

POLITECNICO DI TORINO

Collegio di Ingegneria Gestionale – Classe L/31
Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale



**Politecnico
di Torino**

Tesi di Laurea Magistrale

**L'executive compensation nelle imprese quotate: stock option
e analisi comparata delle best-practices in uso nei paesi
common e civil law**

Relatrice

Prof.ssa Laura Rondi

Candidato

Alessio Paganotto

ANNO ACCADEMICO 2020-2021

Sommario

Premessa e scopo del lavoro	5
1. La teoria manageriale d'impresa	6
1.1 La separazione tra proprietà e controllo dell'impresa	6
1.2 L'impresa manageriale.....	7
1.3 Il modello di Robin MARRIS (1964)	11
1.3.1 Introduzione e assunzioni iniziali	11
1.3.2 Il modello	12
2. Agency problem e Corporate Governance	21
2.1 I problemi di agenzia.....	21
2.2. Le asimmetrie informative	22
2.2.1 L'informazione nascosta	23
2.2.2 L'azione nascosta	24
2.2.3 La verificabilità	24
2.2 La Corporate Governance	25
2.2.1 Le definizioni	26
2.2.2 I meccanismi esterni	27
2.2.3 I meccanismi interni.....	30
3. La teoria dei contratti: le remunerazioni incentivanti dei managers	34
3.1 Il contratto ottimo d'incentivo	34
3.1.1 Un modello matematico	34
3.2 Strutturazione dell'incentivo.....	38
3.2.1 Il principio di informatività.....	42
3.2.2 Il principio di intensità degli incentivi	43
3.2.3 Il principio di intensità del monitoraggio.....	44
3.2.4 Il principio di equa compensazione	44
3.2.5 Incentivo intertemporale: l'effetto Ratchet	44
3.3 Forme di retribuzione degli Executives	45
4. Valutazioni empiriche dell'executive compensation e del rapporto pay-performance: dibattiti e controversie	48
4.1 Le differenti correnti di pensiero	48
4.1.1 Optimal contracting view.....	49
4.1.2 Rent extraction view	50
4.1.3 Perceived cost view.....	55
4.2 Evidenze empiriche.....	57
4.2.1 La sensitività pay-performance rilevata da Jensen & Murphy	57
4.2.2 Le considerazioni sul'executive compensation di Frydman & Jenter.....	68
4.2.3 Assimetria pay-performance: la "pay for luck"	73

4.2.4	RPE e l'influenza delle politiche di disclosure	78
4.2.5	Le discordanti rivelazioni di Schmidt	83
4.3	Conclusioni.....	92
5.	<i>Executive Compensation: differenze e best practices in uso nei paesi common e civil law.</i>	94
5.1	Law and Finance	94
5.1.1	La protezione degli azionisti	95
5.1.2	Common law e Civil law	96
5.1.3	Valutazione dei diritti degli azionisti.....	98
5.1.4	La valutazione dei diritti dei creditori	103
5.1.5	Law Enforcement e Accounting Standards	107
5.1.6	Firm ownership	109
5.2	Differenze dell'executive compensation nei paesi europei.	114
5.2.1	Storia dell'executive compensation in Europa	114
5.2.2	Europa vs Stati Uniti.....	118
5.2.3	Sensitività Pay-Performance delle remunerazioni dei managers dei paesi europei	120
5.2.3	Incentivi equity-based dei paesi europei.....	123
5.2.4	Regno Unito	125
5.2.5	Francia.....	131
5.2.6	Germania.....	135
5.2.7	Spagna.....	141
5.2.3.	Italia.....	149
6.	<i>Sintesi e Conclusioni</i>	160
6.1	Considerazioni finali	160
6.2	CEO Compensation vs COVID-19: a new era?	161
	<i>Bibliografia</i>	164
	<i>Sitografia</i>	168

Premessa e scopo del lavoro

Lo scopo della tesi è approfondire le tematiche inerenti le remunerazioni incentivanti dei managers; in particolare ci si focalizzerà su come le paghe dei CEO di grandi imprese quotate siano correlate alla performance dell'impresa, con focus sull'utilizzo delle stock option. In seguito, si analizzerà come la struttura di compensazione dei managers differisca in relazione al sistema di legge in vigore nel paese in esame.

Nel primo capitolo si descriverà la tipologia di impresa a cui ci riferisce nel contesto della presente tesi, delineata dalla teoria manageriale d'impresa: la visione dell'impresa capitalistica manageriale basata sulla separazione tra proprietà e controllo dell'impresa.

Nel secondo capitolo, si introdurrà il problema d'agenzia, presente in tutte le imprese capitalistiche manageriali, basato sulla divergenza di interessi (o conflitto di interessi) tra principale e agente. Il controllo e la ricerca della soluzione ottimale del conflitto sono compiti del governo societario (o Corporate Governance) dell'impresa, la cui funzione è di definire un insieme di regole che disciplinino la gestione e la direzione della società.

Il terzo capitolo è dedicato alla teoria dei contratti: si dimostrerà l'importanza dell'utilizzo di un contratto di tipo incentivante come soluzione ottimale al problema d'agenzia e si descriverà un modello matematico di strutturazione dell'incentivo.

Nel quarto capitolo sono descritte le principali correnti di pensiero che nel corso degli anni sono nate in tema di executive compensation e di stock option, che rispecchiano i dibattiti e le controversie nate in USA dagli anni '70 fino ai giorni nostri. In seguito, sono riportati alcune evidenze empiriche.

Nel quinto capitolo si descriverà quanto il sistema legale in vigore in un determinato paese influenzi le dimensioni del mercato finanziario e di conseguenza anche la struttura della compensazione manageriale. In seguito, verrà effettuata un'analisi sulle principali differenze dell'executive compensation nei vari paesi del mondo, focalizzando il confronto principalmente tra Europa e Stati Uniti d'America.

Nel sesto capitolo, si delinearanno le conclusioni finali della tesi con un piccolo cenno su come la pandemia COVID-19 abbia anche influenzato i piani di stock option e genericamente i meccanismi di incentivazione equity-based offerti ai managers.

1. La teoria manageriale d'impresa

1.1 La separazione tra proprietà e controllo dell'impresa

Il contesto d'impresa a cui ci si riferisce nel seguente lavoro di tesi è quello espresso dalla teoria del capitalismo manageriale, una visione generale della grande impresa nella quale i managers assumono un ruolo preponderante, intesi non come proprietari dell'impresa ma come detentori del controllo.

Esistono infatti due principali modelli dell'impresa capitalista: quello classico nel quale l'imprenditore, capitalista è il proprietario dell'impresa, dei suoi mezzi di produzione ed è gestore diretto dell'attività produttiva, delle scelte strategiche etc...Da questa visione si distacca, invece, il capitalismo manageriale nel quale vi è la separazione tra i due aspetti della proprietà e del controllo: chi ha la proprietà, quindi chi finanzia l'impresa, delega a qualcuno, come per esempio un manager esterno, il compito di gestire l'impresa e di conseguire profitti, remunerando i portatori del finanziamento.

Questa seconda visione dell'impresa inizia ad essere modellizzata nella seconda metà del '900, quando diversi economisti cominciarono ad avere una visione critica dei modelli neoclassici dell'impresa, poco rappresentativi, secondo loro, rispetto alle realtà di imprese che avevano davanti agli occhi.

Nell'articolo del 1976: "*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*", **Jensen e Meckling**¹ affermano infatti che nella teoria neoclassica l'attenzione è principalmente incentrata sull'analisi dei mercati nei quali sono coinvolte le imprese, viste come delle pure "funzioni di produzione" costituite da risorse da dover ottimizzare, al fine di ottenere il massimo profitto. L'attore principale della teoria è quindi il mercato, non l'impresa, vista come una "black box", una scatola nera inesplorata. Per questo motivo, all'interno dell'articolo, i due economisti approfondiscono lo studio della struttura interna dell'organizzazione, al fine di osservarne le figure che la definivano, i ruoli e le scelte decisionali intraprese, fondamentali per determinare le strategie delle imprese stesse.

¹ Jensen, M. e Meckling, W. [1976], *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in «Journal of Financial Economics», vol. 3, n. 4, pp. 305-360.

L'economista **Eugene Fama**² a riguardo scrive nel suo articolo del 1980:

“This literature [the classical theory] fails to explain the large modern corporation in which control of the firm is in the hands of managers which are more or less separate from the firm's security holders”

(Fama, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, 1980)

Grazie a questi ed altri contributi precedenti, si è riusciti effettivamente a disegnare dei nuovi modelli di impresa che si stavano affermando soprattutto a partire dal secondo dopoguerra, quando le dimensioni delle imprese e dei sistemi economici si ampliavano notevolmente. Questa divisione tra chi deteneva la proprietà e chi il controllo segnò il netto distacco tra le vecchie teorie economiche e la nascita delle moderne teorie manageriali.

Le teorie neoclassica e manageriale tuttavia coesistono, interpretano l'impresa e rispondono a determinate esigenze e bisogni in maniera differente; a riguardo scrive il professor **Pier Carlo Ravazzi**³ nel suo libro, *Produzione e finanza nell'impresa manageriale* (1990):

“Non esiste una visione “unitaria/univoca” dell'impresa e neanche una teoria consolidata e sviluppata che sia tanto articolata da riuscire a rappresentare quelle complesse organizzazioni che sono le imprese. Ciò non deve affatto sorprendere perché esistono diverse visioni dell'impresa, a seconda delle domande cui si è cercato di rispondere”

(Ravazzi, *Produzione e Finanza nell'impresa manageriale*, 1990)

1.2 L'impresa manageriale

Gli aspetti di novità che caratterizzano questo tipo di impresa, si possono derivare direttamente dal nome: ***impresa capitalistica manageriale***. *Manageriale* perché, come detto, si sta parlando di un'impresa che è guidata da un manager. Quando si parla di manager si intende un professionista della gestione aziendale, non vincolato dall'essere

² Fama, E., [1980], *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in *Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2 (Apr. 1980), pp. 288-307.

³ Ravazzi, P. [1990], *Produzione e finanza nell'impresa manageriale*, Il Mulino.

proprietario dell'azienda in questione. Ci riferiamo inoltre a imprese quotate di particolare tipo, ad *azionariato diffuso*, caratterizzate da una struttura proprietaria in cui ci sono tantissimi azionisti, tutti molto piccoli che non sono in grado né possono guidare l'impresa; sono azionisti che hanno comprato le azioni per effettuare un investimento finanziario, poco interessati alla gestione. Questo tipo di impresa viene definita come **Widely-held companies o Public Companies**, termine anglosassone da non confondere con la terminologia italiana, dove con impresa pubblica intendiamo un'impresa statale; Se in Italia le Public Companies erano in passato (ma lo sono ancora oggi) poco diffuse, poiché le persone preferivano altre forme di investimento, nei paesi anglosassoni erano già altamente diffuse. Le motivazioni che hanno portato allo sviluppo di tali tipologie di società maggiormente in alcuni paesi piuttosto che in altri è da ricercare nel passato, nei sistemi di Law and Finance riconducibili ad ogni singolo paese, che si collegano alle tematiche di protezione degli azionisti affrontate all'interno della Corporate Governance, che si introdurrà successivamente.

Questo è il genere di impresa studiata all'interno delle teorie manageriali, in esse, come detto prima, si verifica la **separazione tra proprietà e controllo**, caratteristica fondamentale delle teorie manageriali. Il proprietario, cioè il pubblico inteso come milioni di piccoli azionisti non controlla l'impresa dal punto di vista delle decisioni strategiche, il compito è lasciato al manager.

Questo aspetto viene individuato e studiato sul campo da due economisti nel 1932, **Berle e Means**⁴. I due economisti riuscirono a raccogliere i dati di struttura proprietaria di circa 200 grandi imprese americane, cercando di capire chi possedesse le azioni di queste grandi imprese per individuare in che modo fossero possedute e come/da chi fossero dirette. Dalle informazioni ricavate, i due economisti scrivono un libro, *The Modern Corporation and Private Property*, dove mettono proprio in evidenza che in questo tipo di imprese si verifica il fenomeno di separazione tra proprietà e controllo; quindi, chi possiede l'impresa, non possiede una quota sufficiente a controllarla e chi è in grado di controllarla non ne possiede la proprietà. Il manager, in realtà, può anch'esso possedere alcune azioni ma sicuramente non tanto da poter giustificare la proprietà.

⁴ Berle, A. e Means, G. [1932], *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan Company.

Lo stesso **Fama** spiega, a riguardo di queste tipologie di imprese, che le due funzioni che storicamente vengono attribuite all'imprenditore, la gestione di un'attività d'impresa e la connessa assunzione del rischio, sono separate ed attribuite a soggetti differenti: il manager che ha il potere di gestione ma non sopporta il rischio d'impresa, il quale rimane in capo agli azionisti.

Coloro i quali controllano l'impresa senza possederla godono della cosiddetta **discrezionalità manageriale** cioè nel gestire l'impresa sono "fuori controllo", nessuno può andare singolarmente a criticare le loro azioni, le loro decisioni e i loro risultati in modo efficace, di sicuro non i piccoli azionisti. Tutto nasce quindi dal potere discrezionale del manager che gli deriva dalla sproporzione della sua situazione: può controllare infatti tutte le decisioni dell'impresa senza avere di fronte qualcuno a ostacolarlo. **Williamson**⁵ già nel 1964 pone l'attenzione sulla separazione tra proprietà e controllo e sulla divergenza di obiettivi e sulle conseguenze che essi possono produrre.

Questo porta infatti alla creazione di un potenziale **conflitto di interessi** basato sul fatto che gli obiettivi dei managers possono essere diversi dagli obiettivi che hanno gli azionisti. **Robert Marris**⁶ dimostra, infatti, che la funzione di utilità degli azionisti vede prevalere **la massimizzazione del profitto**, mentre nella funzione obiettivo del manager predilige la crescita dell'impresa e quindi **la massimizzazione della crescita**. Può venire il dubbio se sia possibile che la massimizzazione della crescita possa essere in conflitto con la massimizzazione del profitto. Si vedrà successivamente, nel modello di Marris, che per un certo intervallo di tempo, profitti e crescita vanno nella stessa direzione, ma che in seguito si contrappongono creando quindi un trade-off per cui si deve scegliere o l'uno o l'altro.

Si vedrà inoltre nel modello che il conflitto di interessi tra managers e proprietari si può risolvere se esiste quello che viene definito da Marris come il **Mercato del controllo delle imprese (Market for Corporate Control)**. Questo è un nuovo tipo di mercato, che ha come oggetto di scambio il controllo delle imprese; il concetto è che il controllo delle imprese diventa un bene che si può possedere. Il meccanismo che consente questo trasferimento del controllo delle imprese sono le scalate o **take-over**. Con esso definiamo

⁵ Williamson, O. [1964], *"The economics of discretionary behavior: managerial objectives in a theory of the firm"*, Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall.

⁶ Marris, R. [1963], *A Model of the "Managerial" Enterprise*, in «The Quarterly Journal of Economics», vol. 77, issue 2, pp. 185-209

il processo mediante il quale qualcuno si impossessa e acquisisce il controllo dell'impresa sostituendo il gruppo di controllo precedente. Esso è un mercato e quindi come tutti i mercati può funzionare bene o male, cioè il controllo delle imprese può essere scambiato in maniera efficiente e no, ci possono essere delle posizioni dominanti o di debolezza e ci sono dei problemi di informazione. Esso non ha una locazione fisica, come il mercato azionario, è solo un metodo con cui il controllo può essere scambiato, a differenza del mercato azionario, dove semplicemente si comprano e vendono delle azioni. Il pacchetto di controllo è qualcosa di più complesso da vendere e da comprare e lo si fa fuori dal mercato azionario nonostante debba avvenire attraverso esso. Pertanto, nel mercato di controllo delle imprese non si “scambia” nulla.

Nel 1776 l'economista classico inglese **Adam Smith**⁷ nel suo libro “*La ricchezza delle Nazioni*” aveva già individuato un problema che si poteva verificare sulla separazione tra proprietà e controllo; infatti, con l'industrializzazione e la rivoluzione industriale si era arrivati alla creazione di imprese di grandi dimensioni quotate sul mercato. Da questa frase si rileva proprio il suo pensiero a riguardo:

“The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own...Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company”.

(Smith, 1776)

Con “directors”, l'autore si riferisce ai managers e con “joint-stock companies” alle società per azioni descritte precedentemente: “...questi managers gestiscono non il loro denaro ma il denaro delle altre persone e non ci si può aspettare che loro guardino con la stessa ansiosa vigilanza con la quale i soci di una società privata guarderebbe...”. Adam Smith aveva già messo bene in evidenza il problema che può derivare da questa separazione tra proprietà e controllo.

⁷ Smith, A [1776], “La ricchezza delle nazioni”, Londra.

1.3 Il modello di Robin MARRIS (1964)

1.3.1 Introduzione e assunzioni iniziali

Si descriveranno ora le caratteristiche principali nel modello di **Marris**, descritto nel libro: “*The Economic Theory of ‘Managerial’ Capitalism*”, il cui obiettivo è illustrare come gli interessi dei proprietari e dei manager siano diversi e, in certi casi, opposti.

