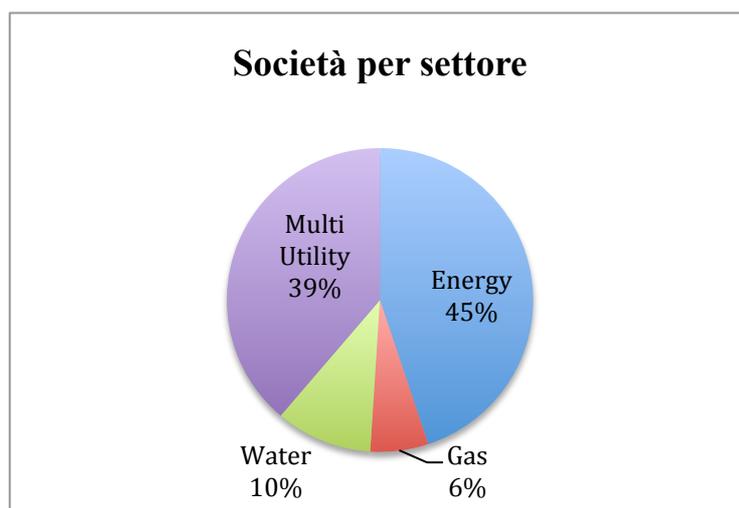


Figura 24 Grafico a torta per settore di competenza.

Dal grafico si nota chiaramente che i settori più comuni nel campione analizzato sono quelli Energy e Multi Utility.

Siccome lo scopo dello studio è quello di verificare la correlazione tra la remunerazione dei CEO e le misure di performance aziendale, sono state scelte solamente **imprese quotate**, poiché solo per esse esiste l'obbligo di pubblicazione di report concernenti la remunerazione dei propri dirigenti. I report sulle remunerazioni o i report annuali, al cui interno sono presenti le relazioni sui compensi, sono stati scaricati dai siti online di ciascuna azienda e i valori delle varie componenti delle retribuzioni sono stati collezionati a mano e inseriti nel database iniziale su file Excel. Il periodo di osservazione per tutte le società del campione è di 5 anni e si compone degli anni dal 2014 al 2018, tuttavia per alcune imprese non sono presenti i dati societari o sulle remunerazioni di ogni anno per svariati motivi, come ad esempio acquisizioni, fallimenti o quotazioni avvenute durante il periodo di osservazione.

Nella tabella seguente sono elencate tutte le imprese facenti parte del campione e sono evidenziate note, particolarità o eccezioni per ciascuna azienda.

| N | SOCIETÀ | NAZIONE | NOTE |
|---|--------------------------|----------|---|
| 1 | Enel SpA | Italia | |
| 2 | Iberdrola SA | Spagna | |
| 3 | Électricité de France SA | Francia | |
| 4 | Engie SA | Francia | Retribuzioni 2014 non disponibili perché allora denominata GDF Suez |
| 5 | Innogy SE | Germania | Creata nel 2016 da scorporo RWE AG |

| | | | |
|----|---|------------|---|
| 6 | Naturgy Energy Group SA | Spagna | |
| 7 | Endesa SA | Spagna | |
| 8 | E.ON SE | Germania | |
| 9 | Fortum Oyj | Finlandia | |
| 10 | RWE AG | Germania | |
| 11 | EDP Energias de Portugal SA | Portogallo | |
| 12 | Red Electrica Corporacion SA | Spagna | |
| 13 | Veolia Environnement SA | Francia | |
| 14 | Terna Rete Elettrica Nazionale SpA | Italia | |
| 15 | Uniper SE | Germania | Creata nel 2016 da scorporo E.ON SE |
| 16 | EnBW Energie Baden Wuerttemberg AG | Germania | |
| 17 | EDP Renovaveis SA | Spagna | Remunerazione del CEO all'interno dei report di EDP Energias de Portugal SA |
| 18 | Verbund AG | Austria | |
| 19 | A2A SpA | Italia | |
| 20 | Italgas SpA | Italia | Quotata dal 2016 |
| 21 | Enercity AG | Germania | Remunerazioni 2014 non disponibili |
| 22 | Hera SpA | Italia | |
| 23 | Elia System Operator SA | Belgio | |
| 24 | Lechwerke AG | Germania | |
| 25 | Gelsenwasser AG | Germania | |
| 26 | Iren SpA | Italia | |
| 27 | Acea SpA | Italia | |
| 28 | ERG SpA | Italia | |
| 29 | EVN AG | Austria | |
| 30 | Mvv Energie AG | Germania | |
| 31 | Ren Redes Energeticas Nacionais SGPS SA | Portogallo | |
| 32 | Ascopiave SpA | Italia | |
| 33 | Encavis AG | Germania | |
| 34 | Electricite de Strasbourg SA | Francia | |
| 35 | Falck Renewables SpA | Italia | |
| 36 | Terna Energy SA | Grecia | |
| 37 | Albioma SA | Francia | |
| 38 | Energijos Skirstymo Operatorius AB | Lituania | Remunerazioni 2014 non disponibili |
| 39 | Athens Water and Sewerage Company SA | Grecia | |
| 40 | Solaria Energia y Medio Ambiente SA | Spagna | |
| 41 | Volitalia SA | Francia | |
| 42 | Greencoat Renewables PLC | Irlanda | Quotata dal 2017 |
| 43 | Holding Company ADMIE IPTO SA | Grecia | Quotata dal 2017, ma remunerazioni non disponibili per |

| | | | nessun anno |
|----|--------------------------------------|-------------|--|
| 44 | Acsm Agam SpA | Italia | |
| 45 | Lietuvos Energijos Gamyba AB | Lituania | |
| 46 | Solarpack Corporacion Tecnologica SA | Spagna | Remunerazioni disponibili solo per il 2018, poiché quotata a fine 2017 |
| 47 | Litgrid AB | Lituania | |
| 48 | Futuren SA | Francia | |
| 49 | Public Power Corporation SA | Grecce | |
| 50 | Latvijas Gaze AS | Lettonia | |
| 51 | Burgenland Holding AG | Austria | |
| 52 | Amber Grid AB | Lituania | |
| 53 | Energiekontor AG | Germania | |
| 54 | Tallinna Vesi AS | Estonia | Remunerazioni non disponibili |
| 55 | Audax Renovables SA | Spagna | Remunerazioni nulle poiché il CEO è l'azionista di maggioranza |
| 56 | Thessaloniki Water and Sewage Co SA | Grecia | |
| 57 | Alerion Clean Power SpA | Italia | |
| 58 | 7C Solarparken AG | Germania | |
| 59 | EnviTec Biogas AG | Germania | |
| 60 | Edison SpA | Italia | |
| 61 | Gas Plus SpA | Italia | |
| 62 | Fernheizwerk Neukoelln AG | Germania | |
| 63 | ABO Invest AG | Germania | |
| 64 | Fintel Energia Group SpA | Italia | |
| 65 | Inter RAO Lietuva AB | Lituania | |
| 66 | Velcan Holdings SA | Lussemburgo | |
| 67 | Selected Energy SA | Grecia | Remunerazioni non disponibili |
| 68 | Photon Energy NV | Paesi Bassi | Remunerazioni non disponibili |
| 69 | Compagnie des Eaux de Royan SA | Francia | Remunerazioni non disponibili |
| 70 | Mainova AG | Germania | |
| 71 | Kauno Energija AB | Lituania | |
| 72 | Frendy Energy SpA | Italia | Acquisita da Edison SpA |
| 73 | Coro Energy Plc | Italia | Quotata dal 2017 |
| 74 | Agatos SpA | Italia | Remunerazioni non disponibili |
| 75 | Societe Electrique de l'Our SA | Lussemburgo | |
| 76 | R Energy 1 SA | Grecia | Remunerazioni non disponibili |
| 77 | Gel SpA | Italia | Remunerazioni non disponibili |
| 78 | Finaxo Environnement SA | Francia | Remunerazioni non disponibili |
| 79 | Hydro Exploitations SA | Francia | Remunerazioni non disponibili |
| 80 | Itn Nanovation AG | Germania | |
| 81 | New Sources Energy NV | Paesi Bassi | Remunerazioni non disponibili |
| 82 | CARPEVIGO Holding AG | Germania | Remunerazioni non disponibili |
| 83 | DGB Group NV | Paesi Bassi | |
| 84 | Energie Europe Service SA | Francia | Remunerazioni non disponibili |

| | | | |
|----|-------------------------------------|----|--|
| 85 | National Grid PLC | UK | Dati finanziari da Eikon parziali, ma remunerazioni presenti |
| 86 | SSE PLC | UK | |
| 87 | Centrica PLC | UK | |
| 88 | United Utilities Group PLC | UK | |
| 89 | Severn Trent PLC | UK | |
| 90 | Atlantica Yield PLC | UK | |
| 91 | Drax Group PLC | UK | |
| 92 | ContourGlobal PLC | UK | Quotata dal 2017 |
| 93 | Telecom Plus PLC | UK | |
| 94 | Fulcrum Utility Services Ltd | UK | |
| 95 | Aggregated Micro Power Holdings PLC | UK | |
| 96 | Good Energy Group PLC | UK | |
| 97 | Active Energy Group PLC | UK | |
| 98 | Modern Water PLC | UK | |

Tabella 3 Elenco delle imprese del campione analizzato.

Le 490 osservazioni che formano il database non sono completamente usufruibili: per via della mancanza dei valori economici relativi ai compensi dei manager di 14 società, il campione si riduce infatti dalle 98 aziende di partenza a 84.

4.1.1 Valuta impiegata

I dati ottenuti dal database Eikon sono espressi in Euro. Le informazioni sui compensi, collezionate dai report annuali delle aziende, sono anch'esse espresse nella valuta comunitaria europea, ad eccezione delle società britanniche. Infatti, le imprese del Regno Unito pubblicano i report nella propria valuta corrente, la Sterlina. Inoltre, sono presenti due società con dati espressi in Dollari statunitensi. Per uniformare i valori raccolti si è deciso di convertire le valute estere in Euro, attraverso dei tassi di cambio annui medi, siccome non era possibile risalire con maggiore precisione al momento effettivo di assegnazione dei compensi ai CEO. Nella tabella riportata di seguito sono indicati i tassi di cambio applicati anno per anno.

| ANNO | GBP/EUR | USD/EUR |
|-------------|----------------|----------------|
| 2014 | 1,25 | 0,753 |
| 2015 | 1,37 | 0,901 |
| 2016 | 1,2 | 0,903 |
| 2017 | 1,13 | 0,885 |
| 2018 | 1,13 | 0,847 |

Tabella 4 Tassi di cambio medi annui impiegati.

Il fatto più rilevante è il netto deprezzamento della Sterlina tra il 2015 e il 2016 a seguito del referendum Brexit. La scelta convenuta potrebbe introdurre distorsioni nei risultati, poiché il deprezzamento potrebbe portare a una diminuzione delle remunerazioni in Euro dei manager nonostante un aumento annuale nel valore nominale dei compensi in Sterline, magari legato all'effettivo raggiungimento di risultati aziendali positivi. Al contrario, anche la scelta di convertire tutti i valori in valuta estera con un singolo tasso di cambio introdurrebbe delle distorsioni perché i compensi non apparirebbero come una reale rappresentazione della ricchezza acquisita dai manager britannici se confrontati con i rispettivi colleghi dell'area euro.

In secondo luogo, si è preferito il primo metodo giacché anche i dati finanziari di Eikon riguardanti le società inglesi sembrano essere convertiti in Euro con i tassi presenti in Tabella 4.

4.2 Le variabili del database

Di seguito è riportato l'intero elenco di variabili presenti nel dataset usato nello studio, sebbene non tutte siano state effettivamente utilizzate nelle analisi svolte. Esse sono accompagnate da una descrizione e da eventuali note esplicative.