All'interno dell'impresa, l'obiettivo dei proprietari, che nelle imprese da noi considerate sono rappresentati dagli **azionisti**, è basato sulla **massimizzazione** della loro utilità, il cui argomento è il **profitto** e nel caso dell'azionista è il **dividendo**.

L'obiettivo del **manager**, secondo Marris, ha come argomento **la crescita dell'impresa e la sicurezza del posto di lavoro**. Perché la crescita è uno degli obiettivi del manager?

La crescita dell'impresa permette al manager di aumentare la sua remunerazione: è un dato di fatto ed è anche di evidenza econometrica che le remunerazioni dei manager sono più elevate nelle imprese più grandi; questo deriva da molte ragioni che in parte si collegano alle responsabilità maggiori, ma derivano anche da motivi di organizzazione dell'impresa. Non solo la crescita consente un aumento della remunerazione, ma anche un aumento di potere e di prestigio: essere manager di una grande impresa crea una posizione di prestigio perché la persona è gratificata e reputata di “grande valore”. Da questo status gli deriva il **potere**, il potere di fare, di interagire con altre persone di potere non soltanto nel campo dell'industria e dei servizi ma anche nell'ambito culturale, nell'ambito politico...

Ci sono poi anche altri tipi di gratifiche che non vengono immediatamente convogliate in un aumento di remunerazione; queste gratifiche sono dette **perquisites** e sono collegate a benefici non monetari come immobili, auto, oggetti d'arte, accesso a club di prestigio... Per questi motivi la crescita dell'impresa rappresenta per il manager un obiettivo fondamentale, ma non è l'unico: altro obiettivo del manager è **la sicurezza del mantenimento del posto di lavoro e del ruolo**. Questa sicurezza del posto dipenderà, come vedremo nel modello, dai risultati che lui consegue e dal giudizio degli azionisti sul suo operato.

Come detto precedentemente, le imprese che consideriamo sono delle **public companies**; quindi, imprese quotate in borsa ad azionariato diffuso. Assumiamo che l'impresa operi in **concorrenza imperfetta**, quindi, in grado di influenzare la sua domanda utilizzando delle strategie di **diversificazione e differenziazione** del prodotto. Con diversificazione intendiamo l'entrata in settori diversi, mentre con differenziazione si intende la

progettazione di prodotti con un valore percepito diverso nello stesso settore. Marris apre le porte sia alle strategie di diversificazione che di differenziazione, strategie costose sia in termini di ricerca di mercato che di prodotto, necessarie, tuttavia, per la crescita dell'impresa.

Il tipo di crescita a quale Marris fa il riferimento è la **crescita interna**. Esistono infatti due tipologie diverse di crescita: si parla di crescita esterna come quella crescita che si ottiene attraverso acquisizioni di altre imprese, mentre la crescita interna punta invece all'aumento della struttura produttiva "interna" dell'impresa. È una crescita ovviamente più lenta perché implica la programmazione e la progettazione dell'investimento, nel quale si deve considerare per esempio l'acquisto del terreno su cui sorgerà l'impianto, la sua costruzione, l'implementazione del know-how necessario a farlo funzionare...

Le due modalità sono molto diverse poiché la crescita esterna è molto più veloce, tuttavia, comporta tutte delle problematiche di integrazione/organizzazione di risorse umane e non ed anche di strategie di impresa. La crescita interna invece è molto più lenta ma si ha molta più competenza sul suo funzionamento e gestione.

L'impresa poi, adegua la sua capacità di offerta, cioè la capacità produttiva, sulla base della domanda.

Abbiamo quindi due aspetti separati: da un lato c'è la domanda che l'impresa tenta di espandere sempre di più, diversificando o differenziando la sua gamma di prodotti; dall'altra abbiamo l'offerta che l'impresa deve adeguare in base a quanto è riuscita ad espandere la domanda.

1.3.2 Il modello

In base a quanto detto precedentemente, si definiscono due tassi: il **tasso di crescita della domanda g_d** e il **tasso di crescita dell'offerta g_s** ; "d" sta per demand ed "s" per supply. Il tasso di crescita è interno, quindi si esclude il caso dell'acquisizione. L'impresa deve crescere in modo equilibrato, tentando di mantenere un equilibrio tra g_d e g_s , evitando di far aumentare troppo la domanda, rendendo insostenibile il suo soddisfacimento da lato offerta e, viceversa, evitando di avere overcapacity.

Il tasso di crescita della domanda

La crescita della domanda è una funzione che dipende da d_s , il **tasso di diversificazione con successo**.

$$g_d = f_1(d_s)$$

Infatti, si è visto che la crescita della domanda dipende dalla diversificazione/differenziazione. Con tasso di diversificazione si intende il rapporto tra il numero di prodotti diversificati usciti con successo, diviso il numero totale di prodotti usciti, non sempre infatti la diversificazione ha un riscontro positivo sulla domanda.

La funzione di differenziazione presenta dei rendimenti decrescenti, pertanto il tasso di crescita della domanda inizialmente cresce al pari dei profitti, ma successivamente, all'aumentare del tasso di crescita, il profitto diminuisce poiché i costi di differenziazione pesano maggiormente sui ricavi. L'aumento del tasso di crescita della domanda avviene ad un certo punto a discapito del profitto, poiché non sufficiente a ricoprire i costi di differenziazione sempre più "pesanti". Pertanto, i profitti sono una funzione prima crescente e poi decrescente rispetto al tasso di crescita della domanda. Questo si esprime con la funzione d_s , cioè il tasso di crescita di diversificazione con successo, che è funzione del profitto.

$$d_s = f_2(P)$$

Questa relazione individua una specie di endogeneità: da un lato il tasso di diversificazione con successo influenza prima in modo crescente poi in modo decrescente i profitti, ma i profitti a loro volta vengono reinvestiti e utilizzati per promuovere nuove strategie di crescita. Definiamo **P il tasso di profitto** che è il rapporto tra i profitti dell'impresa e il capitale investito K.

$$P = \frac{\pi}{K}$$

Si ha quindi una doppia funzione poiché il tasso di crescita della domanda è funzione del tasso di diversificazione con successo, il quale a sua volta è funzione del profitto.

Se si esplicita tale funzione nella sua forma inversa, si esplicita la relazione che lega il tasso di crescita della domanda con il tasso di profitto.

$$g_d = f_1(f_2(P)) \rightarrow P = P(g_d)$$

Anche qui si esplicita la stessa endogeneità vista precedentemente: il tasso di crescita della domanda influenza il profitto così come il profitto è “la benzina” che permette di aumentare il tasso di crescita della domanda.

Il tasso di crescita dell'offerta

Il tasso di crescita dell'offerta g_s non è altro che il **tasso di investimento** cioè il rapporto tra l'aumento del capitale avvenuto in un determinato periodo, ΔK , che rappresenta il valore dell'investimento I ed il capitale totale K .

$$g_s = \frac{\Delta K}{K} = \frac{I}{K}$$

Tale investimento può essere finanziato in diverso modo: vi sono le **risorse interne**, rappresentate dai profitti non distribuiti e le **risorse esterne** rappresentate dall'acquisizione di nuovo debito. La risorsa di gran lunga più importante, su cui si concentra tutto l'equilibrio e la “tensione” del modello, è il profitto non distribuito, i dividendi. Definiamo inoltre ρ come il tasso di reinvestimento del profitto chiamato anche **retention ratio** cioè la percentuale di profitti/dividendi che si decide di reinvestire.

$$\text{Profitti non distribuiti} = \rho\pi$$

Il tasso di reinvestimento del profitto è una decisione in mano al manager che decide quanto del profitto ottenuto e quanto invece distribuire agli azionisti. Nello specifico a decidere è il consiglio d'amministrazione, il quale ascolterà il manager che riporterà loro quelli che sono i progetti di crescita dell'impresa, descriverà le strategie di diversificazione, di differenziazione e chiederà che i profitti non siano tutti distribuiti ma che una buona parte sia reinvestito nell'impresa per continuare a operare le strategie di crescita. Il manager possiede tutti gli strumenti, tutti i dati, tutte le informazioni, tutte le

conoscenze, per influenzare la decisione in merito a questa grossa e importante scelta; è qui che nasce il conflitto di interessi tra manager ed azionisti.

Meno importanza invece viene assegnata dal modello di Marris alle fonti esterne, rappresentate dal debito. La scelta della quota di investimento che il manager decide di coprire attraverso assunzione di nuovo debito, ε , è misurato come una percentuale dell'ammontare dell'investimento previsto. È una quota vincolata dall'investimento, tuttavia non influisce sul modello.

$$\text{Debito} = \varepsilon I$$

Si costruisce ora il **vincolo di bilancio**: il nostro investimento è rappresentato dai profitti non distribuiti e la parte restante è coperta dal debito.

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

Esplicitando il profitto π e dividendo entrambi i termini per K , si ottiene:

$$\frac{\pi}{K} = \left[\frac{(1 - \varepsilon)}{\rho} \right] \left(\frac{I}{K} \right)$$

Si definisce:

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

β contiene al suo interno i parametri del finanziamento dell'impresa; pertanto, la relazione diventa:

$$P = \beta g_s$$

L'equilibrio tra il tasso di crescita della domanda e dell'offerta

Si sono quindi ricavate le due equazioni del tasso di profitto in funzione rispettivamente del tasso di crescita della domanda e del tasso di crescita dell'offerta. Poiché l'impresa deve crescere mediamente in equilibrio, il punto di intersezione fra queste due funzioni rappresenta **il tasso di crescita dell'impresa g^*** .

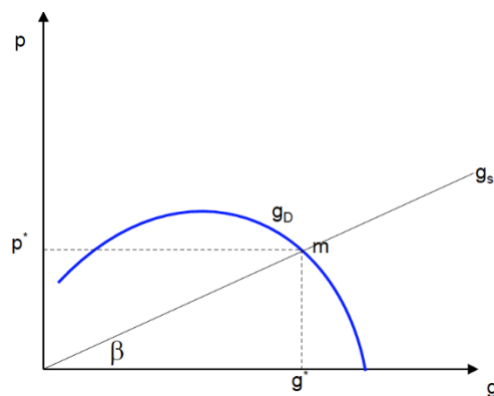


Figura 1 - Equilibrio tasso di crescita della domanda e dell'offerta

Il risultato, in Figura 1, è graficamente facile da interpretare e mostra l'esistenza di un trade-off tra la massimizzazione del profitto e la crescita: l'una avviene a discapito dell'altra. Se si variano i parametri contenuti in β , prendendo decisioni diverse riguardo la quantità di profitti da reinvestire e se si aumenta il retention ratio aumentando il tasso di reinvestimento, dando quindi meno dividendi agli azionisti, la retta scende. Scendendo la retta e rispettando sempre il vincolo del tasso di crescita della domanda, il punto di equilibrio cambia: si determina un aumento del tasso di crescita dell'impresa ma con un minore tasso di profitto. Ecco chiaramente specificato il trade-off tra massimizzazione del profitto e crescita e il conseguente conflitto di interessi tra azionisti e manager.

Il ruolo del mercato azionario

Che cosa può succedere se un manager continua a fare delle strategie di crescita dell'impresa, aumentando le dimensioni dell'impresa, utilizzando i profitti reinvestiti per riuscire anche ad aumentare il proprio prestigio, la propria posizione a scapito del tasso di profitto? Gli azionisti che cosa possono fare? Un piccolo azionista non riuscirà a farsi valere di fronte al consiglio di amministrazione, potrà presentare il problema ma non riuscirà a intraprendere nessuna azione che renda possibile licenziare il manager. Al fine di ottenere un risultato, questo scontento dovrebbe tradursi in una maggioranza all'interno del consiglio di amministrazione che determini per l'appunto la fuoriuscita del manager e il cambio di vertice, ma è difficile che accada. L'unica leva più efficace che è a disposizione dell'azionista è quello di vendere le azioni; vendendo le azioni, il loro prezzo scende fino a quando l'impresa diventa "a buon mercato" e potenzialmente appetibile per i cosiddetti **scalatori**. Quando un titolo è molto deprezzato può suscitare l'interesse di

gruppi di investimento, di fondi di investimento o di altri azionisti che possono pensare di acquisire il controllo dell'impresa a “poco prezzo”. La prima azione che effettuano gli acquirenti è quella di licenziare tutti quelli che sono al top management poiché hanno determinato risultati pessimi e prendere il controllo al posto di quelli precedenti. Quello che avviene è quindi il cosiddetto **take-over** che è assolutamente temuto dai manager, poiché sanno che la prima mossa che il nuovo gruppo proprietario potrebbe fare, è quella di licenziarli. Il modo per evitare che ciò avvenga è quello di “raddrizzare” le loro opinioni per quanto riguarda la gestione dell'impresa e prendere delle decisioni più giuste per raddrizzare gli interessi di tutti. Quindi nel momento in cui i manager osservano lo scendere del valore delle azioni, quello potrebbe essere un segnale molto chiaro che si deve cambiare strategia. Questo è quello che auspica Marris, nel suo modello vede nel mercato azionario un effetto disciplinante che propone come metodo per raddrizzare il management e migliorare gli indicatori dell'impresa.

Valore d'impresa, profitti e Valuation Ratio

All'interno dell'impresa i managers colgono i segnali che arrivano dall'esterno, tramite due indicatori: il primo è proprio il tasso di crescita dell'impresa, il secondo indicatore è il **Valuation Ratio**. Il rapporto di valutazione, valuation ratio, è definito come rapporto tra il valore di mercato delle azioni della società, V_M , e il loro valore di libro, K .

$$\text{Valuation Ratio} = \frac{V_M}{K}$$

Questo rapporto è spesso noto come il market-to-book ratio, più complesso da calcolare e con varie definizioni. Marris utilizza il termine Valuation Ratio. Al numeratore si ha il concetto del valore di mercato che è dato dal valore attuale del flusso atteso dei dividendi. A denominatore, abbiamo il costo delle attività dell'impresa, calcolate a costo di rimpiazzo.

Nel dettaglio, il valore di mercato è rappresentato dalla somma dei dividendi, moltiplicati per il tasso di crescita g , scontati di un tasso di interesse i . Per quanto riguarda la durata dell'impresa si assume infinita. Si ha quindi una sommatoria per t che da zero tende ad infinito. Questa è la sommatoria di una serie geometrica infinita che converge se il tasso di sconto i è maggiore del tasso di crescita g . Per trovare il valuation ratio è necessario

dividere per K e sostituire i vari rapporti già noti. Si è riusciti pertanto a definire il valuation ratio tramite i parametri del profitto e della crescita.

$$V_M = \sum_{t=0}^{\infty} (1 - \rho) \pi_0 \left[\frac{(1+g)^t}{(1+i)^t} \right]$$

$$\text{se } i > g \rightarrow V_M = (1 - \rho) \pi_0 \left[\frac{(1+i)}{(i-g)} \right]$$

$$\text{Valuation Ratio} = \frac{V_M}{K} = \frac{(1 - \rho) \pi_0 \left[\frac{(1+i)}{(i-g)} \right]}{K} = [P - g] \left[\frac{(1+i)}{(i-g)} \right]$$

I rischi per il manager

Come varia il Valuation Ratio rispetto al tasso di crescita? Se prima di coinvolgere il mercato azionario, si osservava la relazione tra P e g , cioè il tasso di profitto e il tasso di crescita, ora si osserva la reazione del mercato, introducendo il rapporto di valutazione, e ci si domanda come varia V rispetto sia a g che P .

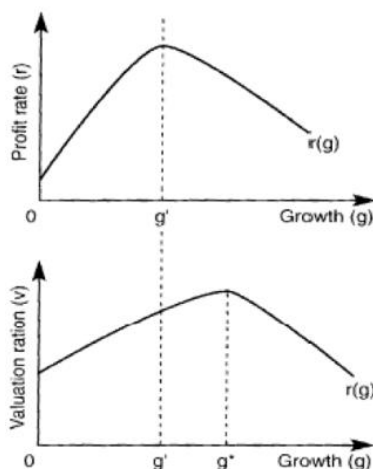


Figura 2 - Confronto andamento Valuation Ratio e Tasso di profitto rispetto al tasso di crescita

In Figura 2, nel grafico in alto si osserva che il profitto inizialmente aumenta all'aumentare della crescita, in seguito, il tasso di profitto inverte direzione e comincia a diminuire all'aumentare del tasso di crescita; questo avviene, come spiegato in precedenza, poiché la diversificazione non è più un “successo” e i costi sono elevati e impattano maggiormente sui ricavi.

La derivata del tasso del profitto rispetto al tasso di crescita è inizialmente positiva; infatti, la funzione è crescente nel primo tratto, successivamente diventa minore di zero e la funzione diventa decrescente.

Osservando entrambi i grafici, si individuano due punti critici di crescita dell'impresa: un tasso di crescita dell'impresa g' in corrispondenza del quale, come detto, comincia a diminuire il tasso di profitto; esiste tuttavia un secondo tasso di crescita g^* , maggiore del precedente, in corrispondenza del quale anche il rapporto di valutazione comincia a diminuire.

Il valuation ratio non diminuisce quindi subito con il tasso g' come il tasso di profitto ma successivamente. Questo è un ragionamento plausibile poiché nel mercato azionario si ha una visione forward-looking che non si fa “spaventare” da andamenti negativi di profitto, poiché guardando al futuro, avendo una visione di investimento a lungo termine, ci si può aspettare che i profitti futuri aumentino. Tuttavia, per certi valori del tasso di crescita la situazione inizia a diventare preoccupante anche per il mercato azionario, pertanto anche il rapporto di valutazione comincia a diminuire, poiché sempre più azionisti si sono stufati di vedere i propri dividendi non distribuiti e reinvestiti con l'aggravante di vedere il tasso di profitto dell'impresa che scende; cominciano così, a vendere le azioni. Il rapporto di valutazione scende, come i prezzi delle azioni e il manager rischia il posto, poiché diventa sempre più probabile un'eventuale operazione di scalata/take-over.

Il manager, quindi, presterà molta attenzione al Valuation Ratio affinché operazioni, come la scalata, non si verifichino. Nel modello di Marris si afferma che il rapporto di valutazione deve rimanere intorno al valore uno: se è maggiore di uno il mercato valuta l'impresa più del suo valore contabile quindi rispetto al valore degli asset e questo indica che le sue azioni sono costose; se invece è minore di uno allora il mercato indica una bassa valutazione dell'impresa, che diventa potenzialmente scalabile e quindi il management è a rischio.

Il manager ha quindi una funzione di utilità che è definita dalla massimizzazione della crescita ma contemporaneamente è vincolata alla sicurezza del posto di lavoro, quindi per mantenere anche fede all'obiettivo della sicurezza del posto del lavoro, deve tenere d'occhio il rapporto di valutazione in modo tale che sia sempre maggiore o uguale ad uno.

Le curve di utilità dei managers

Per valutare qual è il tasso di crescita ottimale da impostare nell'impresa, il manager utilizza **le curve di utilità dei managers**: delle curve di utilità che devono essere tuttavia vincolate dalla curva del valuation ratio, ottimizzate solitamente nel punto di tangenza.

Si considerino, in Figura 3, tre curve di utilità del manager, I_1, I_2, I_3 , e si valuti la loro compatibilità con il valuation ratio; $\bar{v}$ rappresenta il valore unitario del valuation ratio.

Se si considera il punto di tangenza A della rispettiva curva di utilità del manager I_1 , si nota in questo caso la figura di un manager “prudente” che preferisce frenare la sua utilità per mettersi in una condizione di “sicurezza”.

Nel punto B della curva I_2 , si osserva invece un manager “incauto” con utilità e crescita che sono troppo elevati, il cui rapporto di valutazione corrispondente è inferiore ad uno, che porta l'impresa a rischio di scalata.

Nel punto C della curva I_3 invece, si ha una situazione di equilibrio: si osserva la figura di una manager né prudente né incauto; rappresenta in questo caso la posizione ottimale con il tasso di crescita g_2 .

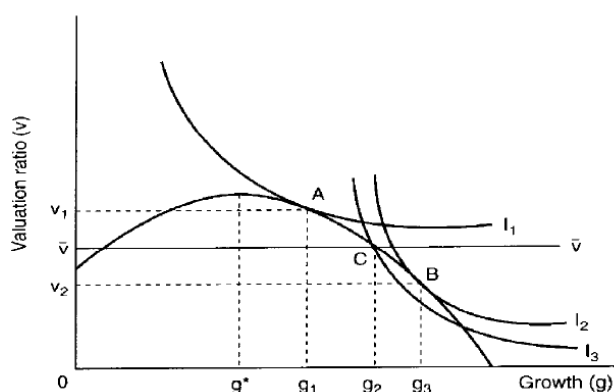


Figura 3 - Curve di utilità dei managers

2. Agency problem e Corporate Governance

2.1 I problemi di agenzia

Nel primo capitolo si è introdotta e modellizzata la visione dicotomica della grande impresa manageriale, contesa tra chi ne possiede la proprietà e chi il controllo. Attraverso il modello di Marris si è inoltre definita la potenziale differente natura degli obiettivi dei managers, degli azionisti e del conflitto di interesse che si crea tra le due figure. I problemi precedentemente illustrati, definiscono e introducono il cosiddetto problema di agenzia. Nella visione di **Jensen e Meckling** del 1976, il problema di agenzia è definito attraverso una formulazione contrattuale: essi descrivono la relazione di agenzia tra manager e principale come:

"...un contratto in base al quale una o più persone (il principale/i) obbliga(no) un'altra persona (l'agente) a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere all'agente".

Con questa definizione gli autori indicano proprio la necessità di formalizzare tramite contratto il potere dell'agente, stabilendone le clausole di applicazione e gli obiettivi.

Nel rapporto si dice che il **principale** sia **neutrale al rischio** poiché la mansione che induce a far fare all'agente comporta per lui un risultato che vuole ottenere e per il quale è disposto anche a subire delle perdite, relativamente superficiali rispetto alle potenziali perdite dell'agente. **L'agente** a cui viene assegnata la mansione, infatti, è **avverso al rischio** poiché se ottiene il risultato, questo non è per lui ma è assegnato al principale. Se invece non dovesse riuscire a raggiungere l'obiettivo, dovrebbe rendere conto del perché non ha ottenuto il risultato e rischiare la sua posizione. Per il manager il rischio comporta quindi un costo e non si basa solo sul suo operato, ma è anche influenzato da eventi esterni imprevedibili che possono impedire o rallentare il raggiungimento del risultato. Pertanto, l'agente può essere tentato a rifiutare l'incarico, soprattutto se il compenso è solamente legato a questo rischio; è necessario trovare una determinata "assicurazione" senza la quale l'agente non accetterà mai l'incarico.

Se l'agente fosse neutrale al rischio allora il contratto di agenzia corrisponderebbe al classico rapporto tra il principale ed un azionista. Per distinguere i ruoli è necessaria la neutralità al rischio da una parte e dall'altra l'avversità altrimenti il rapporto non esisterebbe.

In una situazione di questo genere, un altro fattore da considerare è l'**imperfect monitoring**, l'imperfetta possibilità di controllare l'azione dell'agente da parte del principale; il principale non osserva l'azione, non può conoscere lo sforzo del manager, ma vede solo il risultato finale, derivante sia dallo sforzo dell'agente e in parte dal caso. Il problema del principale è quello di riuscire ad estrarre lo sforzo ottimale dall'agente, affinché gli porti il miglior risultato possibile. Il problema gira intorno al disegnare un meccanismo ottimale che convinca il manager ad accettare l'incarico e a dare il massimo sforzo. Questo sta alla base del rapporto del principale-agente. Se fossimo in un caso di informazione perfetta, dove è possibile l'osservazione dello sforzo, questo problema non si verificherebbe.

Il principale, come detto, non è in grado di osservare lo sforzo del manager, vede solo il risultato finale; pertanto, non comprende se l'output ottenuto è da attribuire al caso o allo sforzo del manager. Al fine di superare il conflitto (definito **problema di agenzia**), si deve definire un **sistema di incentivi**, il cui obiettivo è quello di collegare la remunerazione al risultato ottenuto in modo che il manager condivida una parte del rischio col principale. Il trasferimento di una parte del rischio dal principale al manager comporta un costo per il principale, poiché deve condividere una parte del profitto con il manager, questo costo è definito **costo d'agenzia**.

La relazione tra risultato e remunerazione può essere "più o meno stretta" e porta a definire rispettivamente un incentivo "potente o debole". Se l'incentivo è potente il manager diventa molto avverso al rischio e quindi si dovrà metterlo nelle condizioni di accettare "l'incarico". Sulla base delle assunzioni di questo modello si parte a redigere il contratto tra principale e agente.

2.2. Le asimmetrie informative

Alla base del problema di agenzia vi è l'asimmetria informativa. Esistono diversi tipi di problemi informativi: essi si dividono tra l'**asimmetria informativa precontrattuale** e l'**asimmetria informativa post-contrattuale**. Quella che si verifica nella fase precontrattuale viene definita **informazione nascosta**, anche nota come **selezione**

avversa; quella post contrattuale, che si verifica dopo che il contratto tra principale e agente è stato firmato, si configura con il problema della **azione nascosta** anche noto come **moral hazard**.

2.2.1 L'informazione nascosta

L'informazione nascosta è ben descritta nell'articolo del 1970 dell'economista statunitense **George Akerlof**⁸: *"The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism"*. Il titolo dell'articolo può trarre in inganno: si basa infatti sul mercato delle auto usate. Nello slang americano, le auto usate di scarsa qualità sono dette limoni, termine che in italiano è stato tradotto con "bidoni". L'autore descrive la situazione che si crea quando sul mercato delle auto usate coesistono sia auto di buona qualità sia dei "bidoni". I potenziali acquirenti di auto usate non sono in grado di valutare la qualità delle auto in vendita, poiché non possiedono sufficienti informazioni. Il prezzo che un acquirente sarà disposto a pagare rifletterà la qualità media delle automobili presenti sul mercato dell'usato. Il proprietario, invece, possiede in maniera più precisa le informazioni sulla qualità dell'automobile usata: se l'auto è un "bidone" sarà ben disposto a venderla al prezzo medio che il compratore è disposto a pagare poiché tale prezzo sarà superiore al reale valore dell'auto. Viceversa, se l'auto è di buona qualità il proprietario giudicherà che il prezzo che il compratore è disposto a pagare sia troppo basso: a questo punto potrebbe decidere di non vendere. Questo fenomeno è noto come **selezione avversa**: si ha selezione avversa quando, in seguito all'asimmetria informativa, si favorisce l'acquisto di prodotti di bassa qualità. È importante sottolineare che non è necessario che il venditore abbia completa informazione, ciò che è importante è comprendere che c'è una parte che "sa più cose dell'altra".

Tornando al contesto del rapporto principale-agente la selezione avversa avviene quando, al momento del contratto, si deve decidere di dare l'incarico al manager senza avere informazioni su quelle che sono le sue funzioni di costo e funzioni di utilità, che il principale potrebbe utilizzare per estrarre il massimo sforzo al minimo costo dall'agente. Nasce da qui tutta la problematica di cercare di "far uscire l'informazione dal manager". Poiché non si può definire ex-ante l'esatto impegno dell'agente, si utilizzano altri metodi

⁸ Akerlof, George A. [1970], *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 84, Issue 3, pp. 488–500.

per valutarlo, come per esempio l'assunzione in prova, oppure un'altra importante situazione utile a valutare le condizioni dell'agente è durante il colloquio lavorativo: da lì si possono ricavare aspettative e obiettivi del manager.

2.2.2 L'azione nascosta

Il termine *moral hazard*, con la quale si definisce l'azione nascosta, ha origine nel settore assicurativo e si riferisce alla tendenza delle persone assicurate a modificare il proprio comportamento, in seguito alla stipula del contratto assicurativo, in maniera opportunistica, a discapito della compagnia di assicurazione. Essere assicurati può rendere le persone meno diligenti al fine di evitare sinistri poiché non è possibile osservarne il comportamento. I *moral hazard* associati alle assicurazioni si verificano frequentemente nella quotidianità: ad esempio, è probabile che una persona stia molto più attenta mentre è alla guida di un'auto a noleggio quando è responsabile per tutti i danni che potrebbe provocare all'auto, rispetto a quando acquista la copertura assicurativa aggiuntiva contro i danni accidentali. Allo stesso modo, se si è coperti da un'assicurazione sanitaria è probabile che si faccia un uso maggiore di servizi medici di ogni tipo: visite mediche specialistiche, check-up etc...; il fatto di essere assicurato altera il comportamento delle persone, il cui costo si ripercuote sull'assicuratore.

Osservando il contesto di relazione tra principale e manager, l'azione nascosta si verifica, come detto, dopo la firma del contratto. Il principale non è in grado di controllare lo sforzo del manager; quindi, il manager può effettuare azioni senza “pagarne le conseguenze”. È possibile evitare tale comportamento da parte del manager solamente allineando gli obiettivi tra principale e agente.

2.2.3 La verificabilità

Una terza tipologia di asimmetria è il problema della **verificabilità**. Essa si basa sul fatto che sia difficile la verifica dell'informazione da parte di un arbitro indipendente dalle parti che garantisca l'effettivo adempimento degli obblighi previsti. L'utilizzo di variabili verificabili permette ad entrambe le parti di citare la controparte di fronte ad un tribunale al fine di provare la violazione delle clausole contrattuali, in modo da ottenerne l'effettivo adempimento. Nel caso in cui il contratto non fosse basato su variabili verificabili sarebbe difficile rivolgersi ad un arbitro (ad esempio il giudice del tribunale) per risolvere

eventuali controversie, poiché questi non potrebbe determinare quale delle due parti abbia ragione e quale invece abbia violato i termini dell'accordo.

2.2 La Corporate Governance

Il termine Corporate Governance è diventato negli ultimi anni molto comune all'interno delle imprese e rappresenta una sorta di "autodichiarazione" circa dei meccanismi e dei sistemi a cui l'impresa aderisce al fine di proteggere gli interessi degli azionisti.

Essa nasce, come scrive **Sison**⁹ nel suo articolo "*Governance and Government from an Aristotelian Perspective*", con uno scopo preciso:

"...Corporate governance becomes a particular case of the problems related with "agency theory." Agency theory deals with issues arising from the fact that although one party, the agent (managers), agrees to act for the benefit of another, the principal (capital providers), the principal cannot always monitor the agent's performance..."

La Corporate Governance nasce quindi per allineare i conflitti di interesse all'interno dell'impresa, in situazioni di asimmetria informativa e imperfect monitoring, al fine di massimizzare il valore dell'impresa stessa. Questi conflitti derivano sempre dalla separazione tra proprietà e controllo: essi si formano, come descritto in precedenza, tra gli azionisti e i manager (problemi di agenzia del primo tipo), ma si possono formare anche tra gli stessi shareholder (problemi di agenzia del secondo tipo), nello specifico tra insider e outsider equity; infine, il conflitto può presentarsi anche tra shareholder e bondholder, azionisti e creditori (problemi di agenzia del terzo tipo). Il possesso dell'informazione strategica determina il potere e conseguentemente la nascita di fenomeni di opportunismo.

Questo tipo di problematiche non vengono con la dovuta forza affrontate da parte degli investitori di minoranza, la maggior parte degli azionisti, poiché nessuno si vuole assumere il costo del monitoring per un beneficio diviso poi con tutti quanti gli azionisti (free-riding).

⁹ Sison A.J.G. [2006], *Governance and Government from an Aristotelian Perspective*, in «Global Perspectives on Ethics of Corporate Governance», Rossouw G.J.D., Sison A.J.G., ed. Palgrave Macmillan, New York, pp. 77-89.

Genericamente i meccanismi che disciplinano il comportamento dei managers all'interno della Corporate Governance si dividono in interni ed esterni: i meccanismi esterni sono quelli che provengono dall'ambiente esterno e condizionano l'impresa portando un'azione disciplinante degli attori che la gestiscono. I meccanismi interni sono quelli caratteristici delle singole imprese e dipendono dal tipo di organizzazione che l'impresa stessa si dà.

Tutti i vari meccanismi possono avere una valenza positiva o negativa sulla massimizzazione del valore dell'impresa: a seconda del modo in cui sono usati, possono migliorare o peggiorare i conflitti di interesse all'interno dell'azienda, eliminando o incentivando comportamenti opportunistici.

È da sottolineare che la Corporate Governance non è solo una metodologia di controllo, i problemi ad essa collegati sono molto più profondi, ad essa sono collegate delle scelte strategiche che per l'impresa sono fondamentali in quanto generatrici di valore.

2.2.1 Le definizioni

Il concetto di Corporate Governance è possibile esprimerlo tramite due definizioni, datate 1997.

La prima è formulata da **Luigi Zingales**¹⁰, italiano immigrato negli Stati Uniti, dove è diventato uno degli economisti più importanti in ambito finanziario. Egli scrive una definizione che si ricollega molto alla teoria dei diritti di proprietà di Grossman e Hart; definisce la Corporate Governance come:

“L’insieme complesso dei vincoli che modellano la negoziazione ex-post delle quasi-rendite generate da un’impresa”

“L’insieme complesso dei vincoli” evoca il fatto che devono essere messi in atto dei vincoli, delle norme a “modellare la negoziazione ex-post” cioè al modo di distribuire le risorse ex-post, le quasi rendite. Si ha il concetto dell'impresa generatrice delle quasi rendite e il concetto che la distribuzione di queste quasi rendite, a coloro che hanno contribuito a finanziare l'impresa, deve essere regolata, poiché vi è il rischio di

¹⁰ Zingales, L. [1998], *Corporate Governance*, in «The New Palgrave Dictionary of Economics and Law», vol. 1. Peter Newman, ed. London: MacMillan, pp. 497–503.

opportunismo. La distribuzione deve essere disciplinata attraverso dei meccanismi che possiamo definire “l’insieme complesso dei vincoli”.