| VARIABLE | DESCRIZIONE | NOTE |
|------------------|---|---|
| firm_name | Ragione sociale dell'impresa | |
| year | Anno considerato | Da 2014 a 2018 |
| n_year | Numerazione progressiva degli anni considerati | 1=2014 2=2015 3=2016 4=2017 5=2018 |
| ID | Codice identificativo dell'impresa | Fonte Eikon |
| n_firm | Numerazione progressiva delle imprese | |
| country | Nazione di provenienza | |
| n_country | Numerazione progressiva degli stati | Ordine alfabetico |
| sector | Settore di appartenenza della società | Assume i valori energy, gas, water o multi |
| n_sector | Numerazione progressiva dei settori | 1=energy 2=gas 3=water 4=multi utility |
| cpi | Consumer Price Index di ogni stato con base 100 l'anno 2014 | Fonte Eurostat |
| beta | Media sui cinque anni del Beta societario | |
| mktcap | Capitalizzazione di mercato | Media nell'anno |

| | | |
|----------------------|--|---|
| shareout | Numero di azioni in circolazione | Media nell'anno |
| PE | Rapporto P/E | Media annuale delle serie giornaliere del rapporto |
| DE | Rapporto Debito Equity | Media nell'anno, valori assoluti |
| cash | Cassa ed equivalenti | |
| cur_asset | Attività correnti | |
| tot_asset | Totale Attivo | |
| lt_inv | Investimenti a lungo termine | |
| cur_lia | Passività correnti | |
| tot_lia | Passività totali | |
| lt_debt | Debiti a lungo termine | |
| tot_pas | Totale Passivo | |
| pbv | Rapporto market to book | Media annuale delle serie giornaliere del rapporto |
| roe | Return on Equity | Valori assoluti |
| inc_aftax_mar | Margine di profitto after tax rispetto al totale fatturato | Valori assoluti |
| roa | Return on Total Asset | Valori assoluti, da database |
| ROA | Return on Total Asset | Calcolato manualmente come rapporto tra EBIT e Totale Attivo. Valori assoluti |
| LTD_TA | Rapporto tra debiti a lungo termine e Totale Attivo | Valori assoluti, calcolato manualmente |
| tot_rev | Totale fatturato | |
| cost_rev | Costo del fatturato | |
| lab_cost | Costo del lavoro | |
| ebitda | Ebitda | Valori monetari |
| ebitda_mar | Margine Ebitda (ROS) | Valori assoluti |
| ebit | Ebit | Valori monetari |
| ebit_mar | Margine Ebit | Valori assoluti |
| inc_tax | Livello di tassazione dei profitti | Valori assoluti |
| cur_ratio | Current ratio | Rapporto tra attività correnti e passività correnti |
| quick_ratio | Quick ratio | Rapporto tra cassa e passività correnti |
| asset_turn | Asset turnover | Rapporto tra fatturato e totale attivo |
| state_own | State ownership dummy | Pari a 1 se lo Stato è azionista di maggioranza o rilevante |
| golden | Golden power dummy | Pari a 1 se lo stato ha poteri speciali nell'azienda |
| ex_comp_pol | Executive compensation policy dummy | Pari a 1 se la società ha una politica di remunerazione per i dirigenti |
| b_size | Dimensione del Board | |
| b_oversize | Numero di amministratori eccedenti i 10 o necessari per contarne 8 | |
| b_size_limit | Board size excess dummy | Pari a 1 se il Board è maggiore di 10 o minore di 8 |

| | | |
|----------------------|--|---|
| b_women_pct | Frazione di donne nel Board | Valori percentuali |
| b_ind_pct | Frazione di amministratori indipendenti nel Board | Valori percentuali |
| ceo_duality | Duality dummy | Pari a 1 se il CEO è anche Presidente del CdA. Dati Eikon parziali e aggiornati manualmente |
| ceo_member | Dummy per indicare se il CEO è membro del CdA | Pari a 1 se è membro |
| chair_exceo | Dummy per indicare se il Presidente della società è un ex CEO | Pari a 1 in caso affermativo |
| ceo_link_tsr | Dummy per indicare se la remunerazione del CEO è legata al Total Shareholder Return | Pari a 1 in caso affermativo |
| ex_comp_lto | Dummy per indicare se la remunerazione dei dirigenti è legata a obiettivi di lungo periodo | Pari a 1 in caso affermativo |
| b_fun_pol | Dummy per indicare se il Board ha funzioni di policy | Pari a 1 in caso affermativo |
| cg_board | Dummy per indicare se esiste un comitato per la corporate governance | Pari a 1 se esiste |
| audit_board | Dummy per indicare se esiste comitato per audit | Pari a 1 se esiste |
| n_meeting | Numero di meeting del CdA durante l'anno | |
| b_comp | Totale dei compensi per i membri del CdA | Escluso il CEO |
| parachute | Dummy per indicare l'esistenza di clausole di paracadute d'oro per il CEO | Pari a 1 se presenti |
| b_type | Struttura di governo del CdA | Mixed=tradizionale Unitary=monistico Two-tier=dualistico |
| b_ntype | Numerazione progressiva delle strutture di governo | 1=monistico 2=dualistico 3=tradizionale |
| dual_class | Dummy per indicare se la società ha diverse classi di azioni | Pari a 1 se dual class |
| equal_vot_pol | Dummy per indicare se l'azienda adotta politiche per permettere pari diritti di voto a tutti gli azionisti | Pari a 1 in caso affermativo |
| sustain_comp | Dummy per indicare se la remunerazione è legata a obiettivi di sostenibilità | Pari a 1 in caso affermativo |
| sal_gap | Salary gap | Rapporto tra la remunerazione più alta e quella mediana di tutti dipendenti |
| esg_score | Punteggio ESG basato su Environment, Social e Governance | Redatto da Thomson Reuters |
| ceo_name | Nome del CEO | |
| ceo_tenure | Durata dell'incarico di CEO | |
| ceo_turn | Dummy che indica un cambio di CEO in quell'anno | Pari a 1 se avviene turnover |
| ceo_age | Età del CEO nell'anno considerato | |
| ceo_sal | Salario del CEO | Inclusi anche gettoni di presenza |

| | | |
|-----------------------|---|--|
| | | o altre fee fisse |
| ceo_bonus | Bonus annuali monetari | |
| ceo_bnm | Benefici non monetari e fringe benefits | |
| ceo_stockopt | Fair Value delle stock option assegnate al CEO | |
| ceo_nshares | Numero di azioni assegnate al CEO | Usata solo se manca il valore monetario delle azioni assegnate |
| ceo_stockgrant | Valore monetario delle azioni assegnate al CEO | |
| ceo_dism | Eventuale buonuscita del CEO | |
| ceo_totmon | Somma di salario, bonus e benefici non monetari | $ceo_totmon = ceo_sal + ceo_bonus + ceo_bnm$ |
| ceo_totequity | Valore monetario di stock option e azioni assegnate | $ceo_totequity = ceo_stockopt + ceo_stockgrant$ |
| ceo_totcomp | Compenso totale del CEO | $ceo_totcomp = ceo_totmon + ceo_totequity$ |

Tabella 5 Variabili presenti nel database originale.

Alle variabili originali ne sono state aggiunte altre, generate da quelle di partenza attraverso il comando *generate* di STATA. Si tratta di variabili utili nello svolgere le analisi di regressione, come le trasformazioni logaritmiche delle variabili o il passaggio a **valori reali** delle variabili economico-monetarie, così da eliminare l'effetto *inflazione*. Per queste ultime si è aggiunto semplicemente il suffisso *-r* al nome della variabile di partenza, mentre per le prime si è aggiunto il prefisso *l-*. In aggiunta, per alcune variabili in valore assoluto è stato creato il rispettivo valore percentuale moltiplicando semplicemente per 100: queste nuove variabili sono identificate con il suffisso *_pct*.

4.3 Le principali statistiche descrittive

Attraverso il comando *summarize* di STATA è possibile riepilogare le statistiche descrittive delle variabili di interesse. Nei sotto paragrafi successivi le variabili sono state suddivise in tre principali tipologie e di esse sono riportate le principali statistiche descrittive.

4.3.1 Variabili di impresa

Le variabili di impresa sono quelle inerenti alla *size* dell'impresa e quelle alla base delle valutazioni di performance relative ai piani di remunerazione dei dirigenti. Per performance aziendali sono intese sia quelle finanziarie che quelle contabili. Le variabili di dimensione più importanti presenti nel database sono il totale del fatturato o il totale attivo, mentre le variabili di performance sono la capitalizzazione di mercato, il

ROA, il ROS e il market to book ratio. Nella tabella seguente sono riassunti i valori calcolati nel periodo 2014-2018.

| Statistica | tot_rev | tot_asset | mktcap | roa | pbv | ebitda_mar |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|----------|----------|------------|
| N | 470 | 470 | 459 | 456 | 434 | 450 |
| Media | 7,64 *10 ⁹ | 1,63*10 ¹⁰ | 4,81*10 ⁹ | 0,060919 | 15,23244 | 0,029497 |
| Mediana | 3,47*10 ⁸ | 1,25*10 ⁹ | 4,28*10 ⁸ | 0,022622 | 1,360343 | 0,2217726 |
| Deviazione standard | 1,75*10 ¹⁰ | 4,01*10 ¹⁰ | 9,66*10 ⁹ | 4,006149 | 124,2241 | 3,321705 |
| Varianza | 3,05*10 ²⁰ | 1,61*10 ²¹ | 9,34*10 ¹⁹ | 16,04923 | 15431,63 | 11,03372 |
| Minimo | 0 | 0 | 138825 | -33,5 | -455,734 | -58,66552 |
| Massimo | 1,13*10 ¹¹ | 2,83*10 ¹¹ | 5,22*10 ¹⁰ | 78 | 1547,499 | 21,85492 |

Tabella 6 Variabili di impresa: statistiche descrittive.

Dai risultati si possono fare le seguenti considerazioni:

- Il numero di osservazioni non è completo e alcuni dati mancano per vari motivi come ad esempio una quotazione posteriore al 2014 o l'indisponibilità di dati.
- In generale i valori di media e mediana si discostano sensibilmente tra loro, a volte di un ordine di grandezza, ciò a dimostrare che la distribuzione del campione analizzato è alquanto asimmetrica (valori di *skewness* elevati); inoltre, sono presenti valori minimi e massimi anomali, interpretabili come *outlier*, in particolare per il ROA (roa), il market to book ratio (pbv) e il ROS (ebitda_mar).
- Deviazione standard e varianza delle variabili analizzate assumono valori notevoli, a dimostrazione dell'elevata variabilità nel campione studiato.

Dalla figura successiva emerge che per il fatturato, a valori costanti, esiste un trend decrescente nel corso del periodo considerato. Anche l'EBITDA a valori reali ha un andamento analogo, mentre per i principali indici contabili non compare un particolare trend.

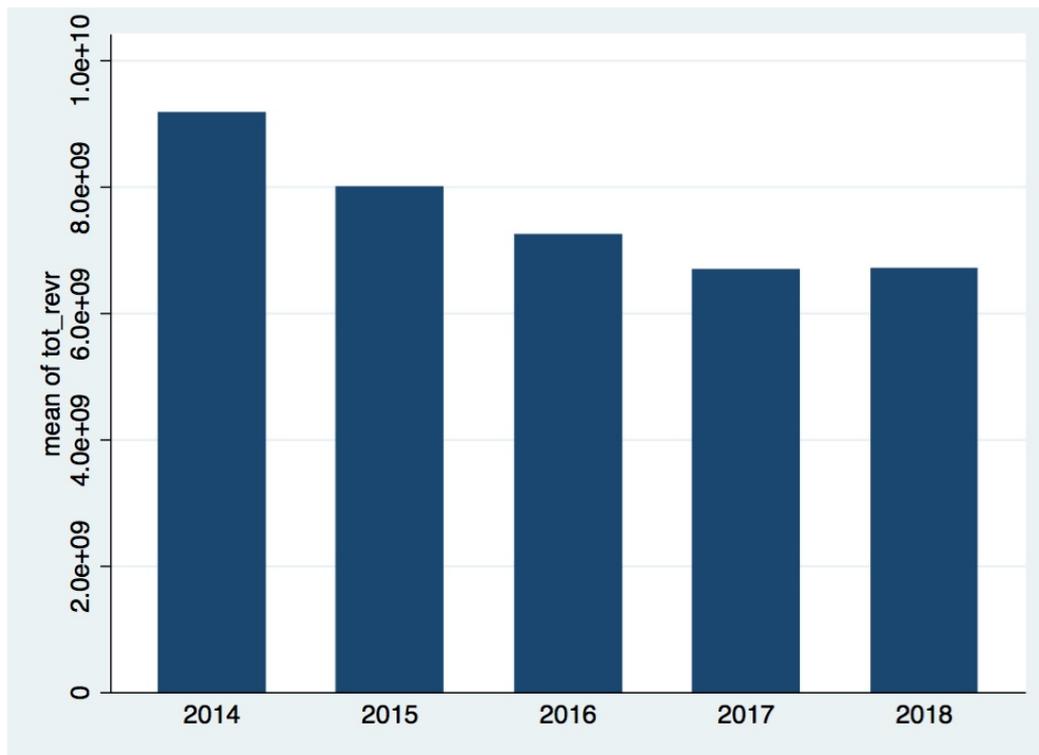


Figura 25 Fatturato medio per anno a valori costanti.

4.3.2 Variabili di governance

Variabili di governance rilevanti ai fini dello studio, sono la dimensione del board, il numero di meeting, la percentuale di amministratori indipendenti e di donne presenti nel CdA, la struttura di governo societario. Esse sono riportate nella tabella seguente.

| Statistica | b_size | n_meeting | b_ind_pct | b_women_pct |
|----------------------------|----------|-----------|-----------|-------------|
| N | 159 | 142 | 159 | 159 |
| Media | 13,59748 | 10,21831 | 58,98336% | 26,16898% |
| Mediana | 13 | 9 | 58,33% | 27,27273% |
| Deviazione standard | 4,704051 | 4,773027 | 20,57556 | 12,11625 |
| Varianza | 22,12809 | 22,78179 | 423,3536 | 172,036 |
| Minimo | 6 | 3 | 12,5% | 0% |
| Massimo | 26 | 32 | 100% | 55,56% |

Tabella 7 Variabili di governance: statistiche descrittive.

È interessante valutare come la media della dimensione dei board vari a seconda dello stato di riferimento. Nel grafico successivo è riportato un istogramma che rappresenta l'andamento del valor medio nelle nazioni presenti nel dataset.

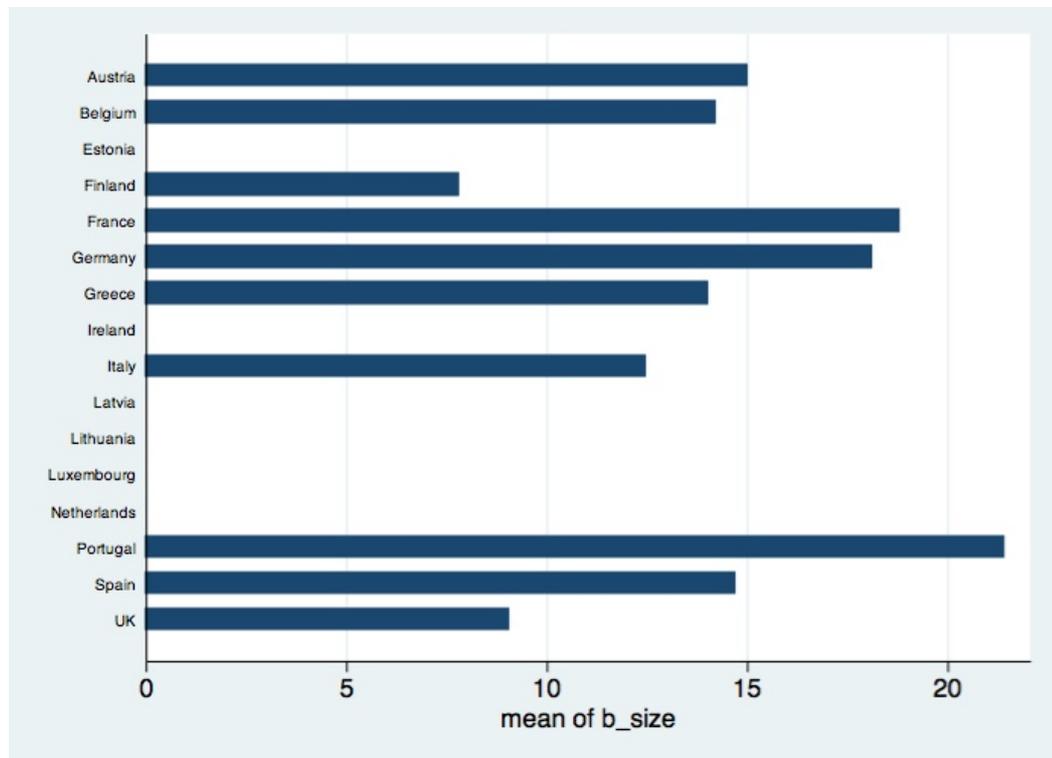


Figura 26 Dimensione media del board per nazione.

Si nota che il paese con CdA più numerosi è il Portogallo, sebbene poco significativo perché risultato di una sola impresa. Seguono Francia e Germania: il valore del paese teutonico potrebbe essere spiegato dall'adozione del modello dualistico, il quale richiede più partecipanti negli organi di governo. L'Italia ha un valore medio di 12,4, mentre il Regno Unito ha un valore medio di 9. Si ricorda che si ritiene ottimale un CdA composto tra le 8 e le 10 persone.

Per quanto riguarda il tipo di governo societario adottato, dai dati si evince che 89 osservazioni fanno riferimento al sistema monistico ($b_ntype=1$), in sole 30 osservazioni vige il sistema dualistico ($b_ntype=2$) e in 37 osservazioni sussiste il sistema tradizionale latino ($b_ntype=3$). Inoltre, è interessante notare che dai dati disponibili, 154 osservazioni fanno riferimento a società con una sola classe di voto, mentre solo in 5 osservazioni appare il modello dual class, tutte relative alla società Edison SpA, per la quale esistono ancora azioni di risparmio.

4.3.3 Variabili specifiche del CEO

Al fine di trarre informazioni inerenti alla figura dello Chief Executive Officer si possono studiare le variabili riguardanti l'età, la tenure, la duality e ovviamente eseguire una prima analisi descrittiva sulle remunerazioni collezionate a mano.

| Statistica | ceo_age | ceo_tenure | sal_gap |
|----------------------------|----------------|-------------------|----------------|
| N | 411 | 433 | 98 |
| Media | 52,76642 | 4,489607 | 37,36708 |
| Mediana | 53 | 3 | 29,79581 |
| Deviazione standard | 8,773794 | 4,02314 | 28,60279 |
| Varianza | 76,97946 | 16,18566 | 818,1198 |
| Minimo | 32 | 0 | 0,8135 |
| Massimo | 83 | 26 | 129,43 |

Tabella 8 Statistiche descrittive legate al CEO.

Se da un lato l'età media del CEO è uniforme tra i vari stati, è interessante valutare graficamente la tenure media per nazione. Dal grafico seguente si evince che i paesi dove l'incarico di CEO è detenuto da più anni sono la Spagna, la Lettonia, il Portogallo e la Germania. L'Italia ha una tenure media inferiore alla media generale, pari a 2,63 anni.

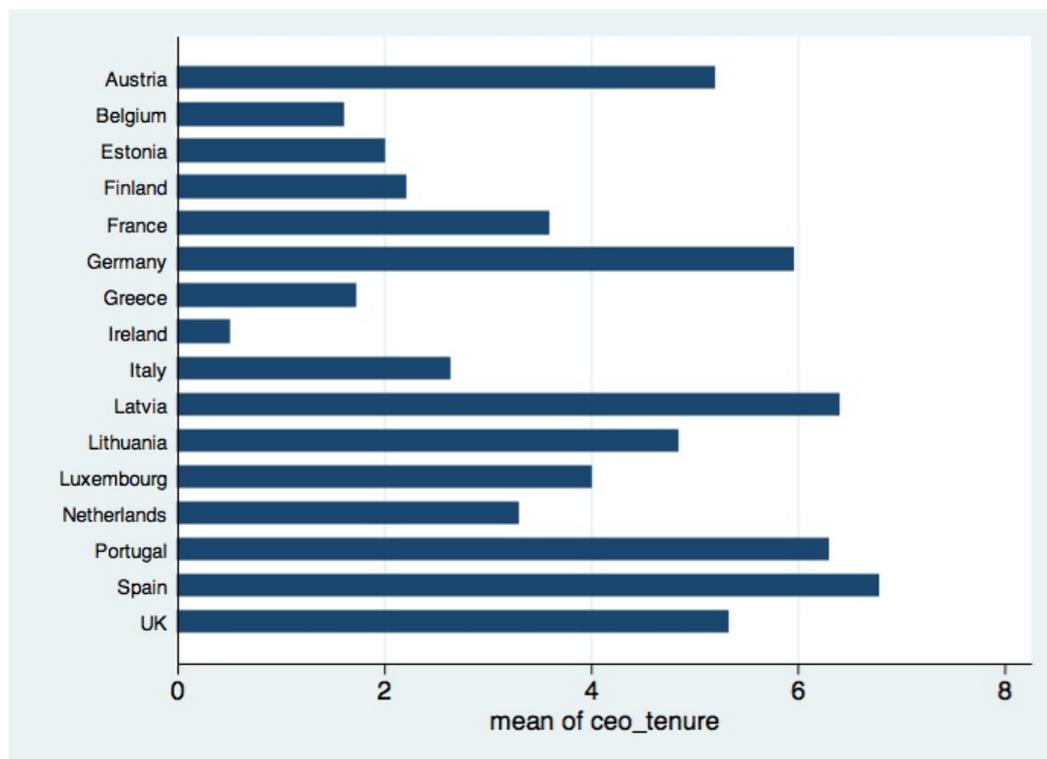


Figura 27 Tenure media per nazione.

Il *salary gap*, ossia il rapporto tra compenso più alto e quello mediano della società, può essere visto come un indicatore di equità sociale. Esso mostra il suo valore medio più elevato nel Regno Unito con un rapporto maggiore di 50 (e un massimo di 129), seguito da Germania e Finlandia. L'Italia ha un *salary gap* medio di poco inferiore a 30.

Variabili binarie degne di nota sono la *CEO duality* e la presidenza del CdA ricoperta da un ex CEO. Per la prima si contano 91 osservazioni (su un totale di 364), mentre per la seconda se ne contano 34 (su un totale di 159 osservazioni). I dati mostrano che queste pratiche di governance, in linea teorica sconsigliate e sospette, sono in effetti adottate con una frequenza relativa minore.

Statistiche descrittive sulle remunerazioni

Le variabili più importanti relative al CEO e alla base dello scopo di questo elaborato sono le varie voci del compenso dei massimi dirigenti. Nella tabella seguente sono riportate le statistiche descrittive principali.

| Statistica | ceo_sal | ceo_bonus | ceo_bnm | ceo_stockopt | ceo_stockgrant |
|------------|---------|-----------|---------|--------------|----------------|
| N | 398 | 398 | 399 | 397 | 395 |

| | | | | | |
|----------------------------|----------------------|----------------------|-------------------|----------------------|----------------------|
| Media | 491037 | 423302,9 | 28072,86 | 83327,64 | 214858,1 |
| Mediana | 340350 | 126052 | 10000 | 0 | 0 |
| Deviazione standard | 461098,9 | 810872,2 | 85408,24 | 314181,4 | 792981,7 |
| Varianza | $2,13 \cdot 10^{11}$ | $6,58 \cdot 10^{11}$ | $7,29 \cdot 10^9$ | $9,87 \cdot 10^{10}$ | $6,29 \cdot 10^{11}$ |
| Minimo | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Massimo | 2817000 | 8136000 | 1074000 | 2095000 | 9782613 |

Tabella 9 Voci della remunerazione dei CEO: statistiche descrittive.

Si può notare la marcata differenza tra media e mediana per le tre voci monetarie, ciò a dimostrare ancora una volta l'elevata variabilità e diversità nel campione studiato. È fondamentale per lo studio porre l'attenzione sulle remunerazioni equity-based. La mediana di entrambe le variabili è pari a zero: il dato dimostra che in più della metà delle osservazioni (anche il 75esimo percentile vale zero) non si adottano piani di stock option oppure premi azionari come componente del compenso annuo del CEO. Si è ottenuto questo risultato perché nel database si è inserito effettivamente il valore zero nelle osservazioni in cui nei rispettivi report si riportava che non erano adottati compensi stock-based nell'anno in questione o in cui essi erano pari a zero appunto.

Per quanto riguarda le voci totali si hanno le seguenti statistiche:

| Statistica | ceo_totmon | ceo_totequity | ceo_totcomp |
|----------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| N | 400 | 398 | 398 |
| Media | 937771,2 | 296356,9 | 1238807 |
| Mediana | 477942,5 | 0 | 551909 |
| Deviazione standard | 1211459 | 858228,1 | 1718553 |
| Varianza | $1,47 \cdot 10^{12}$ | $7,37 \cdot 10^{11}$ | $2,95 \cdot 10^{12}$ |
| Minimo | 0 | 0 | 0 |

| | | | |
|----------------|---------|---------|----------|
| Massimo | 9657393 | 9782613 | 10182664 |
|----------------|---------|---------|----------|

Tabella 10 Voci totali della remunerazione dei CEO: statistiche descrittive.

La remunerazione totale media è di quasi 1 milione e 240 mila Euro, ma il valore mediano è meno della metà, pari a circa 550 mila Euro. L'andamento negli anni del valor medio delle due principali componenti è riportato nel seguente grafico, nel quale sono stati evidenziati i rispettivi valori reali costanti al 2014, puliti dall'inflazione.

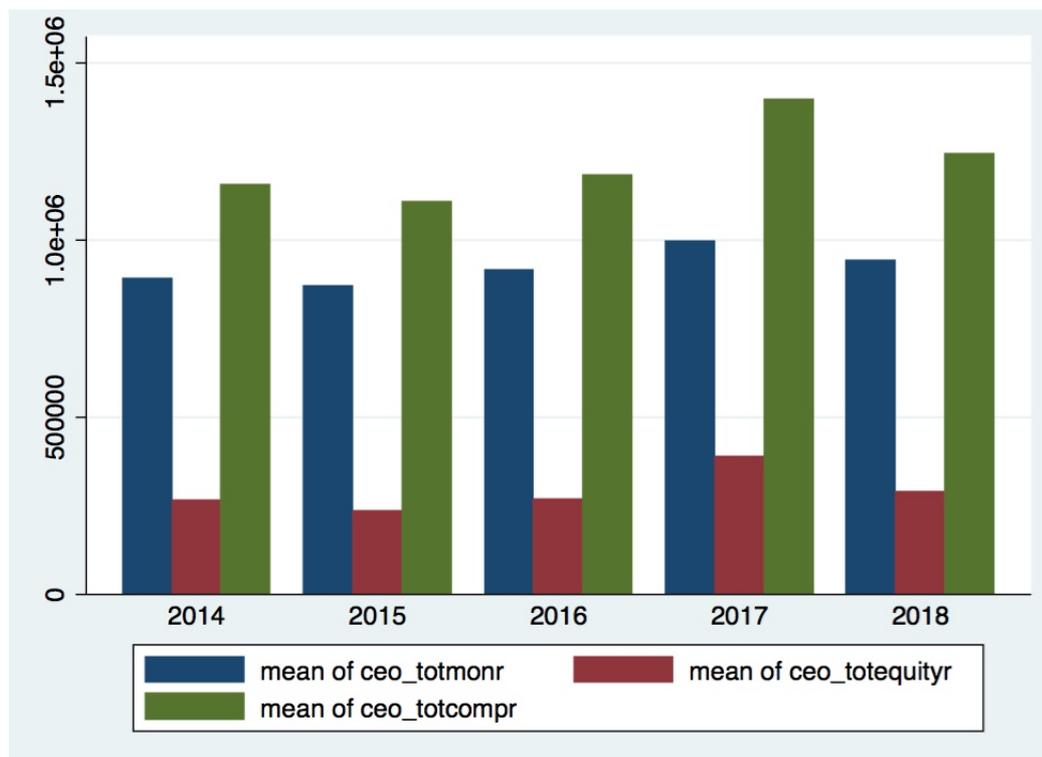


Figura 28 Andamento nel tempo della media dei compensi monetari e stock-based.