La seconda definizione è scritta da due studiosi di Harvard, sempre nello stesso periodo, **Andrea Shleifer**, russo emigrato negli Stati Uniti e l’americano **Robert Vishny**¹¹:

“It deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment”

“Ha a che fare con il modo in cui i fornitori di finanza...”, cioè coloro i quali forniscono i finanziamenti alle imprese, azionisti e non solo, “...si assicurano di ottenere un ritorno del loro investimento”. È una definizione che sembra più pratica rispetto a quella proposta da Zingales, ma si collega a quella precedente e mette di nuovo in evidenza la negoziazione ex-post; quindi, il problema di negoziare e di assicurarsi di ottenere un rendimento dell’investimento, il che presuppone anche in questo caso che possa esserci il rischio che questo rendimento possa non essere loro assicurato, cioè possa essere a loro sottratto.

2.2.2 I meccanismi esterni

La scalata

Come visto nel primo capitolo con il modello di Marris, il primo meccanismo per eccellenza che disciplina i manager è la scalata o comunque la minaccia di scalata. Il trasferimento del controllo può avvenire in diversi modi:

- **La scalata ostile:** l’acquisto del pacchetto azionario di maggioranza che trasferisce i diritti di controllo. La sola minaccia di scalata può essere sufficiente ad “aggiustare” gli incentivi di chi controlla. Tuttavia, poiché la scalata è molto costosa, molte volte la minaccia non è sufficiente in quanto si sa che è difficile realizzarla. È pertanto necessaria la presenza di un azionista con una quota sufficientemente grande per poter influenzare la contendibilità; iniziare la scalata senza avere una quota iniziale sufficientemente grande è impossibile.

¹¹ Shleifer, A. e Vishny, R. [1997], *A Survey of Corporate Governance*, in «Journal of Finance», vol. 52, n. 2, pp. 737-783.

- **La guerra delle deleghe o proxy fight:** gli azionisti possono decidere di delegare qualcuno a votare per loro. Se un azionista è contrario al management e vorrebbe capovolgere le decisioni, può effettuare un'azione pubblicitaria per farsi assegnare le deleghe in modo tale che, con le deleghe e la sua quota, sia in grado di modificare le decisioni del gruppo di controllo e portare avanti delle nuove iniziative, nuovi progetti e togliere le deleghe amministrative. L'azionista non è uno scalatore poiché non possiede le azioni in questo caso, ma solo le deleghe. Non deve quindi pagare le azioni, ma solo l'azione pubblicitaria che è sicuramente meno costosa.
- **La struttura dei diritti di voto:** il trasferimento dei diritti di controllo può essere facilitato o no anche sulla base di come sono distribuiti i voti tra le azioni (1 share-1 vote, voti multipli etc...).

Le condizioni per le quali può avvenire una scalata sono:

1. Esistenza di un **mercato del controllo delle imprese** dove gli azionisti insoddisfatti possono vendere le azioni e gli imprenditori acquistarle.
2. La **struttura dei diritti di voto** deve essere compatibile con il trasferimento del controllo.
3. **L'insieme delle regole e degli asset istituzionali** del paese non devono ostacolarla. Le regole interne sono delle clausole che consentono agli amministratori di intraprendere delle azioni di difesa nei confronti di una possibile scalata. Tali regole interne devono essere ben chiare e devono essere ben esplicitate nello Statuto perché devono essere conosciute dagli azionisti e dai possibili investitori.

La pressione competitiva sul mercato dei beni

La concorrenza crea un incentivo verso l'efficienza perché l'impresa se non è efficiente, non può sopravvivere in un mercato ad alta competitività. Questo provoca l'effetto di "spronare" i manager verso la riduzione degli sprechi e in questo modo si rende più difficoltosa l'impresa di appropriarsi di benefici privati. Viceversa, laddove la pressione competitiva non c'è, come per esempio nei monopoli, si possono creare delle rendite, delle liquidità appropriabili.

La competizione sul mercato dei manager

Per la disciplina dei manager è importante che esista un mercato dei manager e che quindi ci siano tanti manager disponibili a cambiare posizione, in questo modo si consente di sostituire eventuali manager incapaci con i capaci creando competizione tra i manager stessi. La competizione e la pressione aumentano se si applica un sistema di pagamento dei manager che collega la remunerazione con la sua performance “pay-for-performance”; in questo modo si rende più facile valutare e distinguere capaci ed incapaci. L’effetto della reputazione dei manager, misurato sulla base della performance ottenuta, assume un ruolo importantissimo poiché facilita o peggiora lo spostamento del manager da un’impresa ad un’altra con eventuale variazione di stipendio, giustificata proprio dalla reputazione precedentemente ottenuta. Diversi studi hanno valutato che la sua importanza diminuisca alla fine della carriera di un manager poiché probabilmente la sua volontà di cambiare è molto più bassa rispetto ad un manager giovane, pertanto la reputazione perde di importanza.

Il Contesto istituzionale

Si ha poi il contesto istituzionale formato da:

- **Il sistema legale:** l’insieme di tutte le leggi di uno stato che tutelano gli azionisti, i creditori etc...Tendenzialmente ogni paese attua diversi tipi di tutela a seconda degli eventi storici che l’hanno caratterizzato. Genericamente raggruppiamo il corpus di leggi di tutti i paesi in due grandi famiglie di leggi che sono il **Common law**, tipico dei paesi anglosassoni e la **Civil law**, tipico dei paesi di origine latina/romana. Si differenziano proprio per il tipo di tutele che danno agli azionisti, ai creditori e su come proteggono i diritti di proprietà. Si approfondirà tale tematica all’interno del quinto capitolo della tesi.
- **Diritto d’impresa:** parte del diritto commerciale o corporate law, che rappresenta l’insieme di tutte le norme che regolano i rapporti tra le imprese e che le imprese devono rispettare. In Italia ha subito un grande ammodernamento in tempi recenti anche grazie all’intervento delle norme internazionali EU.
- **Il funzionamento del sistema giuridico:** sebbene le leggi di tutela esistano, esse devono essere rese operative e fatte rispettare.

- **Codici di Autodisciplina:** l'organizzazione interna dell'impresa non è condizionata interamente dal diritto, l'impresa ha una certa libertà di decidere come organizzarsi al suo interno ed un'azione che può fare è decidere se aderire ai cosiddetti Codici di Autodisciplina. In questi codici l'impresa e il management si impegnano a rispettare certe norme come, per esempio, il monitoring dell'operato del manager, al fine di ottenere un beneficio in termini di immagine. Pertanto, l'impresa lo fa perché gli conviene farlo, perché in questo modo riesce a convincere facilmente investitori, riesce a ridurre il costo del capitale e quindi riesce ad accedere meglio ai finanziamenti e a produrre valore (in Italia esiste il codice Preda, scritto nel 1999 e revisionato successivamente nel 2011). Gran parte delle imprese quotate ne aderiscono proprio per questi motivi.
- **Associazioni professionali:** professionisti specializzati in aspetti del controllo e del finanziamento dell'impresa che offrono servizi finanziari, normativi e di controllo. Queste figure sono per esempio i revisori, i sindaci, i broker. Sono figure esterne l'impresa ma che influiscono sulla gestione aziendale, in base al comportamento morale di questi individui.

2.2.3 I meccanismi interni

I meccanismi interni sono scelti dall'impresa e influenzano in modo diverso, la gestione e il controllo dell'impresa stessa.

Il Consiglio di amministrazione

Il Consiglio di Amministrazione (CdA) è un organo delle società di capitali e parte dell'assemblea degli azionisti. Ha il potere di nominare e revocare gli amministratori delegati che possono essere parte del consiglio di amministrazione o essere esterni. L'assemblea degli azionisti nomina invece il CdA. All'assemblea partecipano solitamente i grandi azionisti, nonostante possano partecipare tutti; questo rende complesso eventualmente spodestare il CdA poiché eletto dagli azionisti di maggioranza in assemblea.

Il consiglio di amministrazione è poi strutturato al suo interno in:

- **Amministratori esecutivi e non esecutivi:** che distinguono coloro che hanno dei ruoli gestionali all'interno dell'impresa, che hanno delle deleghe esecutive, e quelli che invece partecipano perché ad esempio sono stati eletti in rappresentanza di

alcune categorie di azionisti o rappresentano una quota rilevante del capitale, ma non sono esecutivi, cioè non svolgono dei compiti. Da un punto di vista informativo, quelli esecutivi sono più in possesso dell'informazione circa l'andamento dell'azienda.

- **Amministratori esterni o indipendenti:** rigorosamente non esecutivi senza azioni, sono nel consiglio perché sono stati nominati e hanno delle funzioni di assistenza/consulenza.
- **Amministratori con o senza azioni:** ci sono degli amministratori che possiedono un pacchetto azionario e quindi sono lì in ragione della loro quota e altri senza quote.

Gli amministratori indipendenti

Figura di notevole importanza è quella degli amministratori indipendenti. La funzione degli amministratori indipendenti è quella di esercitare pressione sul management con uno spirito critico, quindi discutendo e confutando l'operato del CdA, in difesa degli interessi dell'impresa. Non è in rappresentanza degli azionisti di minoranza, rappresenta l'interesse di tutta l'azienda, di tutto il bene pubblico affinché si evitino episodi di espropriazione e opportunismo da parte degli amministratori esecutivi. Deve soddisfare determinati requisiti:

- Non può essere stato amministratore esecutivo della società negli ultimi 3 anni.
- Non può aver avuto rapporti commerciali o professionali con la società.
- Può rimanere in carica per un massimo di 9 anni (diventa poi troppo legato all'impresa e si ipotizza perda la sua indipendenza).
- Non può far parte del CdA di società controllate dalla società in cui svolge la sua funzione.
- Non può avere legami con il revisore dei conti.

L'amministratore indipendente assume quindi un ruolo di monitoring e di pressione sul management; tuttavia, la loro indipendenza è "limitata" poiché sono comunque "dipendenti" dal management, sono remunerati dalla società che è comunque sotto il controllo del consiglio di amministrazione ed il suo incarico è soggetto a riconferma sempre da parte della società stessa.

I requisiti, tuttavia, non sono molto rispettati; questo si è dimostrato tramite uno studio fatto in Italia dai professori **Paolo Santella, Giulia Paone e Carlo Drago**¹² nell'articolo *"How Independent Are Independent Directors? The Case of Italy"*. Il lavoro ha dimostrato che su 40 società italiane quotate (rappresentanti il 78% di tutta la capitalizzazione societaria italiana), analizzando la posizione di 284 amministratori indipendenti, solamente 5 rispettavano perfettamente i requisiti all'interno del codice Preda. Solitamente la maggior parte aveva relazioni con la società, aveva più impegni professionali con la società, stava da tanti anni in quella posizione ed era nel CdA di controllate. Questo però non comporta nulla a livello di legge, perché i requisiti si trovano nel Codice di Autodisciplina, quindi la peggior conseguenza si può avere è a livello di trasparenza e di immagine della società.

Nello stesso codice si evidenzia anche la proporzione corretta di amministratori indipendenti che ci dovrebbe essere in base alla dimensione del Consiglio di amministrazione:

- Per le società appartenenti al segmento MIB, si setta ad 1/3 del totale della dimensione del CdA, approssimato per difetto, con la clausola che siano non meno di 2.
- Per le società appartenenti al segmento STAR si distingue:
 - Per le società con CdA con meno di 8 persone, sono necessari almeno 2 amministratori indipendenti.
 - Per le società con CdA compresi tra 9 e 14 persone, sono necessari almeno 3 amministratori indipendenti.
 - Per le società con CdA con più di 14 persone, sono necessari almeno 4 amministratori indipendenti.

L'effetto della presenza degli amministratori indipendenti sulla performance dell'impresa è oggetto di studio di diversi papers accademici ed ha evidenziato che la probabilità di eliminazione di un manager incapace, a seguito di risultati negativi della società, aumenta. È poi registrato un aumento del prezzo delle azioni, quindi impatta anche sul valore dell'impresa stessa poiché la sua figura è vista positivamente dagli investitori. Empiricamente non si riesce ad evidenziare molto come varia la performance dell'impresa in presenza degli indipendenti.

¹² Santella, P., Paone, G. e C. Drago [2005], *How Independent Are Independent Directors? The Case of Italy*, unpublished manuscript, October.

Remunerazione dei dirigenti

È il meccanismo a disposizione della Corporate Governance sul quale si è concentrato parte del lavoro di tesi e racchiude in sé tutte le argomentazioni sul sistema ottimale di remunerazione, sul contratto incentivante, sull'allineamento degli interessi degli azionisti con quelli del manager, sulla divisione della retribuzione in una componente fissa ed una variabile...; esse verranno trattate nello specifico nel capitolo successivo. La remunerazione dei manager è obbligatorio riportarla su bilancio tramite le diverse voci che la costituiscono.

Blockholders e investitori istituzionali

Altro meccanismo interno è quello legato ai blockholders, cioè i detentori di significativi blocchi di azioni della società, che si distinguono dai piccoli azionisti dispersi. Non è detto abbiano sempre grandi percentuali della società, ma quanto basta per avere importanza (in un azionariato diffuso anche il 5% è significativo). I blockholders possono essere effettivi investitori oppure degli investitori istituzionali come le banche, le società di assicurazioni, fondi di investimento il cui business è proprio investire della liquidità. Queste figure sono oggetto di diversi studi. Essi sono molto importanti perché possono favorire il monitoring dei managers ed eventualmente la minaccia di scalata da parte loro è molto credibile, quindi temuta. Tuttavia, nella realtà sono molto “passivi” agli interessi della società e alcune volte si alleano con gli insider della società stessa. Negli anni recenti gli investitori istituzionali sono più attivi, in particolare i fondi di private equity, poiché investono delle quote più sostanziose e vogliono quindi esercitare maggiore controllo sul loro investimento.

La struttura proprietaria e la disciplina del debito

La disciplina del debito e la struttura di capitale assume una forma di disciplina del manager che gli impone un comportamento efficiente evitando investimenti poco profittevoli o le ricerca di benefici privati per paura del rischio di fallimento, causato della non solvibilità della società nei confronti dei creditori.

3. La teoria dei contratti: le remunerazioni incentivanti dei managers

3.1 Il contratto ottimo d'incentivo

Un contributo alla modellizzazione della teoria dei meccanismi incentivanti collegati ai contratti fu elaborato dagli economisti americani **Leonid Hurwicz, Eric Maskin e Roger Myerson**¹³ vincitori del premio Nobel per l'economia nel 2007.

Essi descrivono i vincoli che il principale deve tenere in considerazione, nella definizione del contratto, al fine di minimizzare il problema di agenzia:

- **Vincolo di partecipazione:** detto anche di “razionalità individuale”. Il vincolo di partecipazione stabilisce quali sono le condizioni per cui diventa razionale per l'agente accettare l'incarico. L'agente deve vedersi offrire delle condizioni che sono compatibili con quelle che lui ritiene opportune. Per accettare l'incarico l'agente vuole ricevere il suo **livello di utilità di riserva** cioè deve ricevere almeno il livello di utilità che ottiene in una ipotetica migliore alternativa, la next best alternative.
- **Vincolo di compatibilità degli incentivi:** è il vincolo più complesso da costruire perché richiede di definire gli incentivi in modo che l'azione che massimizza l'utilità dell'agente sia anche quella che favorisca l'estrazione del massimo sforzo dell'agente: “se lavoro tanto, guadagno di più e viceversa”.

3.1.1 Un modello matematico

Nel modello matematico proposto da **Church e Ware**¹⁴, supponiamo che il principale debba assumere un manager con l'obiettivo di estrarre da lui lo sforzo ottimale. Il modello è strutturato su tre casi principali: il caso di perfetta informazione, di asimmetria informativa e di utilizzo di un contratto incentivante, al fine di dimostrare che quest'ultimo sia il metodo ottimale di valutazione della remunerazione del manager. Al

¹³ Committee, Nobel Prize, [2007]. Leonid Hurwicz, Eric S. Maskin and Roger B. Myerson, “*Mechanism Design Theory*”, Nobel Prize in Economics documents 2007-2, Nobel Prize Committee

¹⁴ Church, J.R., e Ware, R. [2000], *Industrial organization: a strategic approach*, Boston, Irwin McGraw Hill, Cap. 3

fine di una maggiore chiarezza nella trattazione del modello, esso verrà trattato attraverso un esempio numerico.

Definiamo la **funzione di utilità dal manager** come il beneficio “ w ” rappresentato dal salario (wage) al netto dei costi, rappresentati dal livello di effort “ e ” del manager. Supponiamo che l’utilità abbia rendimento marginale decrescente rispetto al salario:

$$U(w, e) = \sqrt{w} - (e - 1)$$

Supponiamo che lo sforzo del manager possa essere settato su due livelli: uno ottimale $e^H = 2$ ed uno basso $e^L = 1$. Come detto precedentemente il manager può avere opportunità di lavoro esterno e per convincerlo ad accettare l’impiego, gli deve essere offerta almeno tanta utilità quanta ne può ottenere lavorando altrove (vincolo di partecipazione). Questa rappresenta nel modello la **next best alternative** del manager, la cui utilità, definita **utilità di riserva**, è assunta uguale a 1 e corrisponde al livello di utilità con effort e salario nullo. La forma $(e - 1)$ utilizzata per valutare il costo dello sforzo del manager è costruita così nel modello in modo tale che l’utilità associata a sforzo e salario nullo sia uguale a 1. La formula dell’utilità è inoltre settata in modo tale che il rendimento marginale rispetto al salario sia decrescente, in modo da interpretare al meglio la realtà. Definiamo il **profitto del principale** “ Π ” come funzione dello sforzo del manager “ e ” e del caso “ ε ”.

$$\Pi = f(e, \varepsilon)$$

Settiamo anche in questo caso due livelli di profitto ottenibili rispettivamente quando il manager adotta lo sforzo ottimale o quello basso. Supponiamo quindi un profitto ottimale $\Pi^H = 36$ ed uno basso $\Pi^L = 6$. Il caso è a sua volta **influenzato dallo sforzo impiegato dal manager**; pertanto, è più probabile il verificarsi della situazione favorevole, p^H , quando il manager applica lo sforzo ottimale, mentre è più probabile il verificarsi della situazione sfavorevole, p^L , se lo sforzo applicato dal manager è basso. Pertanto, si definisce lo schema di probabilità in tabella (Tabella 1).

	$\Pi^L = 6$	$\Pi^H = 36$
$e^H = 2$	$p^L = 1/3$	$p^H = 2/3$
$e^L = 1$	$p^H = 2/3$	$p^L = 1/3$

Tabella 1 Schema di probabilità di profitto per diversi livelli di effort

Il profitto atteso nei due casi risulterà quindi uguale a:

$$\Pi = p^H \Pi^H + p^L \Pi^L - w$$

Caso benchmark: contratto con piena informazione (First best)

Il caso benchmark è quello ipotetico di **piena informazione** dove lo sforzo del manager è osservabile e verificabile, quindi non ci sono asimmetrie informative: se il manager si è sforzato tanto o poco è visibile dal principale. In questo caso, se il manager offre il livello di sforzo ottimale e^H , il principale offrirà il reddito ottimale w^H compatibile con l'utilità di riserva che sarà pari a:

$$\sqrt{w^H} - (2 - 1) = 1 \rightarrow w^H = 4$$

Al contrario se il manager offre un livello di sforzo basso e^L , il principale non farà alcuna offerta. In questo modo il principale riuscirà ad estrarre dal manager il massimo livello dello sforzo. Nel caso di sforzo basso, infatti, l'utilità associata sarà sicuramente minore dell'utilità di riserva in quanto l'effort non è nullo.

$$U^L = \sqrt{0} - (1 - 1) = 0 < \text{utilità di riserva} = 1$$

Questo obbliga quindi il manager a scegliere tra accettare la proposta con sforzo massimo o la next best alternative. Il profitto che il principale ottiene nel caso il manager accetti l'offerta è:

$$\mathbb{E}[\Pi] = \frac{2}{3} \times 36 + \frac{1}{3} \times 6 - 4 = 22$$

Contratto in presenza di asimmetria informativa

In presenza di asimmetria informativa, lo sforzo non è osservabile, il principale può osservare soltanto il risultato e non lo sforzo, pertanto esso non può essere contrattato. Il principale se offre lo stesso contratto del caso precedente, offrendo w^H , rischia di essere ingannato dal manager, che potrebbe fornire lo sforzo minore e^L . In questo caso i profitti del principale sarebbero minori:

$$\mathbb{E}[\Pi_{a.i.}^{w=4}] = \frac{1}{3} \times 36 + \frac{2}{3} \times 6 - 4 = 12$$

In questa situazione il principale volendo evitare il rischio, offre a priori la remunerazione con sforzo basso, sempre nel rispetto del vincolo di partecipazione.

$$\sqrt{w^L} - (1 - 1) = 1 \rightarrow w^L = 1$$

In questo modo il manager otterrà un profitto che è ancora minore rispetto al caso benchmark, ma superiore a quello precedente, in cui offriva la remunerazione più alta. Il profitto non risulta comunque ancora ottimizzato:

$$\mathbb{E}[\Pi_{a.i.}^{w=1}] = \frac{1}{3} \times 36 + \frac{2}{3} \times 6 - 1 = 15$$

Contratto incentivante

Per massimizzare il profitto è necessario offrire un **contratto incentivante**, cioè offrire un contratto che induca a estrarre lo sforzo massimale nel manager, potendo osservare il suo risultato. Il principale offrirà un salario in corrispondenza dell'ottenimento del profitto ottimale o di quello basso, sempre valutato nel rispetto dei due vincoli di partecipazione e compatibilità degli incentivi e con lo scopo di prelevare dal manager lo sforzo massimo:

$$\begin{cases} p^H \sqrt{w^H} + p^L \sqrt{w^L} - (e^H - 1) = 1 \\ p^H \sqrt{w^H} + p^L \sqrt{w^L} - (e^H - 1) \geq p^L \sqrt{w^H} + p^H \sqrt{w^L} - (e^L - 1) \end{cases}$$

Si tratta di risolvere un sistema a due incognite w^H e w^L . Sostituendo tutti i parametri i livelli di salari ottimali sono $w^H = 9$ e $w^L = 0$.

In media il manager riceve un salario pari a:

$$\mathbb{E}[w] = \frac{2}{3} \times 9 + \frac{1}{3} \times 0 = 6$$

A cui corrisponde un profitto atteso del manager che sarà superiore al caso di contratto con asimmetria informativa ma sempre minore del caso benchmark.

$$\mathbb{E}[\Pi] = \frac{2}{3} \times 36 + \frac{1}{3} \times 6 - 6 = 20$$

Il manager invece otterrà quindi un salario mediamente superiore rispetto al caso benchmark:

$$\mathbb{E}[w_{incentivo}] - \mathbb{E}[w_{benchmark}] = 6 - 4 = 2$$

L'aumento del reddito del manager deriva dalla differenza di profitto del principale tra il caso benchmark e del contratto incentivante: è quella parte di profitto che è stata trasferita al manager per incentivarlo a dare il suo sforzo ottimale, è quello che abbiamo già definito come **costo d'agenzia**.

$$\text{Costo d'agenzia} = \mathbb{E}[\Pi_{benchmark}] - \mathbb{E}[\Pi_{incentivo}] = 22 - 20 = 2$$

3.2 Strutturazione dell'incentivo

Si è compreso con il modello del contratto incentivante, l'importanza dell'utilizzo degli incentivi al fine di allineare gli interessi del manager con quelli del principale, estrarre lo sforzo ottimale ed evitare comportamenti opportunistici. La definizione dell'incentivo si basa sulla performance del manager (**pay-performance**) poiché il suo effort non può essere osservato e comporta sia la condivisione del rischio d'impresa (**risk-sharing**) che la condivisione del profitto (**profit-sharing**) con il manager, che si rispecchia nel costo d'agenzia.

Tuttavia, come si struttura l'incentivo? In questa sezione, si descriverà un modello ed una teoria della natura e della forma dei contratti di incentivo, proposto da **Milgrom**¹⁵ stabilendo un numero di principi generali che possono essere utilizzati per comprendere, valutare e progettare tali contratti. Sebbene questa teoria si sviluppi in gran parte in termini di contratti di lavoro e retribuzione dei risultati, i principi sono ampiamente applicabili a un'ampia varietà di contesti.

La definizione della retribuzione incentivante non influenza solamente la struttura di incentivi, ma anche le questioni relative la progettazione del lavoro, la raccolta e gestione delle informazioni all'interno dell'azienda, etc...

Al fine di formalizzare un modello di compensazione degli incentivi, si assume che il livello di effort "e" del manager possa essere inteso come un numero, per esempio l'energia spesa o le ore lavorate. Come già illustrato, se "e" fosse direttamente osservabile, non ci sarebbe alcuna difficoltà a fornire gli incentivi adeguati, il principale potrebbe subordinare la retribuzione a prestazioni soddisfacenti, senza esporre il manager ad alcuna condivisione del rischio. Si suppone quindi che lo sforzo "e" non possa essere direttamente osservato, ma che il principale possieda degli indicatori imperfetti di e, basati sul risultato, che forniscono indirettamente alcune informazioni sull'effort, ma contaminati da eventi casuali al di fuori del controllo dell'agente. I dettagli sulle tipologie di indicatori utilizzati a valutare la performance del manager verranno analizzati successivamente.

L'indicatore dello sforzo "e" può essere scritto nella forma:

$$z = e + x$$

dove x è una variabile casuale rappresentante il caso. Si definisce inoltre un secondo indicatore y, variabile casuale che definisce sempre il caso come x, statisticamente correlata a x, ma non influenzata dallo sforzo del manager. Si noti che l'effort ed il caso non sono osservati separatamente; è possibile osservare solo la loro somma, z, così che non si possa comprendere se un buon o cattivo risultato sia derivante da un alto o basso effort e viceversa.

¹⁵ Milgrom, P.R., e Roberts, J. [1992], *Economics, organization, and management*. Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall.

Per esempio, se il manager è il responsabile delle vendite di un prodotto, z potrebbe essere una misura delle vendite totali di quel prodotto (che dipende dallo sforzo del manager e da eventi casuali, x , come la domanda realizzata); y potrebbe misurare la domanda dell'intera industry di riferimento del prodotto, quindi collegata alla domanda realizzata di quel prodotto, ma non all'effort del manager. Per semplicità, si suppone che x e y abbiano entrambi valore atteso pari a zero. In questo modo il valore atteso delle vendite sarà uguale al valore atteso dello sforzo, per le proprietà della media. Per quanto riguarda l'esempio, invece di rendere y la domanda dell'industria, potremmo renderlo l'ammontare di cui la differisce da un valore di previsione. Il modello di incentivo che si costruisce è un modello lineare del tipo:

$$w = \alpha + \beta(e + x + \gamma y)$$

dove w rappresenta il salario del manager. La compensazione si basa su di un importo di base, α , più una parte variabile in base agli indicatori z ed y . Si utilizza β per misurare l'intensità dell'incentivo: più grande è β , più alto è l'incentivo e più il manager sarà stimolato a fornire un alto effort. Il parametro γ indica il peso relativo dato all'informazione y , rispetto a z , nel determinare il compenso. Se γ è impostato a zero, allora y non sarà utilizzato nel determinare la compensazione. Dato un qualsiasi valore per γ , il termine:

$$e = x + \gamma y$$

dà una stima della variabile non osservabile dell'effort. Una delle questioni principali nella progettazione del contratto è quello di determinare quanto peso dare a y in questa stima, se presente, cioè determinare il livello di γ .

La modellizzazione del compenso di incentivazione in maniera lineare non è sempre ragionevole. La forma ideale dipende dalla natura degli sforzi richiesti e dalle misure di performance disponibili. Tuttavia, sono i più utilizzati ed è per questo che in questo contesto, il focus è su di essi.

Ogni contratto è caratterizzato da uno specifico settaggio dei parametri, " α ", " β " e " γ ", che descrivono quale livello di sforzo " e " il principale si aspetta di ottenere e come il manager deve essere remunerato sulla base della prestazione.

Al fine di valutare il profitto del manager è importante introdurre il concetto di **risk premium e certezza equivalente**. Come sappiamo infatti, il manager è avverso al rischio

ed accetterà il sistema retributivo variabile w , v.c. del salario, solo con i giusti incentivi, piuttosto che la retribuzione media mensile $\bar{w}$. La differenza tra questi due fattori è definita *risk premium*, è il rischio che il manager accetta di pagare al fine di ottenere l'incentivo, definito come:

$$\text{Risk premium} = \frac{1}{2} \times r(\bar{w}) \times \text{var}(w)$$

Il *risk premium*, condiviso con il principale, dipende sia dalla rischiosità del salario, rappresentato dalla sua variabilità, che dal grado di avversione al rischio del manager $r(\bar{w})$, che è funzione del valore atteso del salario. Secondo la formula, il *risk premium* è proporzionale al coefficiente di avversione al rischio assoluto: più le persone sono avverse al rischio, secondo questa misura, più alto sarà il loro *risk premium*.

Si definisce *certezza equivalente*, *CE*, la quantità di ricchezza rimanente, tolto il *risk premium* dal salario variabile.

$$CE = \bar{w} - \frac{1}{2} \times r(\bar{w}) \times \text{var}(w)$$

Se ci si riferisce al modello costruito in precedenza, la *certezza equivalente* corrispondente del manager sarà data dal salario atteso, meno il costo dell'effort $C(e)$, meno il *risk premium*.

$$CE = \mathbb{E}[\alpha + \beta(e + x + \gamma y)] - C(e) - \frac{1}{2} \times r \times \text{var}(\alpha + \beta(e + x + \gamma y))$$

Semplificando la varianza ed il valore atteso della formula risulta che:

$$CE = \alpha + \beta e - C(e) - \frac{1}{2} \times r \times \beta^2 \times \text{var}(x + \gamma y)$$

Sulla base di questa equazione si ricava quale debba essere la relazione ottimale che lega lo sforzo applicato dal manager in base agli altri parametri. Derivando l'equazione rispetto all'effort e ponendola uguale a 0 si ottiene che:

$$\frac{\partial(CE)}{\partial e} = \beta - C'(e) = 0$$

Ciò che si è ricavato, è definito **vincolo di incentivo** e deve essere soddisfatto in qualsiasi tipologia di contratto di incentivo. Il vincolo esprime il concetto che i manager sceglieranno i loro livelli di sforzo in modo tale che i loro guadagni marginali, derivanti da un maggiore sforzo, eguagliano i costi marginali da loro spesi per fornire l'effort.

Un contratto di lavoro è quindi efficiente solo se le scelte di " α ", " β " e " γ " sono quelle che massimizzano la certezza equivalente. Solitamente l'implementazione del problema si basa sul fissare un ipotetico valore di effort e di ricavare per iterazioni successive, quella che massimizza la certezza equivalente e di conseguenza calcolare i valori corrispondenti di tutti i parametri. Nell'equazione si nota tuttavia che α non influisce sulla certezza equivalente, determina solo come il salario totale è diviso tra le due parti fissa e variabile. Per quanto riguarda γ , esso è contenuto all'interno di $C'(e)$. La certezza equivalente risulta massimizzata quando la varianza della stima di " e ", $var(x + \gamma y)$, è minima.

3.2.1 Il principio di informatività

L'ultima osservazione porta alla definizione di un principio base dei modelli di incentivo: il principio di informatività. Nel progettare formule di compensazione, è importante inserire qualsiasi tipologia di performance che permetta (con la ponderazione appropriata) di minimizzare l'errore con cui sono stimate le scelte di effort dell'agente e si devono escludere tutte le misure di performance che aumentano l'errore con cui viene stimato lo sforzo (per esempio, perché riflettono esclusivamente fattori casuali al di fuori del controllo dell'agente). Applicato al modello descritto, la variabile y deve essere incluso nelle determinanti della retribuzione, in maniera ponderata (γ), solo se minimizza la variabilità in modo tale che:

$$var(x + \gamma y) < var(x)$$

Per le proprietà di composizione della varianza, si definisce la variabilità dell'effort atteso come:

$$var(x + \gamma y) = var(x) + \gamma^2 var(y) + 2\gamma cov(x, y)$$

La covarianza definisce il grado di correlazione delle due variabili casuali. Minimizzando la funzione rispetto a γ si ottiene:

$$\frac{\partial(\text{var}(x + \gamma y))}{\partial \gamma} = 2\gamma \text{var}(y) + 2\text{cov}(x, y) = 0 \rightarrow \gamma = -\frac{\text{cov}(x, y)}{\text{var}(y)}$$

Questo risultato porta a comprendere che le misure di performance aggiuntive da inserire per minimizzare l'errore della stima di “e” devono essere correlate con x. Se non sono correlate il peso ottimale sarebbe nullo poiché non favorirebbe la minimizzazione della stima. Se invece le due variabili sono correlate positivamente, la covarianza sarà positiva e il peso γ negativo e viceversa. Il peso è inoltre influenzato dalla variabilità della variabile y.

3.2.2 Il principio di intensità degli incentivi

Il passo successivo nell'analisi generale dei contratti di incentivazione è determinare l'intensità degli incentivi. Supponiamo quindi che sia dato γ e che la variabilità della stima di “e” sia $\text{var}(x + \gamma y)$.

Secondo il principio dell'intensità degli incentivi, ci sono quattro fattori che interagiscono per determinare l'intensità appropriata degli incentivi:

- *Redditività dello sforzo incrementale*: non ha senso sostenere i costi da parte del principale, per suscitare uno sforzo extra, a meno che i risultati non siano proficui. Per esempio, è controproducente usare incentivi per incitare dei lavoratori a lavorare più velocemente quando stanno già producendo così tanto da creare bottleneck nelle fasi successive di produzione. L'intensità ottimale dell'incentivo è proporzionale alla redditività dello sforzo incrementale, a condizione che gli altri tre fattori rimangano invariati.
- *Grado di avversione al rischio dell'agente*: gli agenti più avversi al rischio dovrebbero avere incentivi meno intensi, poiché meno disposti alla condivisione del rischio.
- *Precisione della misura della performance*: una bassa precisione corrisponde ad alti valori della varianza della stima dell'effort. Questo porta all'utilizzo di incentivi deboli. È inutile usare incentivi retributivi alti quando la misurazione delle prestazioni è molto imprecisa. Quando invece è possibile valutare la prestazione in maniera precisa, gli incentivi forti possono essere ottimali.