Per la parte monetaria si può notare un discreto aumento negli anni nella variabile depurata dall'inflazione. Invece, nella componente equity appare un andamento costante nell'arco dei 5 anni, con un picco nel 2017. La remunerazione totale a valori reali manifesta perciò un incremento nel corso del periodo preso in considerazione.

Effettuando un'analisi per sotto settore si evince che il compenso monetario medio più elevato è nelle Multi Utility, mentre curiosamente il compenso equity-based medio maggiore è nelle utilities dell'acqua, probabilmente perché sono presenti poche società ma che adottano più sovente piani di remunerazione stock-based.

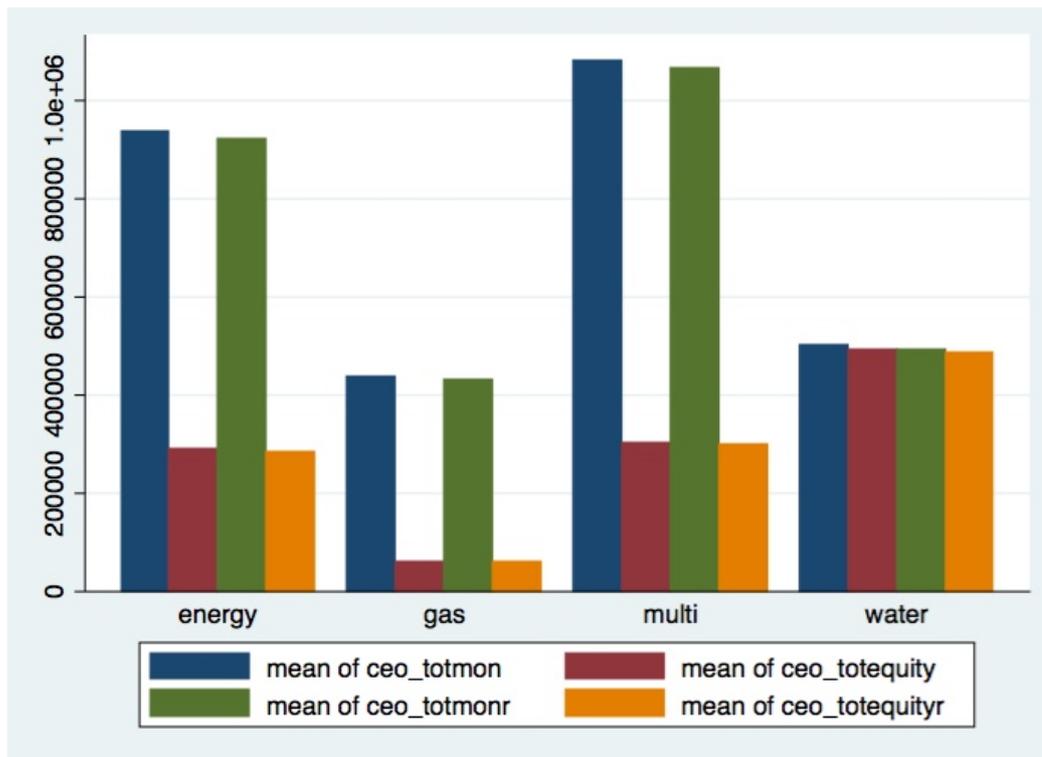


Figura 29 Remunerazione media monetaria e stock-based per settore.

4.4 Il modello di regressione adottato

Lo scopo dell'analisi condotta in questo elaborato è di verificare l'esistenza di una relazione tra la paga dei CEO del campione e le performance delle imprese da essi guidate. La remunerazione è suddivisa nelle due parti principali, la componente monetaria e quella stock-based, e per ciascuna è valutata la relazione con una serie di variabili di performance dell'azienda quali la capitalizzazione di mercato, il Return on Assets (ROA) o il Return on Sales (ROS). Al modello sono aggiunte delle **variabili di controllo** che tengono conto di:

- *Size* dell'impresa, rappresentata dal fatturato o dal totale attivo. È lecito aspettarsi che aziende più grandi, con un giro d'affari maggiore e con più assets nei propri libri contabili offrano stipendi più elevati ai propri manager.
- Specifiche del CEO, come età, durata dell'incarico (tenure), possibile duality.
- Specifiche della società, come il rapporto tra debito ed equity, i debiti a lungo termine o il rispettivo rapporto con il totale attivo.
- Specifiche di governance, come la dimensione del CdA, la percentuale di amministratori indipendenti, la frazione di donne nel board o il numero di meeting annuali.

Volendo rappresentare quanto detto sotto forma di funzione matematica si vuole dimostrare che:

$$CEOpay = f(Performance, Z, \varepsilon)$$

con Z il vettore di variabili di controllo e ε il termine di errore.

Il database impiegato presenta più aziende osservate per più anni, perciò si è di fronte a un insieme di dati *panel*. Di conseguenza, il modo migliore per eseguire regressioni sul dataset è il cosiddetto metodo a *effetti fissi*, siccome in questo modo è possibile controllare per variabili omesse diverse per ogni società ma costanti nel tempo e, viceversa, controllare per effetti congiunturali diversi di anno in anno, ma costanti per tutte le imprese. Il modello consente di eliminare la *distorsione* da variabili omesse in quanto l'idea di base è che se una variabile omessa non varia nel tempo allora qualsiasi variazione della variabile dipendente Y nel tempo non può essere causata dalla variabile omessa. Il modello si può rappresentare matematicamente nel modo seguente:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 X_{1,it} + \dots + \beta_k X_{k,it} + u_{it}$$

Con

- Y_{it} variabile dipendente che rappresenta la remunerazione del CEO, dove il pedice i indica la società da 1 a n e il pedice t indica l'anno di riferimento da 1 a T .
- α_i rappresenta l'intercetta per ogni impresa.
- $X_{1,it}, \dots, X_{k,it}$ sono le variabili indipendenti usate.
- β_1, \dots, β_k indicano i coefficienti della regressione.
- u_{it} è il termine di errore.

Il comando di riferimento su STATA per eseguire regressioni con dati panel è *xtreg*, utilizzabile dopo aver indicato al software di essere in presenza appunto di osservazioni panel con la funzione *xtset*.

4.4.1 La trasformazione logaritmica

Giacché appare interessante valutare l'*elasticità* tra remunerazione del CEO e performance aziendale, ossia la variazione *percentuale* del compenso del manager relativamente a una variazione *percentuale* della performance considerata, è

conveniente applicare la trasformazione **log-log** al modello adottato. Il modello, semplificando a una sola variabile, può essere ora scritto nel modo seguente:

$$\ln(Y_i) = \alpha + \beta_1 \ln(X_i) + u_i$$

Un aumento della variabile dipendente X comporterà:

$$\ln(Y_i + \Delta Y) = \alpha + \beta_1 \ln(X_i + \Delta X)$$

Se si sottrae alla seconda equazione la prima per valutare l'incremento si ottiene:

$$\ln(Y_i + \Delta Y) - \ln(Y_i) = \beta_1 [\ln(X_i + \Delta X) - \ln(X_i)]$$

Da cui si ricava, per modeste variazioni nel ΔX :

$$\frac{\Delta Y}{Y_i} = \beta_1 \frac{\Delta X}{X_i} \rightarrow \beta_1 = \frac{\Delta Y / Y_i}{\Delta X / X_i}$$

Attraverso la trasformazione logaritmica introdotta, una variazione percentuale dell'1% in X produce una variazione del $\beta_1\%$ in Y ed è per questo motivo che il coefficiente di regressione ha l'interpretazione di coefficiente di elasticità.

5 Risultati ottenuti

Nel quinto e ultimo capitolo sono descritti i risultati ottenuti dalle analisi di regressione statistica effettuate e le implicazioni che ne conseguono.

5.1 Test di ipotesi

In prima analisi sono stati eseguiti dei test di ipotesi per valutare l'esistenza di una differenza significativa tra **medie** dei compensi dei CEO raggruppati in funzione di alcune variabili binarie di interesse, presenti nel database. Tuttavia, i test di ipotesi sulla differenza tra medie hanno il limite di non considerare altre variabili, quindi i risultati dei test stessi, sebbene di primo acchito risultino consistenti, presentano limiti importanti.

5.1.1 Presenza dello Stato

Le imprese *State Owned*, ossia quelle imprese nelle quali esiste una partecipazione statale o di altro ente pubblico consistente, di norma offrono remunerazioni più basse rispetto alle altre società competitor perché operano in condizioni di monopolio naturale e detengono infrastrutture essenziali di pubblica utilità. Di conseguenza, la determinazione dei compensi segue un processo burocratico e politico più che uno di tipo competitivo, per evitare commenti negativi nell'opinione pubblica.

Il test di ipotesi sul campione in esame evidenzia una *differenza significativa* (con $\alpha = 5\%$) tra le medie della paga monetaria dei due tipi di aziende, a conferma dell'ipotesi di partenza. La figura seguente mostra i risultati: da sottolineare il valore della statistica t , pari a 3,42.

Two-sample t test with equal variances

| Group | Obs | Mean | Std. Err. | Std. Dev. | [95% Conf. Interval] | |
|----------|-----|----------|-----------|-----------|----------------------|---------|
| 0 | 122 | 1818594 | 118931.7 | 1313644 | 1583137 | 2054050 |
| 1 | 25 | 908109.8 | 86620.09 | 433100.4 | 729334.8 | 1086885 |
| combined | 147 | 1663749 | 103635 | 1256508 | 1458931 | 1868568 |
| diff | | 910483.8 | 266272.9 | | 384206.3 | 1436761 |

diff = mean(0) - mean(1) t = 3.4194
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 145

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.9996 Pr(|T| > |t|) = 0.0008 Pr(T > t) = 0.0004

Figura 30 Test sulla differenza tra medie del compenso monetario con State Ownership.

Anche per quanto riguarda la componente stock-based esiste una differenza significativa tra i due gruppi, con una statistica t pari a 2,49, maggiore del valore limite di 1,96: in media la componente equity della remunerazione è maggiore nelle imprese non controllate dallo Stato. Tuttavia, va ricordato che il test sfrutta solo 147 osservazioni, un sottoinsieme del campione di partenza.

5.1.2 CEO-Chair Duality

La sovrapposizione degli incarichi di amministratore delegato e di presidente del CdA comporta la condensazione di gran parte del potere decisionale nelle mani di una sola persona. Per questo motivo e per la capacità di influenzare il processo decisionale inerente alla determinazione dei compensi, la remunerazione di un CEO che al tempo stesso è anche Chairman è di solito più elevata, rispetto al caso in cui le due cariche siano divise.

Tuttavia compiendo un test di ipotesi sulle differenze tra medie, nel campione di energy utilities analizzato *non appare una differenza statisticamente significativa* al 5% tra i compensi dei due tipi di manager e, per di più, il valore medio in presenza di CEO Duality risulta essere minore. La seguente figura mostra i risultati del test per la parte monetaria della remunerazione, ma si ottiene la stessa conclusione per la componente equity. Nel primo caso il valore della statistica t vale 1,73, mentre nel secondo caso 1,50.

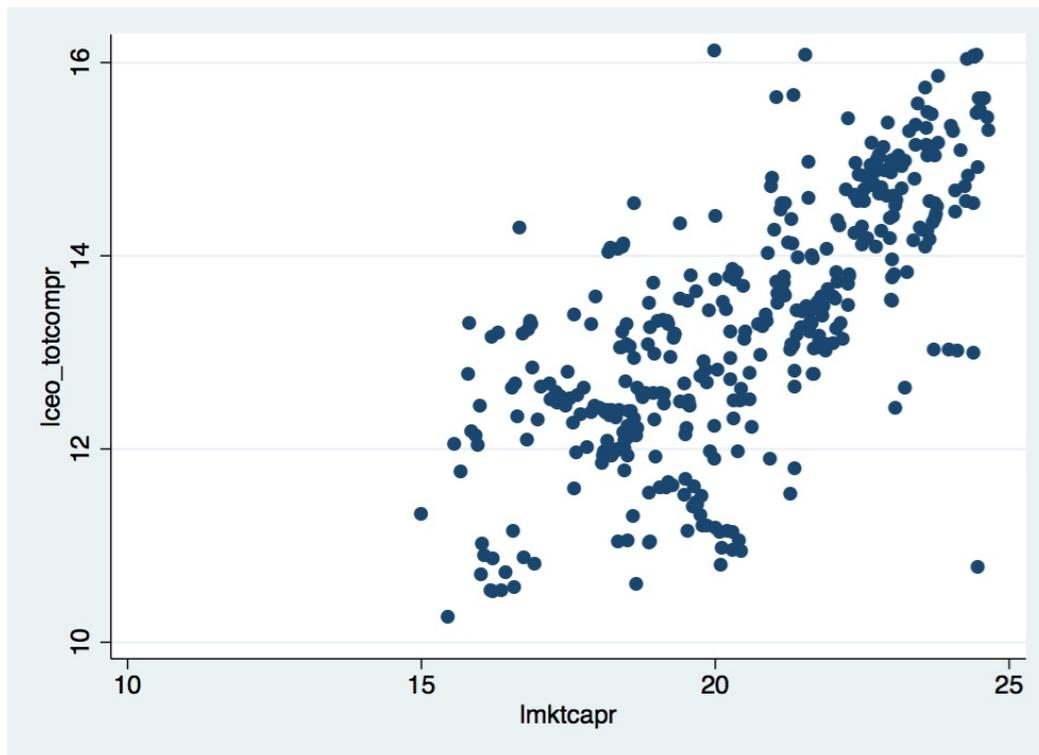


Figura 32 Relazione tra capitalizzazione di mercato e retribuzione totale.

Tuttavia, per valutare la significatività statistica di tale relazione sono state eseguite delle regressioni a effetti fissi.

5.2.1 Regressioni con il fatturato come variabile di controllo

Al fine di ricercare il reale impatto della capitalizzazione sulle due rispettive componenti della remunerazione del CEO, al modello *panel* di partenza sono state aggiunte delle variabili di controllo per investigare e isolare l'impatto della variabile di performance di interesse. Sono state di conseguenza realizzate diverse regressioni, riportate nelle tabelle successive, nelle quali sono state via via aggiunte variabili presenti nel database e descritte nel capitolo precedente: si controlla così il modello per anno, per *size* dell'impresa, per specifiche del CEO, per specifiche aziendali e per specifiche del board. In questo primo caso è usato il fatturato come variabile di controllo della dimensione aziendale.

Componente cash

| VARIABLES | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
|---------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|
| | lceo_ totmonr | lceo_ totmonr | lceo_ totmonr | lceo_ totmonr | lceo_ totmonr | lceo_ totmonr | lceo_ totmonr | lceo_ totmonr |
| lmktcapr | 0.1097 (0.071) | 0.0935 (0.084) | 0.0442 (0.077) | 0.0505 (0.083) | 0.0566 (0.084) | 0.0409 (0.098) | 0.3084 (0.185) | 0.3469* (0.188) |
| ltot_revr | | | 0.1324 (0.111) | 0.1497 (0.159) | 0.1456 (0.157) | 0.1393 (0.175) | 0.3048 (0.202) | 0.2739 (0.190) |
| ceo_age | | | | 0.0089 (0.006) | 0.0036 (0.007) | 0.0032 (0.007) | 0.0037 (0.011) | 0.0046 (0.011) |
| ceo_tenure | | | | | 0.0180 (0.014) | 0.0179 (0.015) | 0.0201 (0.018) | 0.0191 (0.018) |
| DE | | | | | | 0.0001 (0.000) | 0.0010 (0.066) | -0.0021 (0.065) |
| b_size | | | | | | | -0.0070 (0.023) | -0.0053 (0.022) |
| b_ind_pct | | | | | | | | -0.0046 (0.003) |
| 2015.year | | -0.0180 (0.056) | -0.0159 (0.057) | -0.0111 (0.062) | -0.0145 (0.063) | -0.0086 (0.067) | 0.1432 (0.130) | 0.1519 (0.131) |
| 2016.year | | 0.0465 (0.072) | 0.0649 (0.065) | 0.0856 (0.073) | 0.0804 (0.075) | 0.0789 (0.081) | 0.2648** (0.104) | 0.2785** (0.106) |
| 2017.year | | 0.0457 (0.082) | 0.0472 (0.079) | 0.0448 (0.089) | 0.0240 (0.091) | 0.0519 (0.098) | 0.2696** (0.103) | 0.2931*** (0.104) |
| 2018.year | | 0.0877 (0.076) | 0.0981 (0.074) | 0.1005 (0.083) | 0.0821 (0.086) | 0.1055 (0.094) | 0.2960*** (0.101) | 0.3292*** (0.103) |
| Constant | 10.8504*** (1.457) | 11.1483*** (1.688) | 9.4932*** (2.606) | 8.5980** (3.408) | 8.7729** (3.334) | 9.2388** (3.757) | -0.2676 (5.665) | -0.2441 (5.488) |
| Observations | 393 | 393 | 384 | 354 | 350 | 337 | 152 | 152 |
| R-squared | 0.0082 | 0.0206 | 0.0507 | 0.0638 | 0.0742 | 0.0757 | 0.2050 | 0.2137 |
| Number of n_firm | 84 | 84 | 83 | 77 | 76 | 74 | 35 | 35 |
| Firm FE | YES | YES | YES | YES | YES | YES | YES | YES |
| Year FE | | YES | YES | YES | YES | YES | YES | YES |

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

Tabella 11 Output regressioni per componente monetaria (1).

Per la componente monetaria del compenso sussiste una relazione positiva in tutte le regressioni esaminate, sebbene essa risulti significativa, al 10%, soltanto nell'ultima colonna della tabella 11. Nella prima colonna non si controlla per nessuna variabile: un aumento dell'1% nella capitalizzazione di mercato comporterebbe un aumento dello 0,11% della parte cash del compenso e il risultato sarebbe significativo al 12,7%. Nella regressione (2) sono aggiunti gli effetti temporali e si può inoltre notare come STATA in automatico elimini la variabile binaria riferita a uno dei 5 anni per non incappare nel problema di *collinearità perfetta*. Nella regressione (3) si controlla per dimensione dell'impresa, siccome è plausibile che aziende più grandi abbiano maggiori risorse disponibili per remunerare i propri dirigenti: nella tabella 11 si controlla per il fatturato totale, dopo averlo trasformato a valori reali e in logaritmo. Nelle regressioni (4) e (5) sono aggiunte specifiche del CEO come età e durata dell'incarico, mentre nella colonna

(6) si è aggiunta una variabile che controlla per la struttura finanziaria dell'impresa. Si è preferito il rapporto DE al rapporto tra debiti a lungo termine e Totale Attivo (LTD_TA) perché il primo risultava più significativo e mostrava coefficienti più costanti tra le varie regressioni eseguite e anche nei modelli successivi.

Nelle regressioni (7) e (8) sono inserite variabili relative ad aspetti di governance, quali la dimensione del board o la percentuale di amministratori indipendenti nel CdA (preferita alla percentuale di donne nel board). Tuttavia, i valori di queste variabili presenti nel database sono alquanto limitati e così di conseguenza si riducono notevolmente le osservazioni disponibili ai fini delle regressioni. Le due variabili, seppur non significative presentano un segno negativo come ci si poteva aspettare, e il loro inserimento rende significativo al 10% il coefficiente della capitalizzazione. Per completezza sono state introdotte nel modello anche altre variabili di governance, come la percentuale di donne nel board o l'eventualità che il presidente fosse un ex CEO, ma essendo anche queste osservazioni in numero limitato non sono state riportate nelle tabelle esposte.

Componente stock-based

Le regressioni effettuate per la parte equity del compenso si basano fin dall'inizio su un numero minore di osservazioni, poiché come evidenziato in precedenza, la remunerazione stock-based non sembra essere così diffusa nelle utilities europee.

| VARIABLES | (1) lceo_ totequityr | (2) lceo_ totequityr | (3) lceo_ totequityr | (4) lceo_ totequityr | (5) lceo_ totequityr | (6) lceo_ totequityr | (7) lceo_ totequityr | (8) lceo_ totequityr |
|------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| lmktcapr | 0.7429** (0.361) | 0.8874** (0.374) | 1.0451** (0.397) | 0.8825** (0.376) | 0.7505* (0.379) | 0.8894*** (0.320) | 0.7434 (0.577) | 0.8404 (0.489) |
| ltot_revr | | | -0.1748* (0.095) | 0.2183 (0.245) | 0.3242 (0.329) | 0.0840 (0.197) | -0.1210 (0.247) | -0.3960 (0.240) |
| ceo_age | | | | 0.0720*** (0.026) | 0.0996*** (0.020) | 0.1072*** (0.022) | 0.0869 (0.060) | 0.1210 (0.078) |
| ceo_tenure | | | | | -0.0879*** (0.031) | -0.0917*** (0.032) | -0.0629* (0.031) | -0.0861** (0.033) |
| DE | | | | | | 0.2640** (0.120) | 0.1583** (0.057) | 0.1752* (0.085) |
| b_size | | | | | | | 0.0066 (0.062) | -0.0261 (0.049) |
| b_ind_pct | | | | | | | | -0.0276 (0.019) |
| 2015.year | | -0.1513 (0.175) | -0.1319 (0.174) | -0.0989 (0.191) | -0.1094 (0.195) | -0.1788 (0.237) | -0.1310 (0.252) | -0.1099 (0.241) |
| 2016.year | | -0.0675 (0.180) | -0.0177 (0.182) | 0.0663 (0.210) | 0.0881 (0.210) | -0.0469 (0.241) | -0.2572 (0.332) | -0.1759 (0.327) |
| 2017.year | | -0.0083 (0.219) | -0.0246 (0.218) | 0.0043 (0.211) | 0.0188 (0.240) | -0.0742 (0.249) | -0.2548 (0.320) | -0.2810 (0.354) |
| 2018.year | | 0.3356 (0.226) | 0.3097 (0.234) | 0.2225 (0.185) | 0.2766 (0.193) | 0.1979 (0.194) | -0.0555 (0.363) | 0.0032 (0.381) |
| Constant | -3.0070 (7.813) | -6.1817 (8.152) | -5.8729 (7.525) | -14.8705 (9.781) | -15.4533 (10.024) | -14.0357 (8.689) | -5.4126 (10.915) | -0.9068 (10.024) |
| Observations | 112 | 112 | 111 | 106 | 104 | 97 | 61 | 61 |
| R-squared | 0.0898 | 0.1662 | 0.1890 | 0.2748 | 0.3302 | 0.4009 | 0.2789 | 0.3741 |
| Number of n_firm | 38 | 38 | 38 | 36 | 35 | 33 | 19 | 19 |
| Firm FE | YES |
| Year FE | YES |

Robust standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

Tabella 12 Output regressioni per componente equity (1).

Le regressioni in tabella 12 sono analoghe a quelle della tabella precedente, ma in questo caso la variabile di performance di interesse è significativa fin dalla regressione (1). Come avvenuto per la componente monetaria, l'introduzione nel modello delle variabili di governance nelle ultime due regressioni riduce le osservazioni disponibili, dunque il modello più rappresentativo sembra essere quello mostrato in colonna (6): un incremento dell'1% nella capitalizzazione di mercato comporta un aumento dello 0,89% della componente equity del compenso del CEO, controllando per fatturato, età, tenure e struttura finanziaria.

Nel modello è da notare il coefficiente significativo e con segno negativo della variabile che controlla per la durata dell'incarico: il risultato è in contrasto con l'ipotesi iniziale secondo cui dovrebbe sussistere una relazione positiva tra le due variabili per via dell'anzianità acquisita, ma una possibile spiegazione alternativa potrebbe essere che i compensi azionari sono maggiori in una fase iniziale per motivare il manager e diminuiscono all'aumentare della tenure.

5.2.2 Il Totale Attivo come variabile di controllo della size

In seguito, con l'obiettivo di ottenere migliori evidenze si è deciso di costruire un'alternativa ai modelli precedenti, andando a sostituire la variabile di controllo del fatturato con un'altra variabile di dimensione aziendale, ossia il totale degli asset, anch'esso dopo essere stato trasformato a valori reali e in logaritmo.

Componente cash

| VARIABLES | (1) lceo_ totmonr | (2) lceo_ totmonr | (3) lceo_ totmonr | (4) lceo_ totmonr | (5) lceo_ totmonr | (6) lceo_ totmonr |
|---------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| lmktcapr | 0.0879 (0.081) | 0.0848 (0.089) | 0.0899 (0.089) | 0.0702 (0.107) | 0.3662* (0.196) | 0.4112** (0.200) |
| ltot_assetr | 0.0315 (0.049) | 0.0274 (0.063) | 0.0253 (0.058) | 0.0418 (0.047) | 0.0087 (0.208) | -0.0229 (0.200) |
| ceo_age | | 0.0066 (0.007) | -0.0002 (0.008) | -0.0005 (0.008) | -0.0005 (0.014) | 0.0012 (0.013) |
| ceo_tenure | | | 0.0242 (0.017) | 0.0243 (0.018) | 0.0267 (0.019) | 0.0247 (0.019) |
| DE | | | | 0.0001 (0.000) | 0.0292 (0.037) | 0.0216 (0.040) |
| b_size | | | | | -0.0129 (0.022) | -0.0104 (0.021) |
| b_ind_pct | | | | | | -0.0057 (0.004) |
| 2015.year | -0.0167 (0.056) | -0.0150 (0.061) | -0.0180 (0.063) | -0.0132 (0.066) | 0.1315 (0.129) | 0.1439 (0.131) |
| 2016.year | 0.0470 (0.070) | 0.0650 (0.082) | 0.0600 (0.083) | 0.0603 (0.090) | 0.2374** (0.108) | 0.2575** (0.107) |
| 2017.year | 0.0468 (0.082) | 0.0468 (0.094) | 0.0230 (0.097) | 0.0544 (0.103) | 0.2343** (0.108) | 0.2655** (0.107) |
| 2018.year | 0.0860 (0.076) | 0.0962 (0.086) | 0.0726 (0.092) | 0.0926 (0.099) | 0.2698** (0.101) | 0.3132*** (0.099) |
| Constant | 10.5889*** (2.242) | 10.4689*** (2.540) | 10.6911*** (2.386) | 10.7470*** (2.498) | 5.4198 (4.320) | 5.3539 (4.275) |
| Observations | 393 | 361 | 357 | 344 | 152 | 152 |
| R-squared | 0.0215 | 0.0286 | 0.0450 | 0.0512 | 0.1817 | 0.1954 |
| Number of n_firm | 84 | 78 | 77 | 75 | 35 | 35 |
| Firm FE | YES | YES | YES | YES | YES | YES |
| Year FE | YES | YES | YES | YES | YES | YES |

Robust standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

Tabella 13 Output regressioni per componente monetaria (2).

Anche in questa seconda serie di modelli la variabile di interesse, vale a dire la capitalizzazione di mercato, diventa significativa solamente dopo l'aggiunta delle variabili di governance relative alla dimensione del board e alla percentuale di amministratori indipendenti, ma, analogamente al modello con il fatturato, nelle ultime due colonne il numero di osservazioni diminuisce sensibilmente. Sussiste comunque sempre una relazione positiva, come da ipotesi.