- *Reattività dello sforzo agli incentivi*: la velocità con la quale l'effort varia in relazione all'incentivo. Gli incentivi dovrebbero essere più intensi quando in manager sono in grado di rispondervi rapidamente.

3.2.3 Il principio di intensità del monitoraggio

Questo concetto si lega al fatto che le operazioni di monitoraggio delle performance, al fine della definizione della stima ottimale dell'effort, hanno un costo. Per tale motivo è importante comprendere il suo livello di ottimizzazione considerando che maggiore è la precisione della stima dell'effort, minore sarà la sua variabilità, maggiore il costo di monitoraggio delle performance.

3.2.4 Il principio di equa compensazione

Il principio si basa sul fatto che i compiti e le funzioni dei managers sono varie. Questo complica la strutturazione degli incentivi, poiché potrebbe favorire l'esecuzione di alcuni compiti, di alcuni obiettivi, maggiormente incentivati, piuttosto che altri. Il problema potrebbe anche focalizzarsi sul fatto che determinati compiti sono difficili da valutare tramite una performance; il tempo speso in queste attività da parte dei managers potrebbe essere basso se non nullo. Per questi motivi il principio afferma che il rendimento marginale del manager nel tempo deve essere uguale per tutte le attività che svolge, senno l'attività con il rendimento più basso non verrà svolta.

3.2.5 Incentivo intertemporale: l'effetto Ratchet

Questo principio si basa sulla valutazione della performance del manager. È necessario creare infatti degli standard al fine di comparare la performance del manager e settare in maniera appropriata gli incentivi. Le metodologie utilizzabili sono diverse, quella più adatta al contesto manageriale è la **past performance evaluation**, nella quale si paragona la performance a quella del periodo precedente. Tuttavia, è dimostrato che basare lo standard sulle prestazioni passate penalizza le buone prestazioni successive e premia quelle cattive. Il manager, infatti, è tentato a non raggiungere la performance obiettivo poiché lo standard del periodo successivo sarebbe settato ad un livello più alto di performance. Questo è noto come **effetto ratchet** ed è stato ben descritto nell'articolo dall'economista romano Claudio de Vincenti, professore ordinario alla Sapienza ed ex

ministro per la Coesione territoriale e il Mezzogiorno: “*Piano, Impresa ed effetto Ratchet*”. Nell’articolo l’economista parla dell’origine dell’effetto, nato nell’ex Unione Sovietica in contesto militare come strumento di valutazione degli obiettivi. Egli scrive in maniera chiara quanto l’effetto sia deleterio per le performance del periodo corrente.

3.3 Forme di retribuzione degli Executives

Si è compreso nel modello illustrato precedentemente, che la retribuzione del manager è suddivisa in una componente fissa ed una variabile, si analizzerà ora nello specifico le principali voci esistenti per entrambe le componenti:

- **Componente fissa**

- *Salario*: importo pagato nel corso dell'anno e fissato in anticipo. Può essere adeguato regolarmente in base alla durata del servizio, alle condizioni di concorrenza, al costo della vita o attraverso altre considerazioni. Solitamente il peso relativo del salario diminuisce all’aumentare del grado ricoperto dal manager all’interno dell’azienda. Come visto in precedenza, è una componente necessaria affinché il manager accetti l’incarico e sia “assicurata” la sua avversione al rischio. Tuttavia, non è sufficiente in quanto non è collegata alla performance del manager ed è quindi soggetta al suo potenziale moral hazard.

- **Componente variabile**

- *Bonus*: importo nominalmente variabile, spesso pagato come una somma forfettaria, a discrezione dei direttori dell'azienda. È solitamente legato alla performance, che è di solito misurata su un di un orizzonte a breve termine, come i profitti contabili dell'anno precedente o la crescita degli utili...Questo tipo di incentivo porta il manager a concentrarsi su obiettivi di breve periodo, legati all’esercizio, poiché il suo incentivo è proprio legato ai risultati di esercizio. Questo non lo porta a lavorare ad obiettivi dell’impresa di lungo periodo.
- *Premi in azioni*: azioni dell'azienda date al manager ad un prezzo molto scontato. Spesso il diritto del dirigente a vendere queste azioni è limitato, almeno fino a quando certe condizioni sono soddisfatte (per esempio, il raggiungimento di determinati obiettivi di crescita o di profitto o il

pensionamento del dirigente). Il numero di azioni assegnate può dipendere dalla performance passata. In questo modo si allarga la visione del manager, che punta ad obiettivi più lunghi nel tempo; tuttavia, possono essere applicati dei meccanismi con i quali il valore delle azioni dell'azienda diventa fittizio e non corrisponde ad una vera profittabilità dell'impresa o al raggiungimento di obiettivi.

- *Phantom stock*: azioni “fantasma”, non reali, che attribuiscono al manager il diritto ad un dividendo corrispondente a quello delle azioni ordinarie ma non attribuisce diritti di proprietà, non modificando così la struttura proprietaria della società.
- *Stock Appreciation Rights*: dà il diritto ad ottenere un bonus basato sull'apprezzamento del prezzo delle azioni nel tempo. Non si basa sull'acquisto di nessuna azione da parte del manager.
- *Stock option*: diritti dati al manager per comprare azioni dell'azienda ad un prezzo prestabilito, in uno specifico intervallo di tempo. Il prezzo (strike price) è di solito pari o superiore al prezzo corrente delle azioni e il periodo di tempo in cui è possibile acquistarle si allontana dal presente di solito di diversi anni. Nessuna compensazione effettiva è ricevuta fino a quando il dirigente non acquista effettivamente le azioni. La compensazione risiede nella differenza tra il prezzo di mercato delle azioni e il prezzo pagato dal manager. I piani di stock option prevedono, solitamente, tempi diversi durante i quali il dipendente può decidere di esercitare il proprio diritto di opzione ed acquistare le azioni offerte ad un prezzo predeterminato. Sulla base di quanto descritto, le stock option si configurano come opzioni call: esse concedono al manager il diritto ma non l'obbligo di comprare le azioni. I piani di stock option si scompongono in tre fasi temporali principali:
 - il **granting**, la fase in cui l'impresa concede ai propri collaboratori il diritto ad acquistare un certo numero di azioni in un arco temporale futuro prestabilito e ad un prezzo predeterminato;
 - il **vesting**, ovvero è il periodo che intercorre dall'offerta della stock option all'inizio del periodo per l'esercizio del diritto di opzione;
 - l'**exercising**, la fase in cui viene esercitato il diritto di opzione.

In base alla differenza tra lo strike price e il prezzo corrente delle azioni, si distinguono tre tipologie di opzioni:

- **out of the money**: quando lo strike price è inferiore rispetto al prezzo corrente delle azioni.
- **at the money**: quando lo strike price e il prezzo corrente delle azioni coincidono.
- **in the money**: quando lo strike price è superiore rispetto al prezzo corrente delle azioni.

4. Valutazioni empiriche dell'executive compensation e del rapporto pay-performance: dibattiti e controversie

Nel corso degli anni diversi economisti hanno approfondito il tema della remunerazione manageriale con l'obiettivo di valutare se la costruzione della struttura degli incentivi ed in particolare l'utilizzo degli incentivi equity-based, come le stock option, si allineasse correttamente con gli interessi degli shareholders e viceversa. Tale valutazione, in alcuni casi, potrebbe "giustificare" gli enormi compensi manageriali, che ciclicamente indignano l'opinione pubblica. Le ricerche empiriche che analizzano la relazione pay-performance hanno condotto spesso a risultati contrastanti, generando differenti correnti di pensiero: da un lato coloro che vedono nel contratto incentivante e nell'uso di strumenti come le stock option, la migliore soluzione al problema di agenzia; dall'altro coloro che giudicano le stock option come strumenti grazie ai quali i manager si appropriano della ricchezza degli azionisti. Nonostante i numerosi lavori di ricerca in merito, ancora oggi il tema risulta ancora molto dibattuto e non ha ancora portato ad un'opinione comune in merito. Per tale motivo, l'obiettivo del capitolo è esporre le principali correnti di pensiero nate nel corso degli anni in tema di executive compensation e presentare alcune ricerche accademiche di vari autori. Il tema dell'executive compensation trova la sua genesi nell'ambito delle Public Company statunitensi, massima espressione di impresa manageriale.

4.1 Le differenti correnti di pensiero

Sulla base di diversi dibattiti, nel corso degli anni, tra vari accademici sono nate diverse visioni del sistema di compensazione manageriale.

I tre professori **Edmans, Gabaix e Jenter**¹⁶ scrivono nel 2017 l'articolo: "*Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence*" nel quale tentano di riassumere i vari

¹⁶ Edmans, A., Gabaix, X., Jenter, D. [2017], *Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence*. in "Handbook of the Economics of Corporate Governance", Chapter 9, pp. 383-539

dibattiti emersi nel corso degli anni in tema di *executive compensation*, esaminando la letteratura teorica ed empirica fino a quel momento prodotta.

Nell'articolo si riassumono in maniera congiunta le principali correnti di pensiero emerse negli ultimi vent'anni in tema di retribuzione manageriale, per le quali si mettono a confronto modelli e dimostrazioni empiriche al fine di ricercarne limiti e potenzialità.

Ciò che Edmans, Gabaix e Jenter rilevano è che al fine di confrontare le varie teorie di valutazione dei dirigenti si devono tenere in considerazione diversi aspetti:

- Le caratteristiche specifiche del lavoro dei dirigenti e delle sue skills personali sono discriminanti rispetto alla performance rilevata.
- Gli analisti e ricercatori dovrebbero considerare molto attentamente le scelte di modellazione: l'utilizzo di modelli lineari piuttosto che moltiplicativi possono portare a grandi differenze nelle implicazioni del modello e sulla coerenza delle pratiche osservate.
- I contratti di compensazione negli Stati Uniti, si sono evoluti nel tempo. Le ragioni di questa evoluzione non sono pienamente comprese, tuttavia i probabili driver sono i consigli di amministrazione, che nel tempo hanno imparato come gestire in maniera ottimale le pratiche retributive e i cambiamenti normativi e istituzionali.
- Qualsiasi contratto di incentivazione crea effettivamente l'incentivo per modificare la misura della performance. Tuttavia, scoprire che gli incentivi equity-based, possano potenzialmente anche fomentare azioni opportunistiche dei CEO non implica che i contratti di incentivazione siano peggiori dei contratti non incentivanti.

4.1.1 Optimal contracting view

Secondo l'*optimal contracting view*, non esiste alcun contratto in grado di allineare perfettamente gli interessi di manager e shareholders; il contratto incentivante, tuttavia, rappresenta la soluzione ottimale, poiché è quello che minimizza il costo di agenzia. Tale teoria, illustrata nei precedenti capitoli, è quella teorizzata da *Jensen e Meckling (1976)* e precedentemente da *Berle e Means (1932)* in cui si descrive il problema del potere manageriale e della sua "gestione": il rischio che i manager possano deviare dal criterio della *shareholders value maximization* impone infatti il ricorso a meccanismi di

allineamento. Da ciò nasce l'idea di legare la remunerazione del top management alla capacità di creare valore per gli azionisti.

Coerentemente con questo approccio, definito da **Bebchuk, Fried e Walker**¹⁷ (2002) come “*the optimal contracting approach*” e in seguito da **Edmans, Gabaix e Jenter** (2017) come “*Shareholders value view*”, il consiglio di amministrazione della società, ha la responsabilità di progettare la struttura retributiva dei managers in modo da fornire loro una serie di incentivi ai fini della massimizzazione del valore per gli shareholders. In tale logica, si inserisce la soluzione dell'utilizzo di strumenti equity-based o, più nel dettaglio, option-based (i.e. stock option), come efficace meccanismo di Governance su cui possono contare gli azionisti per limitare ex-ante i comportamenti opportunistici dei CEO.

Le stock option costituiscono una parte molto consistente del pacchetto retributivo degli executive dei paesi anglo-americani e si ritiene che rappresentino un efficace incentivo per i manager ad agire nell'interesse degli azionisti. Tuttavia, le stock option attribuite in USA a manager e consiglieri di amministrazione, sono state oggetto di aspre critiche da parte del mondo accademico e dell'opinione pubblica in quanto talmente lucrative e generose da suscitare il sospetto di una illecita estrazione di valore ai danni della società.

4.2.2 Rent extraction view

La rent extraction view è ben descritta da **Bebchuk, Fried e Walker** nell'articolo del 2002: “*Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*”, dove i tre professori criticano la visione dell'optimal contracting view, valutando gli incentivi come le stock option, non tanto come strumenti utili a fronteggiare il problema d'agenzia ma al contrario come parte di esso. Nell'articolo si descrive in maniera dettagliata l'enorme influenza che ha il CEO rispetto alle decisioni sulla struttura della sua compensazione: secondo l'optimal contracting view, gli accordi salariali sono fissati da un consiglio di amministrazione che mira a massimizzare il valore per gli azionisti; secondo la *rent extraction view* invece, i dirigenti hanno il potere di influenzare il consiglio di amministrazione nella definizione della propria retribuzione (*managerial power approach*) ed utilizzano questo potere per estrarre delle “rendite” dagli azionisti.

¹⁷ Bebchuk, Fried, Walker [2002], *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, The University of Chicago Law Review, Vol. 69, pp. 751-846.

È stato dimostrato infatti in diverse ricerche empiriche, che molte delle caratteristiche dei piani di remunerazione dei managers forniscono incentivi all'estrazione di rendite personali piuttosto che al perseguimento degli interessi dei proprietari.

Nell'articolo del 1997 di **David Yermack**¹⁸: *"Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company New Announcements"*, si indaga sulle tempistiche nelle quali sono assegnate le stock option ai CEO di diverse aziende americane, tra il 1992 e 1993. L'analisi costruita dall'economista suggerisce che gli amministratori delegati ricevono premi in stock option poco prima di notizie aziendali favorevoli e che invece i premi sono ritardati fino a dopo il rilascio di notizie negative: la tempistica dei premi coincide quindi con rialzi favorevoli dei prezzi delle azioni delle società anche se i premi rimangono segreti per molti mesi. I risultati implicano che i top manager possono influenzare i processi dell'assegnazione di stock option e sfruttare questa influenza per aumentare il loro compenso.

Considerando l'importante ruolo del CEO nel nominare i consiglieri di amministrazione, si configura un alto incentivo da parte dei consiglieri stessi, a favorire il management; inoltre, l'incentivo è rafforzato dal fatto che il CEO ha la capacità di incidere sull'ammontare della remunerazione degli amministratori. Studi empirici dimostrano che il potere manageriale è tanto maggiore quando il consiglio di amministrazione è debole o inesperto.

Nell'articolo del 1999: *"Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance"*, gli economisti **John E. Core, Robert W. Holthausen e David F. Larcker**¹⁹ rilevano che le performance aziendali, la struttura del consiglio di amministrazione e la struttura proprietaria spiegano in maniera significativa le variazioni della compensazione degli amministratori delegati. Il campione utilizzato per l'analisi consiste in 495 osservazioni della compensazione manageriale su un periodo di tre anni (1982-1984) di 205 aziende statunitensi quotate in borsa. Tali dati sono stati ottenuti da un'importante società di consulenza sulle retribuzioni. Il campione è composto da grandi aziende che operano in settori diversi: dall'alimentare, al chimico, all'elettrico. I risultati della regressione effettuata dai tre ricercatori, è mostrata in Figura 4.

¹⁸ Yermack, D. [1997], *Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company New Announcements*, in *"Journal of Applied Corporate Finance"*, vol. 22, issue 2, pp. 449-476.

¹⁹ Core J. E., Holthausen R.W., Larcker D. F., *"Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance"* in *Journal of Financial Economics*, 1999, vol. 51, issue 3, 371-406.