Componente stock-based

| VARIABLES | (1) lceo_ totequityr | (2) lceo_ totequityr | (3) lceo_ totequityr | (4) lceo_ totequityr | (5) lceo_ totequityr | (6) lceo_ totequityr |
|---------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| lmktcapr | 0.5608* (0.303) | 0.5509 (0.405) | 0.4991 (0.418) | 0.6391* (0.357) | 0.6735 (0.585) | 0.7944 (0.490) |
| ltot_assetr | 1.2849** (0.560) | 1.2269** (0.473) | 1.0625** (0.476) | 1.0204*** (0.323) | 0.4390 (0.758) | -0.1741 (0.440) |
| ceo_age | | 0.0571*** (0.017) | 0.0755*** (0.011) | 0.0888*** (0.008) | 0.1097** (0.049) | 0.1677** (0.072) |
| ceo_tenure | | | -0.0581* (0.029) | -0.0698** (0.026) | -0.0683** (0.032) | -0.1026*** (0.033) |
| DE | | | | 0.2581** (0.108) | 0.1611** (0.064) | 0.1623* (0.081) |
| b_size | | | | | 0.0403 (0.093) | -0.0143 (0.071) |
| b_ind_pct | | | | | | -0.0262 (0.017) |
| 2015.year | -0.2054 (0.189) | -0.1779 (0.200) | -0.1836 (0.199) | -0.2290 (0.232) | -0.1288 (0.252) | -0.0872 (0.237) |
| 2016.year | -0.1141 (0.209) | 0.0037 (0.209) | 0.0074 (0.202) | -0.0835 (0.220) | -0.2614 (0.343) | -0.1658 (0.336) |
| 2017.year | 0.0184 (0.231) | 0.0089 (0.202) | -0.0158 (0.208) | -0.0485 (0.207) | -0.2232 (0.316) | -0.2927 (0.347) |
| 2018.year | 0.2303 (0.222) | 0.1238 (0.178) | 0.1652 (0.169) | 0.1351 (0.166) | -0.0650 (0.351) | -0.0512 (0.367) |
| Constant | -27.8307** (12.808) | -29.8993*** (9.568) | -25.8470*** (9.032) | -28.9990*** (6.213) | -18.8144 (15.134) | -7.5330 (11.839) |
| Observations | 112 | 106 | 104 | 97 | 61 | 61 |
| R-squared | 0.2648 | 0.3506 | 0.3803 | 0.4541 | 0.2850 | 0.3627 |
| Number of n_firm | 38 | 36 | 35 | 33 | 19 | 19 |
| Firm FE | YES | YES | YES | YES | YES | YES |
| Year FE | YES | YES | YES | YES | YES | YES |

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

Tabella 14 Output regressioni per componente equity (2).

Per quanto riguarda la componente stock-based, presente in tabella 14, l'utilizzo del totale degli asset peggiora il livello di significatività della capitalizzazione, sebbene il Totale Attivo mostri dei coefficienti maggiori e risulti essere di per sé maggiormente significativo rispetto al fatturato nelle regressioni, in particolare da (1) a (4).

5.2.3 L'effetto CEO Duality

Alle regressioni mostrate nelle tabelle precedenti, sono state aggiunte in seguito la variabile di controllo *ceo_duality* e la sua **interazione** (indicata dal simbolo X tra i nomi delle due variabili) con la capitalizzazione di mercato. Essa indica l'interazione tra due variabili indipendenti, di cui una dummy e una continua, ed esprime la variazione del coefficiente della capitalizzazione nel caso di presenza di duality.

Come descritto in precedenza, la duality per ipotesi dovrebbe essere legata a un maggior *entrenchment* da parte del CEO, mentre la sua interazione con la variabile di performance dovrebbe comportare per ipotesi una minor sensitività tra pay e performance.

| VARIABLES | (1) lceo_totmonr | (2) lceo_totequityr | (3) lceo_totmonr | (4) lceo_totequityr |
|------------------|---------------------|------------------------|---------------------|-------------------------|
| lmktcapr | 0.0807 (0.100) | 0.7397* (0.364) | 0.1008 (0.102) | 0.5731 (0.384) |
| ltot_revr | 0.1333 (0.172) | 0.1666 (0.174) | 0.1322 (0.172) | 0.1279 (0.185) |
| ceo_age | 0.0006 (0.007) | 0.1487*** (0.022) | -0.0002 (0.007) | 0.1520*** (0.021) |
| ceo_tenure | 0.0226 (0.017) | -0.0977*** (0.032) | 0.0220 (0.017) | -0.1066*** (0.032) |
| ceo_duality | 0.4180** (0.176) | -1.5217** (0.581) | 2.0781 (2.126) | -57.5916*** (18.210) |
| DE | 0.0569 (0.042) | 0.2649** (0.121) | 0.0566 (0.042) | 0.2678** (0.118) |
| dualityXlmktcapr | | | -0.0783 (0.098) | 2.7937*** (0.891) |
| 2015.year | 0.0174 (0.069) | -0.2517 (0.252) | 0.0167 (0.069) | -0.4250 (0.279) |
| 2016.year | 0.1079 (0.087) | -0.1510 (0.261) | 0.1083 (0.086) | -0.2432 (0.273) |
| 2017.year | 0.0842 (0.102) | -0.2037 (0.257) | 0.0853 (0.102) | -0.3477 (0.285) |
| 2018.year | 0.1317 (0.099) | -0.0269 (0.246) | 0.1368 (0.100) | -0.1546 (0.261) |
| Constant | 8.5054** (3.717) | -14.3586* (8.103) | 8.1437** (3.832) | -11.0254 (8.697) |
| Observations | 311 | 96 | 311 | 96 |
| R-squared | 0.1046 | 0.4141 | 0.1064 | 0.4401 |
| Number of n_firm | 68 | 33 | 68 | 33 |
| Firm FE | YES | YES | YES | YES |
| Year FE | YES | YES | YES | YES |

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

Tabella 15 Regressioni con Duality e sua interazione.

Dalla tabella si possono trarre le seguenti considerazioni:

- Per la parte monetaria, aumenta il coefficiente della capitalizzazione rispetto alla regressione (6) di tabella 11 e il coefficiente della duality è positivo e significativo. Ciò significa che se l'amministratore delegato anche presidente del CdA la retribuzione cash aumenta del 41,8% circa, a parità di altre condizioni.
- Per la parte equity invece, diminuisce il coefficiente della capitalizzazione rispetto alla colonna (6) di tabella 12 (rimanendo comunque significativo al 10%). In questo caso il coefficiente della duality è negativo e significativo, in linea con quanto ottenuto nel test di ipotesi precedente. La spiegazione può essere che nel campione analizzato la duality è più frequente nelle piccole

imprese, dove il CEO è anche fondatore o proprietario, quindi non ha interesse a ricevere premi azionari o stock option.

- La variabile interagita *dualityXlmktcapr* offre risultati discordanti per le due componenti della compenso manageriale. Essere al tempo stesso CEO e presidente (variabile dummy uguale a 1) comporta una riduzione dell'effetto complessivo del market cap (somma algebrica dei due coefficienti) per la parte cash, tuttavia l'interazione non è significativa. Dall'altro lato, l'interazione conduce a un aumento considerevole e statisticamente significativo per la parte stock-based in caso di duality. Infatti, un aumento di 1% della capitalizzazione porta a un incremento del 3,36% ($0,57+2,79$) della retribuzione equity.

5.2.4 CEO Turnover

Un passo successivo è stato quello di aggiungere al modello anche la variabile dummy *ceo_turn*, che esprime l'evenienza di un cambio di manager in un determinato anno in una data società. In teoria, una sostituzione comporta una diminuzione della retribuzione dovuta essenzialmente ad asimmetrie informative contrattuali: il CEO subentrante ricopre la carica per la prima volta, non ha ancora mai raggiunto obiettivi aziendali e in alcuni casi egli proviene da altre società e non ha seguito una crescita interna.

| VARIABLES | (1) lceo_totmonr | (2) lceo_totequityr | (3) lceo_totmonr | (4) lceo_totequityr |
|------------------|----------------------|------------------------|----------------------|------------------------|
| lmktcapr | 0.1058 (0.091) | 0.7240* (0.376) | 0.1304 (0.099) | 0.6013 (0.384) |
| ltot_revr | 0.1150 (0.155) | 0.1701 (0.188) | | |
| ceo_age | 0.0062 (0.007) | 0.1521*** (0.027) | 0.0001 (0.009) | 0.1059*** (0.029) |
| ceo_tenure | 0.0381* (0.022) | -0.1082** (0.043) | 0.0437* (0.026) | -0.0794** (0.029) |
| ceo_duality | 0.5466*** (0.136) | -1.5385** (0.590) | 0.5590*** (0.168) | -0.5426 (0.704) |
| ceo_turn | -0.3432** (0.168) | 0.1738 (0.397) | -0.2799 (0.171) | 0.1062 (0.332) |
| DE | 0.0615 (0.037) | 0.2535* (0.125) | 0.0719* (0.040) | 0.2517** (0.115) |
| 2015.year | -0.0187 (0.073) | -0.2194 (0.268) | -0.0188 (0.072) | -0.2325 (0.258) |
| 2016.year | 0.0599 (0.082) | -0.1243 (0.261) | 0.0418 (0.093) | -0.0958 (0.251) |
| 2017.year | 0.0206 (0.096) | -0.1962 (0.252) | 0.0341 (0.100) | -0.1050 (0.238) |
| 2018.year | 0.0250 (0.100) | 0.0025 (0.232) | 0.0269 (0.103) | 0.0700 (0.233) |
| ltot_assetr | | | 0.0181 (0.039) | 0.9225** (0.343) |
| Constant | 8.0486** (3.421) | -14.2356* (8.063) | 9.7857*** (2.201) | -26.6701*** (7.972) |
| Observations | 311 | 96 | 318 | 96 |
| R-squared | 0.1588 | 0.4174 | 0.1186 | 0.4521 |
| Number of n_firm | 68 | 33 | 69 | 33 |
| Firm FE | YES | YES | YES | YES |
| Year FE | YES | YES | YES | YES |

Robust standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

Tabella 16 Regressioni con la variabile del turnover.

Il turnover determina, in effetti, una riduzione della parte monetaria del compenso del CEO. In particolare, con il fatturato come variabile di controllo, il cambio di manager provoca una riduzione del 34% circa della remunerazione cash e il risultato è statisticamente significativo. Con il Totale Attivo come variabile di controllo l'evidenza peggiora, mostrando comunque un p-value del 10,6% e consistenza nel segno ipotizzato.

Per la componente stock-based invece, i coefficienti della tabella precedente non sono significativi e nemmeno il segno è consistente con l'ipotesi di partenza. Il risultato potrebbe essere inficiato dal contenuto numero di osservazioni o dal fatto che al primo anno di incarico poche società offrono un contributo equity come remunerazione al CEO.

5.3 Regressioni con variabili di performance contabili

In secondo luogo, oltre alla performance finanziaria, si sono analizzate possibili relazioni causali con misure di rendimento contabili. In particolare, sono stati presi in considerazione il Return on Assets e il Return on Sales.

5.3.1 Risultati con Return on Assets

Per ipotesi dovrebbe sussistere una relazione positiva tra paga e redditività degli assets utilizzati, uno tra gli indici di bilancio più importanti. Il valore dell'indice raccolto da Eikon presentava alcuni outlier, come evidenziato nelle statistiche descrittive in tabella 6. Di conseguenza, si è provato a eliminare le misure anomale rimuovendo i valori oltre il primo e il novantanovesimo percentile o creando una variabile alternativa chiamata *ROA* calcolata manualmente. Tuttavia, il prodotto delle regressioni non è assolutamente migliorato e perciò sono qui riportati i risultati con la variabile iniziale *roa_pct*.

Nelle tabelle seguenti sono mostrati gli output statistici delle regressioni per le due parti della remunerazione: in questo caso sono riportati solamente i risultati con il logaritmo del fatturato come variabile di controllo, perché è il modello con maggior significatività.

| VARIABLES | (1) lceo_ totmonr | (2) lceo_ totmonr | (3) lceo_ totmonr | (4) lceo_ totmonr | (5) lceo_ totmonr | (6) lceo_ totmonr | (7) lceo_ totmonr | (8) lceo_ totmonr |
|------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| roa_pct | -0.0029 (0.002) | -0.0040 (0.003) | -0.0068** (0.003) | -0.0104*** (0.003) | -0.0102*** (0.003) | -0.0101** (0.005) | 0.0297 (0.018) | 0.0310* (0.018) |
| ltot_revr | | | 0.2178* (0.119) | 0.3096** (0.152) | 0.3056** (0.148) | 0.3257* (0.186) | 0.3875** (0.169) | 0.3729** (0.157) |
| ceo_age | | | | 0.0078 (0.006) | 0.0032 (0.007) | 0.0030 (0.007) | 0.0015 (0.011) | 0.0020 (0.011) |
| ceo_tenure | | | | | 0.0164 (0.015) | 0.0162 (0.015) | 0.0142 (0.020) | 0.0131 (0.020) |
| DE | | | | | | 0.0001 (0.000) | 0.0103 (0.063) | 0.0071 (0.065) |
| b_size | | | | | | | -0.0133 (0.028) | -0.0119 (0.027) |
| b_ind_pct | | | | | | | | -0.0034 (0.003) |
| 2015.year | | -0.0116 (0.057) | -0.0192 (0.059) | -0.0234 (0.066) | -0.0273 (0.067) | -0.0182 (0.069) | 0.1526 (0.131) | 0.1591 (0.133) |
| 2016.year | | 0.0739 (0.074) | 0.1015 (0.067) | 0.1227* (0.073) | 0.1171 (0.074) | 0.1097 (0.075) | 0.2422** (0.109) | 0.2505** (0.111) |
| 2017.year | | 0.0644 (0.076) | 0.0756 (0.071) | 0.0843 (0.078) | 0.0648 (0.080) | 0.0759 (0.082) | 0.2427** (0.105) | 0.2595** (0.111) |
| 2018.year | | 0.1220 (0.073) | 0.1297* (0.071) | 0.1301* (0.076) | 0.1121 (0.079) | 0.1195 (0.081) | 0.2741** (0.106) | 0.2985** (0.114) |
| Constant | 13.0947*** (0.000) | 13.0426*** (0.051) | 8.6335*** (2.411) | 6.3817** (3.018) | 6.6451** (2.919) | 6.2347* (3.716) | 4.9593 (4.102) | 5.4446 (3.833) |
| Observations | 384 | 384 | 376 | 347 | 343 | 335 | 151 | 151 |
| R-squared | 0.0041 | 0.0257 | 0.0887 | 0.1221 | 0.1295 | 0.1208 | 0.1871 | 0.1925 |
| Number of n_firm | 83 | 83 | 82 | 76 | 75 | 74 | 35 | 35 |
| Firm FE | YES |
| Year FE | | YES |

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

Tabella 17 Regressioni con ROA per componente monetaria.

Per la parte monetaria compare una relazione negativa e significativa nelle regressioni da (1) a (6), contrariamente all'ipotesi di partenza. Le regressioni (7) e (8) mostrano invece un legame positivo, ma come nel precedente caso della capitalizzazione di mercato esse sono basate su un numero di osservazioni notevolmente ridotto.

| VARIABLES | (1) lceo_ totequityr | (2) lceo_ totequityr | (3) lceo_ totequityr | (4) lceo_ totequityr | (5) lceo_ totequityr | (6) lceo_ totequityr | (7) lceo_ totequityr | (8) lceo_ totequityr |
|------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| roa_pct | 0.0150 (0.027) | 0.0075 (0.027) | 0.0108 (0.031) | 0.0192 (0.028) | 0.0222 (0.022) | 0.0332 (0.024) | 0.0689 (0.043) | 0.0773* (0.045) |
| ltot_revr | | | 0.0405 (0.145) | 0.3990 (0.275) | 0.4506 (0.278) | 0.2423 (0.219) | 0.5342 (0.512) | 0.3408 (0.513) |
| ceo_age | | | | 0.0915** (0.036) | 0.1066*** (0.031) | 0.1077*** (0.030) | 0.2068** (0.088) | 0.2559*** (0.077) |
| ceo_tenure | | | | | -0.0926** (0.039) | -0.1031** (0.042) | -0.1037** (0.042) | -0.1320*** (0.032) |
| DE | | | | | | 0.2458** (0.120) | 0.2286*** (0.058) | 0.2539*** (0.050) |
| b_size | | | | | | | -0.0231 (0.059) | -0.0593 (0.037) |
| b_ind_pct | | | | | | | | -0.0275 (0.016) |
| 2015.year | | -0.2906 (0.218) | -0.2811 (0.223) | -0.2751 (0.223) | -0.2774 (0.227) | -0.3669 (0.260) | -0.1370 (0.246) | -0.1173 (0.249) |
| 2016.year | | -0.2606* (0.151) | -0.2080 (0.167) | -0.1823 (0.206) | -0.1161 (0.212) | -0.2522 (0.233) | -0.5017** (0.230) | -0.4514* (0.257) |
| 2017.year | | -0.1242 (0.248) | -0.0928 (0.254) | -0.1548 (0.238) | -0.0995 (0.288) | -0.1813 (0.295) | -0.5640* (0.271) | -0.6298** (0.235) |
| 2018.year | | 0.0944 (0.218) | 0.1116 (0.243) | -0.0811 (0.196) | 0.0565 (0.243) | -0.0115 (0.231) | -0.4874* (0.243) | -0.4841** (0.229) |
| Constant | 13.0012*** (0.045) | 13.0863*** (0.156) | 12.2107*** (3.103) | -0.3924 (7.295) | -1.9891 (7.102) | 2.1516 (5.882) | -9.5177 (16.647) | -5.4254 (15.936) |
| Observations | 107 | 107 | 106 | 101 | 99 | 97 | 61 | 61 |
| R-squared | 0.0097 | 0.0604 | 0.0573 | 0.2047 | 0.2734 | 0.3335 | 0.2832 | 0.3782 |
| Number of n_firm | 37 | 37 | 37 | 35 | 34 | 33 | 19 | 19 |
| Firm FE | YES |
| Year FE | YES |

Robust standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

Tabella 18 Regressioni con ROA per componente equity.

Al contrario, nelle regressioni per la componente equity appare sempre una relazione positiva tra le due variabili di interesse, nonostante non sia significativa se non nell'ultima colonna della tabella 18.

5.3.2 Effetto CEO Duality e turnover

In seguito, anche nel modello per il ROA sono stati aggiunti i coefficienti inerenti alla duality e al turnover. Nella tabella 19 i coefficienti del ROA seguono l'aspetto appena descritto nelle due tabelle precedenti, mentre per le variabili di controllo appena aggiunte si può notare un comportamento analogo al caso della capitalizzazione.

| VARIABLES | (1) lceo_totmonr | (2) lceo_totequityr | (3) lceo_totmonr | (4) lceo_totequityr |
|------------------|---------------------|------------------------|----------------------|------------------------|
| roa_pct | -0.0101* (0.005) | 0.0169 (0.027) | -0.0112** (0.005) | 0.0463 (0.035) |
| ltot_revr | 0.3352* (0.191) | 0.3068 (0.194) | 0.3236* (0.167) | 0.3359* (0.195) |
| ceo_age | -0.0000 (0.008) | 0.1680*** (0.031) | 0.0055 (0.008) | 0.1548*** (0.027) |
| ceo_tenure | 0.0209 (0.018) | -0.1105*** (0.037) | 0.0365 (0.022) | -0.1351*** (0.046) |
| ceo_duality | 0.4128** (0.180) | -2.0942*** (0.564) | 0.5420*** (0.129) | -1.6860*** (0.484) |
| ceo_turn | | | -0.3438** (0.162) | 0.5397 (0.503) |
| DE | 0.0272 (0.043) | 0.2472** (0.117) | 0.0284 (0.037) | 0.2253* (0.126) |
| 2015.year | 0.0083 (0.072) | -0.4194 (0.255) | -0.0244 (0.075) | -0.3105 (0.278) |
| 2016.year | 0.1424* (0.080) | -0.3356 (0.209) | 0.0990 (0.075) | -0.2616 (0.228) |
| 2017.year | 0.1119 (0.088) | -0.3345 (0.253) | 0.0551 (0.080) | -0.2725 (0.245) |
| 2018.year | 0.1480* (0.088) | -0.2668 (0.200) | 0.0470 (0.087) | -0.1262 (0.205) |
| Constant | 6.0574 (3.820) | -1.9252 (4.911) | 5.9972* (3.408) | -1.9535 (4.950) |
| Observations | 309 | 96 | 309 | 96 |
| R-squared | 0.1478 | 0.3650 | 0.2031 | 0.3857 |
| Number of n_firm | 68 | 33 | 68 | 33 |
| Firm FE | YES | YES | YES | YES |
| Year FE | YES | YES | YES | YES |

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

Tabella 19 Regressioni con ROA con Duality e turnover.

La duality è sempre significativa e compare con un segno positivo per la parte cash e con un segno negativo per la componente equity, in linea con le spiegazioni fornite per la tabella 15. Il turnover è significativo solo per la parte monetaria: quando il manager cambia il compenso cash si riduce del 34% circa.

5.3.3 Risultati con Return on Sales

Si sono eseguite regressioni anche con la redditività delle vendite, per tentare di ottenere migliori evidenze attraverso un'altra misura di performance contabile. Per ipotesi, dal modello dovrebbe emergere anche in questo caso una relazione positiva tra misura di performance e paga. Inoltre, nel modello si è scelto il totale degli assets come variabile di controllo della size per via dei migliori risultati.

Nelle due tabelle successive sono mostrati i coefficienti ottenuti per la parte cash e per quella equity. Per la prima, il ROS è significativo, sebbene il suo impatto sulla remunerazione monetaria sia alquanto contenuto. Con l'aggiunta del rapporto DE in colonna (7) il coefficiente del ROS appare significativo ma con segno negativo,

evidenza contraria all'ipotesi iniziale. Questo potrebbe essere legato a una riduzione, sebbene ridotta, di osservazioni importanti.

| VARIABLES | (1) lceo_ totmonr | (2) lceo_ totmonr | (3) lceo_ totmonr | (4) lceo_ totmonr | (5) lceo_ totmonr | (6) lceo_ totmonr |
|---------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| ebitda_mar_pct | 0.0003* (0.056) | 0.0004** (0.013) | 0.0003*** (0.008) | 0.0006* (0.077) | 0.0006* (0.053) | 0.0006* (0.084) |
| ltot_assetr | | | -0.0460 (0.157) | -0.0792** (0.031) | -0.0718* (0.054) | -0.0631 (0.119) |
| ceo_age | | | | 0.0093 (0.113) | 0.0037 (0.574) | 0.0006 (0.930) |
| ceo_tenure | | | | | 0.0199 (0.190) | 0.0266 (0.152) |
| ceo_duality | | | | | | 0.4089** (0.013) |
| DE | | | | | | |
| 2015.year | | -0.0152 (0.790) | -0.0167 (0.774) | -0.0123 (0.846) | -0.0159 (0.806) | 0.0145 (0.834) |
| 2016.year | | 0.0678 (0.307) | 0.0689 (0.304) | 0.0947 (0.212) | 0.0880 (0.258) | 0.1232 (0.152) |
| 2017.year | | 0.0570 (0.461) | 0.0568 (0.466) | 0.0623 (0.472) | 0.0408 (0.647) | 0.0743 (0.447) |
| 2018.year | | 0.1144 (0.125) | 0.1178 (0.116) | 0.1294 (0.119) | 0.1078 (0.218) | 0.1328 (0.172) |
| Constant | 13.1129*** (0.000) | 13.0654*** (0.000) | 14.0501*** (0.000) | 14.3905*** (0.000) | 14.4658*** (0.000) | 14.4202*** (0.000) |
| Observations | 379 | 379 | 379 | 349 | 345 | 317 |
| R-squared | 0.0040 | 0.0243 | 0.0259 | 0.0396 | 0.0510 | 0.0685 |
| Number of n_firm | 82 | 82 | 82 | 76 | 75 | 69 |
| Firm FE | YES | YES | YES | YES | YES | YES |
| Year | | YES | YES | YES | YES | YES |

Robust pval in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

Tabella 20 Regressioni con ROS per componente monetaria.

Per la parte equity invece, al contrario del ROA, le regressioni con il Return on Sales non sono mai statisticamente significative, da come si può notare nella tabella successiva dai p-value in parentesi posti sotto i coefficienti.

| VARIABLES | (1) lceo_ totequityr | (2) lceo_ totequityr | (3) lceo_ totequityr | (4) lceo_ totequityr | (5) lceo_ totequityr | (6) lceo_ totequityr | (7) lceo_ totequityr |
|------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| ebitda_mar_pct | -0.0004 (0.233) | -0.0003 (0.478) | 0.0002 (0.411) | -0.0009 (0.854) | -0.0000 (0.995) | 0.0019 (0.729) | 0.0065 (0.230) |
| ltot_assestr | | | 1.7507*** (0.007) | 1.4395** (0.035) | 1.3024** (0.049) | 1.2600* (0.062) | 1.3140*** (0.008) |
| ceo_age | | | | 0.0659*** (0.000) | 0.0800*** (0.000) | 0.1060** (0.028) | 0.1570*** (0.001) |
| ceo_tenure | | | | | -0.0574 (0.102) | -0.0635 (0.123) | -0.0932*** (0.003) |
| ceo_duality | | | | | | -0.7362 (0.465) | -1.6358* (0.072) |
| DE | | | | | | | 0.2600** (0.031) |
| 2015.year | | -0.2976 (0.182) | -0.2872 (0.195) | -0.2877 (0.188) | -0.2920 (0.178) | -0.3109 (0.164) | -0.4018 (0.101) |
| 2016.year | | -0.2214 (0.176) | -0.1211 (0.527) | -0.1426 (0.442) | -0.1123 (0.521) | -0.1339 (0.502) | -0.2833 (0.212) |
| 2017.year | | -0.1262 (0.636) | 0.0133 (0.960) | -0.0877 (0.699) | -0.0910 (0.702) | -0.1729 (0.534) | -0.2932 (0.266) |
| 2018.year | | 0.0954 (0.667) | 0.1131 (0.659) | -0.0684 (0.700) | 0.0161 (0.930) | -0.0916 (0.731) | -0.2365 (0.307) |
| Constant | 12.9874*** (0.000) | 13.0775*** (0.000) | -26.0338* (0.066) | -22.9321 (0.138) | -20.4318 (0.177) | -20.6739 (0.169) | -24.8318** (0.031) |
| Observations | 106 | 106 | 106 | 101 | 99 | 98 | 96 |
| R-squared | 0.0077 | 0.0558 | 0.2516 | 0.3225 | 0.3523 | 0.3533 | 0.4241 |
| Number of n_firm | 37 | 37 | 37 | 35 | 34 | 34 | 33 |
| Firm FE | YES |
| Year FE | | YES | YES | YES | YES | YES | YES |

Robust pval in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

Tabella 21 Regressioni con ROS per componente stock-based.