	Predicted sign	CEO compensation variable		
		Total	Cash	Salary
<i>Economic determinants</i>				
Sales	+	12.598 (6.07)	8.554 (12.13)	4.380 (10.43)
Investment opportunities	+	101,391 (2.43)	34,801 (2.45)	20,256 (2.39)
Return on assets (ROA)	+	4,108 (0.98)	1,525 (1.07)	− 1,388 (− 1.63)
Stock return (RET)	+	1,454 (2.34)	621 (2.94)	333 (2.65)
Standard deviation of ROA	?	− 41,857 (− 3.75)	− 26,022 (− 6.86)	− 4,279 (− 1.89)
Standard deviation of RET	?	− 967 (− 0.83)	− 675 (− 1.71)	− 773 (− 3.30)
<i>Board structure</i>				
CEO is board chair	+	152,577 (2.86)	89,495 (4.94)	38,393 (3.56)
Board size	+	30,601 (3.51)	10,523 (3.55)	4,407 (2.50)
Inside directors	?	− 5,639 (− 3.22)	− 2,020 (− 3.39)	− 382 (− 1.08)
Outside directors appointed by CEO	+	4,137 (4.14)	1,353 (3.99)	830 (4.11)
Gray outside directors	+	7,356 (3.19)	2,422 (3.09)	− 52 (− 0.11)
Interlocked outside directors	+	4,358 (0.99)	2,232 (1.49)	15 (0.02)
Outside directors over age 69	+	4,136 (2.42)	1,868 (3.22)	1,961 (5.68)
Busy outside directors	+	2,016 (1.80)	1,315 (3.46)	966 (4.26)
<i>Ownership structure</i>				
CEO percentage stock ownership	−	− 8,027 (− 2.21)	− 2,937 (− 2.38)	− 1,648 (− 2.24)
Non-CEO insider owns 5%	−	− 142,389 (− 2.18)	− 1,250 (− 0.06)	4,539 (0.34)
Percentage stock ownership per outside director	−	− 21,183 (− 0.81)	814 (0.09)	4,365 (0.83)
Outside blockholder owns 5%	−	− 86,100 (− 1.98)	− 69,901 (− 4.72)	− 46,333 (− 5.26)
Adj- R^2		37.2%	62.1%	52.6%
F		9.85	25.50	17.60
Incremental Adj- R^2 from board and ownership structure variables		14.6%	12.9%	13.3%
F		10.13	14.40	12.05

Figura 4 - Risultati della regressione

L'equazione di regressione include come variabile dipendente una delle tre misure della retribuzione degli amministratori delegati (Total compensation, Cash compensation, e Salary). Il salario (Salary) è la componente della retribuzione che è fissa, la Cash compensation è la somma del salario e dei bonus annuali. La retribuzione totale è la somma del salario, dei bonus annuali e della componente equity-based della compensazione (azioni, stock option, phantom stock etc...). Come variabili indipendenti

sono incluse determinanti economiche per la valutazione della pay-performance, variabili sulla struttura del consiglio e sulla struttura proprietaria.

Dai risultati della regressione si evince che il livello della retribuzione totale degli amministratori delegati è correlato alle dimensioni dell'azienda e alle sue opportunità di investimento (valutato con il rapporto market-to-book): queste imprese pagano compensi più alti per gli amministratori delegati, gli economisti interpretano tale risultato come una richiesta, da parte di queste società, di talenti manageriali di qualità superiore. La relazione con il ROA non è significativa, mentre il coefficiente del rendimento azionario (RET) presenta un'associazione positiva e significativa con la retribuzione.

Le otto variabili relative alla struttura del consiglio di amministrazione sono generalmente significative. La variabile "*CEO is board chair*" che valuta se l'amministratore delegato assume anche il ruolo di presidente del consiglio di amministrazione, indica che un CEO che funge anche da presidente del consiglio riceve un compenso annuale aggiuntivo di 152.577 dollari. La dimensione del consiglio (*Board size*) è statisticamente significativa e correlata positivamente; questo implica che l'aumento di un singolo membro all'interno del consiglio porta ad un aumento di 30.601 dollari nella compensazione totale del CEO. Contrariamente a quanto si potrebbe pensare, la compensazione totale ha una relazione statisticamente significativa ma negativa con il numero di amministratori interni del consiglio: un aumento dell'1% degli amministratori interni all'interno del consiglio, si traduce in una diminuzione di 5639 dollari nella compensazione del CEO. La relazione negativa sulla percentuale di amministratori interni non fornisce un favorevole supporto alla tesi comune che gli amministratori esterni siano migliori controllori della gestione rispetto agli amministratori interni.

Le variabili che valutano le caratteristiche degli amministratori esterni (se gli amministratori esterni sono stati nominati dall'amministratore delegato (*appointed by CEO*), se gli amministratori esterni ricevono altri compensi dalla società oltre il loro ruolo (*gray directors*) e se gli amministratori esterni possiedono società nel cui consiglio di amministrazione presiedono figure della società per cui lui è amministratore esterno (*interlocked directors*)) hanno tutte una correlazione positiva: I coefficienti statisticamente significativi, sui direttori esterni nominati dall'amministratore delegato e sui gray directors, indicano che un aumento dell'1% della variabile, porta a un aumento rispettivamente di 4137 dollari e 7356 dollari nella retribuzione dell'amministratore. Il coefficiente sugli interlocked directors risulta tuttavia poco significativo.

Se consideriamo invece le variabili che valutano la percentuale di amministratori esterni con più di 69 anni e la percentuale di amministratori esterni che sono “occupati” in altri consigli, entrambi risultano statisticamente significativi e correlati positivamente: un aumento dell'1% di una delle due variabili porta ad un aumento rispettivamente di 4136 dollari e 2016 dollari.

Le quattro variabili che definiscono la struttura proprietaria, sono generalmente statisticamente significative: le variabili che indicano la proprietà azionaria in possesso del CEO e la presenza di un altro dirigente nel consiglio di amministrazione che possiede almeno il 5% delle azioni in circolazione, possiedono entrambi coefficienti significativamente negativi. Un aumento dell'1% nella proprietà azionaria del CEO si traduce in una riduzione di 8027 dollari nella compensazione del CEO; la presenza di un altro dirigente nel consiglio di amministrazione che possiede almeno il 5% delle azioni in circolazione è associata a una riduzione di 142.389 dollari nella retribuzione del CEO. Esiste poi una relazione negativa e significativa tra l'esistenza di un azionista che possiede almeno un blocco di azioni pari al 5% delle azioni in circolazione e la retribuzione del CEO. La stima puntuale indica che la presenza di questo azionista porta a un calo di 86.100 dollari nel compenso totale.

Dimostrata in maniera statisticamente significativa l'influenza del consiglio di amministrazione sulla remunerazione manageriale, è interessante citare il cosiddetto meccanismo di “*camouflage*” utilizzato dai managers per nascondere le rendite da loro estratte. I CEO, infatti, al fine di evitare eventuali “*outrage costs*” derivanti dall' “esser scoperto”, adottano delle operazioni atte a nascondere le rendite, creando così accordi salariali inefficienti che forniscono incentivi subottimali e danneggiano il valore degli azionisti. Gran parte dell'estrazione della rendita avviene attraverso forme di retribuzione che sono meno osservabili o più difficili da valutare, come le stock option, i bonus, i piani pensionistici e la liquidazione.

Se si analizza con attenzione la strutturazione di alcuni schemi retributivi per i dirigenti, è possibile evidenziare una serie di caratteristiche, legate ai piani di stock option, che possono nascondere l'intenzione da parte dei manager di espropriare gli azionisti:

- La mancanza di indicizzazione delle opzioni rispetto alle performance del settore di appartenenza o ai rendimenti del mercato azionario.
- L'utilizzo prevalente di opzioni “*at the money*”, per le quali il prezzo di esercizio è fissato in misura equivalente al valore di mercato delle azioni sottostanti. Il motivo di tale ipotesi si basa sul fatto che fissare un prezzo di esercizio equivalente

al valore corrente di mercato delle azioni sottostanti, alla grant date, per dei diritti che matureranno tra cinque anni, significa fissare ad oggi un prezzo di esercizio che è di gran lunga inferiore al valore corrente delle azioni. L'effetto incentivante per i manager, in caso di opzioni at the money, risulterebbe potenzialmente inesistente.

- La definizione di un *vesting period* piuttosto breve, solitamente inferiore ai tre anni. Maggiore è l'estensione del vesting period, e quindi la durata del piano, maggiore è l'effetto incentivante per i manager. Viceversa, ad un vesting period breve, si associa una più rapida e sicura possibilità di guadagno per i manager. La durata ottimale del periodo di maturazione non è uniforme per tutti i piani, ma dipende anche da altre caratteristiche, come il prezzo di esercizio.
- La mancanza di ulteriori meccanismi di lock-up, quali il divieto di vendere immediatamente le azioni acquisite o limiti all'ammontare delle azioni vendibili. L'inserimento di limiti di questo tipo avrebbe l'effetto di prolungare l'incentivo per i manager oltre la vesting date: spesso accade infatti, che la data di maturazione delle opzioni, coincida con quella di esercizio delle opzioni.
- Utilizzo del repricing, ossia della rideterminazione dello strike price quando il valore corrente delle azioni sottostanti scende al di sotto del prezzo di esercizio originario. La mancanza di indicizzazione quando il valore corrente delle azioni cresce, unita al repricing quando il valore corrente delle azioni si riduce, consente al manager di guadagnare senza limitazione se il prezzo delle azioni cresce e di beneficiare di una protezione dalle perdite in caso di declino del mercato;

4.2.3 Perceived cost view

Negli articoli di **Murphy**²⁰ (2002): *"Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Option"* e **Hall e Murphy**²¹ (2003): *"The Trouble with Stock Option"*, si offre "un'ipotesi alternativa" rispetto alla visione descritta da Bebchuk, Fried e Walker. Secondo i due economisti, la "popolarità" dell'utilizzo di strumenti come le stock option non deriva principalmente dal fatto che esse possono

²⁰ Murphy, Kevin J. [2002], *"Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options"*, University of Chicago Law Review, Vol. 69, Iss. 3, Article 4.

²¹ Hall, Brian, J., and Kevin J. Murphy. [2003], *"The Trouble with Stock Options"*, in Journal of Economic Perspectives, 17, pp. 49-70.

essere un ottimo strumento per la risoluzione del problema d'agenzia o al contrario un ottimo strumento con il quale i managers estraggono ricchezza dagli azionisti. La loro popolarità nel corso tempo è stata condizionata in base alle condizioni fiscali, più o meno favorevoli e dal trattamento contabile agevolato che in passato le hanno caratterizzate:

"...Although economists have generally focused on the incentive aspects of options, the popularity of stock option reflects in large part their favorable tax and accounting treatments, which we believe are critical in understanding why, how and to whom options are granted..."

(Hall & Murphy, "The Trouble with Stock option")

In passato, infatti, non esistevano precise e particolari norme che regolassero da un punto di vista fiscale tali strumenti, come neanche il loro trattamento sul conto economico.

A tale riguardo, la letteratura di accounting registra due differenti correnti di pensiero che si sono contrapposte per circa un ventennio, stimolando un ampio dibattito: una parte più conservativa dello standard setting statunitense, promuove l'impiego dell'intrinsic value delle stock option, inteso come la differenza tra il prezzo di mercato delle azioni ed il prezzo di esercizio dell'opzione. Tale visione è stata in passato condivisa anche in Italia. Dall'altra invece, si promuove l'utilizzo del fair value ai fini della valutazione e della iscrizione delle stock option in bilancio; pertanto, si utilizza un indicatore che, attraverso differenti approcci di calcolo, punta a stimare il prezzo di un bene nel modo più oggettivo possibile, al di là del valore di mercato corrente.

In passato, come conseguenza dell'intrinsic value le società americane, al fine di non diminuire il reddito di esercizio, assegnavano prezzi di esercizio alle stock option uguali o superiori al valore di mercato delle azioni.

Sulla base di queste considerazioni, sia gli executive che gli amministratori percepivano erroneamente le stock option come gratuite o poco onerose per l'azienda, poichè la loro attribuzione non comportava esborsi finanziari e, nella quasi totalità dei casi, alcuna imputazione di costi nel conto economico e quindi nessuna riduzione dell'utile netto.

Per questo motivo dal 1984 iniziarono una serie di riforme negli Stati Uniti atte ad obbligare l'adozione del fair value delle stock option, utilizzando il Black-Scholes come modello di option pricing model. Tale obbligo divenne tuttavia effettivo solo dal 2003, a seguito dei numerosi scandali finanziarie che attirarono l'attenzione sulle problematiche

contabili. Il Black-Scholes option pricing model è uno strumento nato per contabilizzare le standard option, tuttavia, attraverso una serie di modifiche, è anche utilizzato per il calcolo del valore delle stock option. Tuttavia, le stock option presentano delle differenze sostanziali dalle altre tipologie di opzioni; oltre al livello di rischio sicuramente più elevato, esse sono caratterizzate dalla presenza del vesting period e non consentono la diversificazione del rischio. Pertanto, il Black-Scholes fornisce solo una stima attendibile del loro valore.

Confrontando la perceived cost view con la rent extraction, la principale differenza tra le due visioni risiede nei meccanismi di mitigazione rilevati per entrambi: per moderare i problemi di managerial power la teoria suggerisce di revisionare le regole sulla Corporate Governance prevedendo, ad esempio, un maggior numero di consiglieri indipendenti. Diversamente, per mitigare i problemi di perceived cost, la teoria suggerisce di fare luce sul reale valore economico delle opzioni imponendo la contabilizzazione del fair value delle stock option in bilancio ed eliminando l'asimmetria esistente tra il trattamento contabile e quello fiscale.

In Italia, attualmente, con l'introduzione dello standard contabile IFRS2, che ha reso obbligatorio l'utilizzo del fair value, la perceived cost view non è più idonea a spiegare la diffusione dei piani di stock option.

4.2 Evidenze empiriche

4.2.1 La sensitività pay-performance rilevata da Jensen & Murphy

In letteratura, i primi studi più significativi ed autorevoli in tema di pay-performance sono da attribuire a **Jensen e Murphy**^{22 23}. In particolare, ci si riferisce a due articoli pubblicati nel 1990 a distanza di un mese l'uno dall'altro: *"Performance pay and top-management incentives"* e *"CEO incentives - It's not how much you pay, but how"*. Nei due articoli gli economisti confutano le cicliche polemiche che si creano in tema di compensi manageriali, ritenuti eccessivi e che scuotono l'opinione pubblica, affermando che il vero problema non è tanto quanto i managers sono pagati ma come. Dalla loro analisi ricavano

²² Jensen, M. e Murphy, K. [1990], *CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, but how*, in Harvard Business Review 68, no. 3, pp. 138–153.

²³ Jensen, M. e Murphy, K. [1990], *Performance Pay and Top-Management Incentives*, in Journal of Political Economy, 98, pp. 225-264.

in conclusione che la relazione pay-performance manageriale è statisticamente significativa e correlata positivamente, ma molto bassa: in media un aumento della ricchezza dei CEO di 3,25 dollari, corrisponde ad un incremento di 1.000 dollari della ricchezza degli azionisti (Jensen auspica un valore vicino all'unità). Questo risultato poco si allinea con la visione dell'optimal contracting:

“...We believe that our results are inconsistent with the implications of formal agency models of optimal contracting...”

[J&M, “Performance pay and top-management incentives”, pp.3]

I motivi che i due economisti introducono al fine di motivare tale risultato sono diversi: ipotizzano che non esista effettivamente all'interno della società un monitoraggio delle azioni manageriali oppure che al fine di mantenere un equilibrio nel mercato del lavoro manageriale, si proibiva l'utilizzo di contratti che prevedessero grandi penalità per scarse performance, e di conseguenza la dipendenza della paga dalla performance è diminuita; infatti, se si confronta la sensibilità pay-performance nei compensi dei manager degli anni '30, essa era molto più elevata e con il tempo è diminuita sempre più.

Lo studio utilizza dati su stipendi, bonus e stock option di 2213 CEO di 1295 Public Companies americane, pubblicati su Forbes dal 1974 al 1986. A seguito di una scrematura dei dati al fine di eliminare i dati di CEO per i quali alcune informazioni erano mancanti, il dataset finale utilizza informazioni di 1688 CEO di 1049 Public Companies. I dati sono stati aggiustati in base all'andamento dell'inflazione.

Nel modello di regressione lineare, costruito all'interno del lavoro, si definisce con il coefficiente b , la sensibilità pay-performance; esso rappresenta quanto cambia la ricchezza in dollari dei CEO, ad un aumento unitario della ricchezza degli shareholders. In Figura 5, i risultati sulla stima della relazione pay-performance, in parentesi è rappresentato il valore della statistica t .

ESTIMATES OF PAY-PERFORMANCE SENSITIVITY: COEFFICIENTS OF ORDINARY LEAST SQUARES REGRESSIONS OF $\Delta(\text{SALARY} + \text{BONUS})$, $\Delta(\text{TOTAL PAY})$, AND $\Delta(\text{PAY-RELATED WEALTH})$ ON CURRENT AND LAGGED $\Delta(\text{SHAREHOLDER WEALTH})$

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, $b^§$	.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

Note—The sample is constructed from longitudinal data reported in *Forbes* on 1,668 CEOs serving in 1,049 firms for the years 1974-86. $\Delta(\text{shareholder wealth})$ is defined as the beginning-of-period market value multiplied by the inflation-adjusted rate of return on common stock, t -statistics are in parentheses.

*Significant at the 0.01 percent level.

Figura 5 – Risultati della stima della sensitività pay-performance

Nella colonna 1, l'equazione di regressione è così definita:

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

La variazione della ricchezza degli azionisti è calcolata come:

$$\Delta(\text{Shareholder wealth})_t = r_t V_{t-1}$$

Dove r_t rappresenta il tasso di rendimento delle azioni ordinarie, realizzato nell'anno fiscale t e V_{t-1} è il valore dell'azienda al tempo $t-1$.

Il coefficiente b (0,0000135) è statisticamente diverso da 0 (con un livello di significatività del 5% e una statistica $t = 8,0$, posso rifiutare l'ipotesi nulla $b=0$), indicando una relazione pay-performance positiva. Tuttavia, come affermato precedentemente, la significatività economica del coefficiente stimato è bassa: un CEO riceve in media un aumento di compensazione di 0,0135 dollari, cioè 1,35¢, aggiuntivi per ogni 1.000 dollari di aumento della ricchezza degli azionisti.