5.4 Quadro conclusivo sulla remunerazione totale

Infine, è stata compiuta un'analisi di regressione sulla remunerazione complessiva del CEO in modo da trarre una conclusione sulla relazione esistente tra il compenso manageriale e le misure di performance aziendale.

| VARIABLES | (1) | (2) | (3) | (4) |
|------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|
| | lceo_totcompr | lceo_totcompr | lceo_totcompr | lceo_totcompr |
| lmktcapr | 0.2786** (0.113) | | | |
| roa_pct | | -0.0116** (0.005) | | |
| ebitda_mar_pct | | | -0.0065*** (0.001) | |
| lebitdar | | | | 0.2371** (0.109) |
| ltot_assestr | | | | 0.2413 (0.179) |
| ltot_revr | 0.1447 (0.178) | 0.4378*** (0.152) | 0.5049*** (0.139) | |
| ceo_age | 0.0151 (0.009) | 0.0131 (0.010) | 0.0053 (0.009) | 0.0085 (0.010) |
| ceo_tenure | 0.0202 (0.021) | 0.0176 (0.021) | 0.0234 (0.022) | 0.0202 (0.019) |
| ceo_duality | 0.4012*** (0.128) | 0.4037*** (0.113) | 0.4516*** (0.143) | 0.4851*** (0.130) |
| ceo_turn | -0.3320* (0.187) | -0.3165* (0.190) | -0.2484 (0.178) | -0.2965 (0.195) |
| DE | 0.0737* (0.041) | 0.0166 (0.040) | 0.0150 (0.039) | 0.0181 (0.048) |
| 2015.year | -0.0656 (0.082) | -0.0690 (0.087) | -0.0551 (0.088) | -0.0897 (0.090) |
| 2016.year | 0.0425 (0.088) | 0.0917 (0.085) | 0.0836 (0.084) | 0.0372 (0.086) |
| 2017.year | 0.0373 (0.115) | 0.1012 (0.108) | 0.1165 (0.107) | 0.1026 (0.103) |
| 2018.year | 0.0131 (0.098) | 0.0592 (0.091) | 0.0589 (0.096) | 0.0443 (0.093) |
| Constant | 3.5569 (3.614) | 3.4676 (3.055) | 2.5391 (2.741) | 2.8762 (3.992) |
| Observations | 311 | 309 | 311 | 304 |
| R-squared | 0.1464 | 0.1699 | 0.2016 | 0.1556 |
| Number of n_firm | 68 | 68 | 68 | 66 |
| Firm FE | YES | YES | YES | YES |
| Year FE | YES | YES | YES | YES |

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

Tabella 22 Regressioni sulla retribuzione totale.

La regressione (1) mostra come un aumento di un punto percentuale nella capitalizzazione provochi un aumento dello 0,28% nella retribuzione e il risultato è statisticamente significativo. Le variabili di controllo, anche se non tutte significative, presentano il segno ipotizzato. Invece, nelle regressioni (2) e (3) le variabili di performance contabili utilizzate sono sì significative, ma presentano un segno negativo, contrario alle ipotesi di partenza. Le altre variabili di controllo mostrano la stessa situazione di colonna (1).

Inoltre, è stata aggiunta un'ultima colonna di regressione con il logaritmo dell'EBITDA come variabile di performance: il coefficiente è significativo e indica che un aumento di un punto percentuale del margine operativo lordo comporta un aumento dello 0,24% circa nel compenso totale del CEO.

Conclusioni

Nella parte teorica di questo elaborato si sono descritte le principali teorie alla base del governo societario, sono stati analizzati i vari meccanismi di cui si compone la Corporate Governance, sono state esposte le maggiori riforme applicate in ambito europeo e sono state riportate anche alcune critiche basate su evidenze empiriche in contesti di crisi.

Nel terzo capitolo è stato approfondito nel dettaglio il meccanismo della remunerazione manageriale, in particolare per quanto riguarda la figura del CEO: sono state descritte le varie componenti e sono state riportati vari risultati empirici tratti da papers di illustri economisti. Nello specifico si è visto come nell'arco del secolo scorso la remunerazione è cresciuta molto nel tempo, soprattutto grazie all'introduzione delle stock option e di bonus stock-based. Si sono raccolte poi evidenze sulle energy utilities da due papers, uno relativo al contesto americano e uno al contesto europeo.

Nel quarto e quinto capitolo si è svolta l'analisi econometrica al fine di stabilire l'esistenza di una qualche forma di relazione tra le due principali componenti della remunerazione del CEO e alcune misure di performance finanziaria e contabile. Analizzando le statistiche descrittive emerge una elevata variabilità e asimmetria nel campione in esame. Il fatturato medio a valori costanti mostra un andamento decrescente, risultato causato probabilmente dall'apertura dei mercati liberi dell'energia e dai prezzi in discesa.

La remunerazione complessiva mostra invece un trend crescente. La componente basata su stock option e premi azionari pare essere poco diffusa nel campione, poiché essa compare in solo 112 osservazioni sulle 490 totali (398 con valori effettivamente registrati). Le aziende con presenza statale offrono in media un compenso minore rispetto alle concorrenti.

Dalle regressioni a effetti fissi eseguite emergono diversi risultati. Con la capitalizzazione di mercato emerge una relazione positiva per entrambe le componenti del compenso, sebbene risulti significativa soltanto per la parte equity. Un aumento del 10% nel valore di Borsa comporta un aumento del 7-8% nella retribuzione stock-based del manager e del 2,78% sul compenso totale. Le evidenze sono concordi con la letteratura.

Per il ROA emerge una relazione positiva solamente con la componente equity, mentre al contrario per il ROS si evince un legame positivo solo con la parte monetaria.

Le variabili di controllo maggiormente significative e coerenti con le ipotesi sono l'età del CEO, la duality, il turnover e il fatturato. Le variabili di governance inerenti al board sono sì significative e coerenti, ma presenti in numero limitato nel database Eikon: per queste ultime sarebbero forse necessari ulteriori approfondimenti al fine di cogliere possibili relazioni rilevanti, attraverso la raccolta di osservazioni lungo un arco temporale più esteso.

Infine, emerge poi una relazione positiva e significativa anche tra il totale della retribuzione e l'EBITDA a valori costanti, coerentemente con l'ipotesi di partenza.

In conclusione, siccome sembra emergere una migliore evidenza empirica tra remunerazione e valore di Borsa, si può inferire che i manager siano maggiormente incentivati a migliorare le performance finanziarie delle utilities energetiche che guidano al fine di ottenere un compenso più elevato, piuttosto che migliorare le vendite o la redditività dei propri assets.

Ringraziamenti

In quest'ultima pagina dell'elaborato e a conclusione del mio intero percorso universitario ci terrei a ringraziare una serie di persone che hanno avuto un ruolo di conforto e di aiuto nell'arco di questi cinque anni.

Innanzitutto, vorrei ringraziare il mio relatore, la professoressa Laura Rondi, per i consigli e la disponibilità concessimi per realizzare il lavoro di tesi. Con l'occasione vorrei ancora ringraziare il professor Federico Piglione per essere stato mio relatore nella tesi triennale.

In secondo luogo, vorrei ringraziare il mio vecchio prof delle scuole superiori, Enrico Bellincioni. Ora più che un vecchio prof sei un amico con cui bere della sana e buona birra in compagnia anche di Mauro.

Vorrei ringraziare tutta la mia famiglia, mia madre, mio padre e mio fratello, per la possibilità che mi ha dato di poter affrontare questi cinque anni di studio senza preoccupazioni.

Ringrazio i miei vecchi amici, con cui ho sempre passato momenti felici e avventure indimenticabili: Mirko, Matteo, Mauro, Umbe, Mike, Meme. Grazie all'esperienza universitaria ho conosciuto Dario, Davide, Albi, Pietro: sarebbe bello mantenere i rapporti anche con voi, nonostante la distanza.

E per ultima, ma di certo non ultima per importanza, voglio ringraziare Ana, la mia anima gemella con la quale posso dire tutto e che ormai mi conosce alla perfezione, senza giudicarmi. Noi due siamo in sintonia, ci capiamo e con te sto vivendo esperienze ineffabili, che rimarranno per sempre nel cuore.

Ancora un sincero e profondo ringraziamento a tutti voi.

Bibliografia

Alchian A. A., Demsetz H., "Production, Information Cost and Economic Organization", *The American Economic Review*, Vol.62, n.5, pp. 777-795, 1972

Baker G.P., Hall B. J., "CEO Incentives and Firm Size", *Journal of Labor Economics*, Vol.22, n.4, 2004

Berle A. e Means G., "The Modern Corporation and Private Property", 1932

Bertrand M., Mullainathan S., "Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are", *The Quarterly Journal of Economics*, pp. 901-932, 2001

Boss D.S., Connelly B. L., Hoskisson R.E. e Tihanyi L., "Corporate governance: Ownership interests, Incentives and conflicts" in "The Oxford Handbook of Corporate Governance", Oxford University Press, 2013

Brunello G., Graziano C., Parigi B. M., "CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case", *Journal of Banking & Finance*, 2002

Burhop C., Deloof M., "Corporate Governance", Paris School of Economics

Cadbury Report, 1992

Cambini C., Rondi L. e De Masi S., "Incentive Compensation in Energy Firms: Does Regulation Matter?", *Corporate Governance: An International Review*, pp. 378-395, 2015

Conyon M. J., Fernandes N., Ferreira M. A., Matos P., Murphy K. J., "The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis", Fondazione Rodolfo De Benedetti, 2010

Coughlan A. T., Schmidt R. M., "Executive compensation, management turnover, and firm performance: An empirical investigation", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.7, Issues 1-3, pp. 43-66, 1985

Eisenhardt K. M., "Agency Theory: An assessment and Review", *Academy of Management Review*, Vol.14, n.1, 1989

Enriques L., Volpin P., "Corporate Governance Reforms in Continental Europe", *Journal of Economic Perspectives*, Vol.21, n.1, pp.117-140, 2007

Fama E.. "Agency Problems and the theory of the firm", 1980

Frydman C., Jenter D., "CEO Compensation", *Annual Review of Financial Economics*, Vol.2, pp. 75-102, 2010

Graziano C., Rondi L., "The impact of Market Competition and Family Ties on CEO Compensations", 2016

Grossman S.J. e Hart O.D., "One share/one vote and the market for corporate control", 1988

Hadlock C. J., Scott Lee D., Parrino R., "Chief Executive Officer Careers in Regulated Environments: Evidence from Electric and Gas Utilities", *Journal of Law and Economics*, Vol.45, n.2, pp. 535-563, 2002

Hall B. J., Liebman J. B., "Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?", *National Bureau of Economic Research*, Working Paper n.6213, 1997

Jensen M. C. e Murphy K. J., "CEO Incentives-it's Not How Much You Pay, But How", *Harvard Business Review*, 1990b

Jensen M.C e Meckling W. H., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Ottobre, Vol. 3, n.4, pp. 305-360, 1976

Jensen M.C e Murphy K. J., "Performance pay and top-management incentives", *Journal of Political Economy*, Aprile, vol.98, n.2, pp. 225-264, 1990

Jensen M.C., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", 1986

Kumar P., Rabinovitch R., "CEO Entrenchment and Corporate Hedging: Evidence from the Oil and Gas Industry", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.48, n.3, pp. 887-917, 2013

La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., "Corporate Ownership Around The World", *National Bureau of Economic Research*, 1998

Manne H. G., "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy*, n. April, pp. 110-120, 1965

Marchetti P., Ventoruzzo M., "Se il superstipendio non regge più", *L'Economia*, 31 dicembre 2018

Monks R. A.G. e Minow N., "Corporate governance", Wiley, 5th edition, 2011

- Murphy K. J., "Executive Compensation", Handbook of Labor Economics, Vol.3, Part B, pp. 2485-2563, 1999
- Onado M., "Alla ricerca della banca perduta", Il Mulino, Bologna, 2017
- Rondi L., "Analisi economica dell'impresa" in "L'Impresa. Teoria, organizzazione, strategia, tecniche economiche e contabili", Il Mulino, Bologna, 2007
- Rondi L., Slide corso "Economia e finanza d'impresa"
- Shleifer A., Vishny R. W., "A Survey of Corporate Governance", Journal of Finance, Vol.LII, n.2, 1997
- Van Essen M., Engelen P. J., Carney M., "Does "Good" Corporate Governance help in a Crisis? The Impact of Country- and Firm- Level Governance Mechanisms in the European Financial Crisis", Corporate Governance: An International Review, pp. 201-224, 2013
- Zingales L. "Corporate Governance", NBER, Working Paper n.6309, Dicembre 1997
- Zona F., "Teorie e metodologie di analisi della remunerazione dei manager con responsabilità strategiche", Egea, 2015

Sitografia

Borsa Italiana <http://www.borsaitaliana.it>

Il Sole 24 Ore <https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2014-04-03/google-si-sdoppia-borsa-split-rende-piu-accessibili-azioni-e-rafforza-controllo-fondatori-121855.shtml?uuid=ABqou07>

Bankpedia <http://www.bankpedia.org/index.php/it/90-italian/c/19180-codice-di-autodisciplina>

Encyclopedie <https://www.encyclopedie-energie.org/le-grandi-utility-elettriche-europee-cambiano-pelle/>

SSRN https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1913624