Queste stime sono comparabili con quelle effettuate da Murphy (1985, 1986), Coughlan e Schmidt (1985), e Gibbons e Murphy (1990), che calcolano un'elasticità pay-performance pari a 0,1: pertanto ad un aumento di circa l'1% della compensazione manageriale, corrisponde al 10% di aumento del valore degli azionisti.

Nella colonna 2 il coefficiente b è calcolato pesandolo anche sui dati del periodo precedente al fine di eliminare problemi legati al conferimento di bonus differiti:

$$\Delta(CEO \text{ salary} + \text{bonus})_t = a + b_1 \Delta(\text{Shareholder wealth})_t + b_2 \Delta(\text{Shareholder wealth})_{t-1}$$

Anche il coefficiente b_2 , per l'anno $t-1$, è positivo e statisticamente significativo, indicando che la performance dell'anno precedente è importante nella determinazione della revisione salariale dell'anno successivo. Anche la somma dei coefficienti ($b_1 + b_2 = 0,0000219$) è statisticamente significativa ($F = 93,0$). Considerando i due contributi il CEO riceve un aumento del salario totale di 2,2¢ per ogni aumento di 1.000 dollari nella ricchezza degli azionisti.

Le regressioni delle colonne 1 e 2 si basano solo su salario e bonus del CEO senza considerare gli altri metodi di compensazione. La colonna 3 riporta il risultato dei coefficienti b_1 e b_2 considerando nella struttura di compensazione manageriale anche altre tipologie di incentivo (piani pensionistici etc..) ma ad esclusione delle stock option, non riportate su Forbes fino al 1978.

$$\Delta(CEO \text{ Total Pay})_t = a + b_1 \Delta(\text{Shareholder wealth})_t + b_2 \Delta(\text{Shareholder wealth})_{t-1}$$

Anche in questo caso il risultato è statisticamente significativo per entrambi i contributi ($t_1 = 5,2$ e $t_2 = 2,4$) e mostra che il CEO riceve un aumento del salario totale di circa 3,3¢ per ogni aumento di 1.000 dollari nella ricchezza degli azionisti.

Nella quarta colonna, nella compensazione manageriale si sono considerati tutti i flussi di cassa futuri legati a salario e bonus del manager, fino all'eventuale termine del suo rapporto lavorativo con la società, considerando un tasso di sconto del 3%.

$$CEO \text{ Total Pay} + PV[\Delta(CEO \text{ Total Pay})_t] = a + b_1 \Delta(\text{Shareholder wealth})_t + b_2 \Delta(\text{Shareholder wealth})_{t-1}$$

In questo scenario il CEO riceve un aumento del salario totale di circa 30 cents per ogni aumento di 1.000 dollari nella ricchezza degli azionisti.

Per valutare in maniera più completa la variazione della ricchezza dei CEO, includendo anche le informazioni sulle stock option, si è utilizzato un dataset di dati su stock option, salari, bonus, compensi differiti e fringe benefit, prelevato da Fortune 500, di 154 CEO di 73 aziende manifatturiere, tra il 1969 e il 1983.

Alla fine di ogni anno, gli amministratori delegati sono tipicamente in possesso di stock option concesse in anni diversi, a prezzi di esercizio e date di esercizio diverse. Il valore di tutte le opzioni detenute dal CEO, alla fine del periodo τ , è calcolato applicando la formula di valutazione di Black-Scholes:

$$(Value\ of\ Stock\ Options)_t = \sum_{t=0}^{\tau} N_t [S_t e^{-dT} \phi(Z_t) - P_t e^{-rT} \phi(Z_t - \sigma\sqrt{T})]$$

dove N_t è il numero di opzioni concesse al CEO nell'anno t , al prezzo di esercizio P_t , T è il numero di mesi alla scadenza di queste opzioni, r è il rendimento medio mensile di mercato dei titoli di stato a cinque anni nell'anno τ , d è il rendimento dei dividendi nell'anno $\tau - 1$, definiti come

$$d = \ln[1 + (\text{dividendi per azione/prezzo di chiusura delle azioni})]/12$$

σ è la deviazione standard stimata dei rendimenti azionari nel precedente periodo di 60 mesi, S_τ è il prezzo delle azioni alla fine dell'anno fiscale τ , Z è definito come

$$Z = \{\ln(S_\tau/P_t + [r - d + (\sigma^2/2)]T\}/\sigma\sqrt{T}$$

$\phi(\cdot)$ è la funzione cumulativa della distribuzione normale standardizzata. Attraverso tale formula si vuole definire che la variazione del valore delle opzioni detenute alla fine di ogni anno è calcolata come il valore delle opzioni assegnate durante l'anno, più la variazione del valore di tutte le opzioni possedute durante l'anno, più i profitti (prezzo meno prezzo di esercizio) derivanti dall'esercizio delle opzioni durante l'anno. In Figura 6, i risultati delle regressioni effettuate considerando i modelli precedenti.

ESTIMATES OF PAY-PERFORMANCE SENSITIVITY INCLUDING STOCKHOLDINGS AND
OPTIONS: COEFFICIENTS OF ORDINARY LEAST SQUARES REGRESSIONS OF
 $\Delta(\text{CEO WEALTH})$ ON $\Delta(\text{SHAREHOLDER WEALTH})$ FOR CEOs
IN 73 MANUFACTURING FIRMS FOR 1969-83

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*

Note:—Sample size is 877 for all regressions. $\Delta(\text{shareholder wealth})$ is defined as the beginning-of-period market value multiplied by the inflation-adjusted rate of return on common stock. $\Delta(\text{value of stock options})$ includes profits from exercising options, value of options granted in current year, and the change in the value of previously granted options based on Black and Scholes (1973). Total pay includes salary, bonus, value of restricted stock, savings and thrift plans, and other benefits; $PV[\Delta(\text{salary} + \text{bonus})]$ is based on the assumption that the CEO receives salary and bonus increment until age 70 at a discount rate of 3 percent. t -statistics are in parentheses.

*Significant at the 0.01 percent level.

[†]Inside stockholdings include shares held by family members and shares for which the CEO is a trustee or cotrustee without beneficial ownership. $\Delta(\text{value of inside stock})$ is defined as the beginning-of-period value of inside stock multiplied by the inflation-adjusted rate of return on common stock. Stock ownership data are unavailable for 50 of the $(73 \times 15) = 1,095$ possible CEO-years.

[‡]Estimated b and related test statistic for a CEO with median fractional ownership for the sample, .0016.

Figura 6 - Risultati della stima della sensitività pay-performance (incluse le stock option)

La colonna 1 considera solamente la variazione del valore delle stock option:

$$\Delta(\text{Value of Stock Options})_t = a + b_1 \Delta(\text{Shareholder wealth})_t + b_2 \Delta(\text{Shareholder wealth})_{t-1}$$

la somma dei coefficienti stimati implica che il valore delle stock option dei CEO aumenta in media di 14,5 centesimi per ogni 1.000 dollari di aumento della ricchezza degli azionisti. Pertanto, gli incentivi generati dalle stock option sono molto più grandi rispetto agli incentivi generati da cambiamenti annuali nella compensazione totale (salario +bonus) anche se le opzioni rappresentano una quota relativamente piccola della compensazione manageriale (8,1%).

Considerando invece tutta la compensazione manageriale, in colonna 2:

$$\begin{aligned} CEO \text{ Total Pay} + PV[\Delta(CEO \text{ Total Pay})_t] + \Delta(\text{Value of Stock Options})_t = \\ = a + b_1 \Delta(\text{Shareholder wealth})_t + b_2 \Delta(\text{Shareholder wealth})_{t-1} \end{aligned}$$

La somma dei coefficienti b_1 e b_2 è uguale a $b = 0,000307$ ed implica che la ricchezza del CEO cambia di oltre 30 centesimi ad una variazione di 1.000 dollari nella ricchezza degli azionisti.

Un ulteriore elemento misurato, in colonna 4, all'interno della struttura di compensazione dei managers è l'inside stock ownership, la proprietà diretta di azioni. La proprietà delle azioni è un altro modo con cui il "welfare" di CEO varia direttamente con la performance dell'azienda, indipendentemente dal legame tra compenso e performance. Sebbene il processo attraverso il quale gli amministratori delegati selezionano il loro equilibrio non sia ben compreso, gli incentivi generati da queste partecipazioni azionarie, si aggiungono agli incentivi precedentemente descritti.

$$\begin{aligned} CEO \text{ Total Pay} + PV[\Delta(CEO \text{ Total Pay})_t] + \Delta(\text{Value of Stock Options})_t \\ + \Delta(\text{Value of Inside Stock})_t = \\ = a + b_1 \Delta(\text{Shareholder wealth})_t + b_2 \Delta(\text{Shareholder wealth})_{t-1} \end{aligned}$$

Si stima un incremento di 1,5 dollari nella ricchezza del manager ad ogni aumento di 1000 dollari nella ricchezza degli azionisti. L'inside stock ownership gioca quindi un ruolo importante nella formazione degli incentivi manageriali.

Nelle regressioni delle colonne 4 e 5, sono stati inserite delle variabili di interazione al fine di valutare l'interazione tra la sensitività pay-performance e la stock ownership: nel primo caso è risultata statisticamente poco significativa ($t = 0,7$); questo implica che in questo caso, la relazione tra compenso e performance è indipendente dalle partecipazioni azionarie di un dirigente. Questo varia quando nel modello di regressione in colonna 5, in cui introduciamo anche l'incentivo delle inside stock ownership ($t = 145$).

Un ulteriore incentivo analizzato nell'analisi è l'influenza che la minaccia del licenziamento, per scarso rendimento del manager, ha sulla sensitività pay-performance. La prospettiva di essere licenziati in seguito a una cattiva performance può infatti fornire potenti incentivi agli amministratori delegati per massimizzare il valore dell'azienda. Questo accade poiché gli amministratori delegati che vengono licenziati dai loro posti di

lavoro non trovano facilmente nuovi lavori che paghino altrettanto bene. La reputazione del manager verrebbe infatti macchiata per sempre e potrebbe indurre gli azionisti che eventualmente assumono il manager a licenziarlo con maggiore facilità. In base anche a precedenti studi di Coughlan e Schmidt (1985) si è dimostrata l'esistenza di una relazione negativa tra performance dell'azienda al netto del mercato e la probabilità di un management turnover.

La relazione è valutata calcolando la probabilità di turnover di differenti manager; la discriminante utilizzata per differenziare le varie categorie di managers è l'età. La Figura 7 presenta le stime delle sensibilità legate al turnover, per quattro ipotetici amministratori di varie età e in due scenari distinti: un primo caso in cui un'azienda realizza esattamente un market return uguale sia nell'anno fiscale corrente che in quello passato e un secondo in cui l'azienda realizza un market return inferiore del 50% al netto del mercato, negli ultimi 2 anni.

PAY-PERFORMANCE SENSITIVITY FROM CEO DISMISSALS: IMPLIED TURNOVER
PROBABILITIES AND UPPER-BOUND EXPECTED WEALTH LOSSES FROM
TURNOVER FOR 46-, 53-, 58-, AND 62-YEAR-OLD CEOs

CEO Age*	CEOs in Firms Earning 0% Returns Relative to the Market in Each of the Two Previous Years		CEOs in Firms Earning -50% Returns Relative to the Market in Each of the Two Previous Years		Difference in Expected Wealth Loss from Turnover for 0% and -50% Net-of-Market Returns	Estimated Pay- Performance Sensitivity for CEO Dismissal with-50% Net- of-Market Return in Two Previous Years [‡]
	Turnover Probability [†]	Expected Wealth Loss [‡]	Turnover Probability [†]	Expected Wealth Loss [‡]		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
46	.036	\$510,000	.116	\$1,665,000	\$1,155,000	89.0¢ per \$1,000
53	.046	459,000	.057	571,000	112,000	8.6¢ per \$1,000
58	.065	407,000	.095	595,000	188,000	14.5¢ per \$1,000
62	.122	346,000	.252	714,000	368,000	28.4¢ per \$1,000

*Ages 46, 53, 58, and 62 are sample average ages for CEOs less than 50, between 50 and 55, between 55 and 60, and between 60 and 64, respectively.

[†]Turnover probabilities for each age are calculated from the associated age group logistic regressions in table 4.

[‡]Expected wealth loss is calculated as the turnover probability multiplied by the present value of \$1 million per year beginning next year and lasting until the CEO is 66 years old. All amounts are in 1986 constant dollars, and the real interest rate is assumed to be 3 percent.

[§]Based on \$1.3 billion shareholder loss, which is the shareholder loss on an average-size (\$1.73 billion) firm realizing - 50 percent returns in two consecutive years.

Figura 7 - Indice di sensitività in 4 differenti scenari con differenti età manageriali e probabilità di turnover

Il risultato con la più alta sensitività si trova nel caso di un CEO di 46 anni: l'incentivo del licenziamento risulta più potente né all'inizio né alla fine della carriera, ma nel periodo intermedio.

A conclusione del lavoro di Jensen e Murphy, sommando insieme tutti i contributi di incentivo che arricchiscono la sensitività pay-performance si arriva al risultato che ad una variazione di 1000 dollari della ricchezza degli azionisti corrisponde un aumento della ricchezza dei CEO pari a 3,25 dollari.

Il conflitto di interessi tra manager e azionisti rappresenta un classico problema di agenzia che secondo l'*optimal contracting view* dovrebbe essere risolto in maniera ottimale tramite un contratto incentivante che allinei gli interessi dei CEO e degli azionisti, focalizzando la remunerazione manageriale sulla sua performance. Tuttavia, la piccola sensibilità osservata tra retribuzione e performance sembra essere incoerente con tale visione. I due economisti tentano di dare una risposta a questa contraddizione, fornendo delle alternative anche opposte a quelle di partenza, come l'ipotesi che il rapporto CEO e azionisti non sia un rapporto principale-agente o che gli incentivi pay-performance dei CEO non siano modellizzabili perché le loro azioni dipendono solo dalla loro innata competenza, troppo legata alla casualità.

Un'altra ipotesi che può confermare i risultati empirici è legata al ruolo di terze parti nel processo di contrattazione. I contratti di lavoro manageriali non sono, infatti, una questione privata tra datori di lavoro e dipendenti poichè, per legge, i dettagli dei pacchetti retributivi devono essere resi pubblici. Inoltre, l'autorità che valutano i compensi non sono gli azionisti, ma piuttosto comitati di compensazione composti da membri esterni dal consiglio di amministrazione. Tutto ciò limiterebbe o, in una visione maggiormente opportunistica, disincentiverebbe l'utilizzo del modello dell'*optimal contracting view*. Le fonti che quindi potrebbero spiegare i risultati del lavoro di Jensen e Murphy sono le leggi di *disclosure*, che negli Stati Uniti hanno origine già dal 1934.

Tale ipotesi è avvalorata se si confronta la retribuzione dei managers degli anni '30, epoca in cui le leggi di disclosure non esistevano ancora o erano appena state scritte ma non applicate, con i corrispettivi managers di 50 anni dopo.

CEO COMPENSATION IN 1934-38 VERSUS 1974-86: SAMPLE COMPENSATION STATISTICS FOR CEOs IN THE TOP QUARTILE OF NYSE CORPORATIONS RANKED BY MARKET VALUE

Variable (in 1986 Dollars)	1934-38	1974-86	Test Statistic for Difference
CEO salary + bonus:			
Mean	\$813,000	\$645,000	$t = 9.1$
Median	\$639,000	\$607,000	
Mean market value of firm	\$1.6 billion	\$3.4 billion	$t = -6.1$
Mean CEO salary + bonus as a percentage of firm market value	.110%	.034%	$t = 29.6$
Change in CEO salary + bonus:			
Mean	\$31,900	\$27,800	$t = .4$
Median	\$200	\$21,600	
Average standard deviation*	\$205,000	\$127,000	$t = 2.7$

Note:—For the 1934-38 data, CEOs are defined as the highest-paid executive. Sample sizes are 456 and 3,988 CEO-years for the 1934-38 and 1974-86 samples, respectively.

*The standard deviation for $\Delta(\text{salary} + \text{bonus})$ was calculated for each firm with at least three years of data; sample sizes are 108 firms and 436 firms for the earlier and later time periods, respectively. The t -statistic tests the equality of the average standard deviations in the two samples. The samplewide (pooled) standard deviation of pay changes was \$167,500 for 3,928 CEO-years for 1974-86, compared to \$463,500 for 448 CEO-years for 1934-38.

Figura 8 –Confronto della remunerazione dei CEO statunitensi negli anni 1934-1938 e 1974-1986

In Figura 8, i dati dei managers degli anni '30 sono raccolti dalla U.S. Work Projects Administration (WPA) in un progetto del 1940 sponsorizzato dalla Securities and Exchange Commission (1940-41). Il dataset copre gli anni fiscali 1934-38 e includono stipendi e bonus di managers di 748 grandi aziende statunitensi manifatturiere e no, delle quali 394 sono quotate al NYSE; i dati sul valore di mercato per queste aziende sono disponibili sul CRSP Monthly Stock Returns Tape.

Gli amministratori delegati delle aziende degli anni '30 guadagnavano una media di 813.000 dollari (valutati con i paramenti del dollaro del 1986), significativamente di più rispetto alla paga media di 645.000 dollari dei CEO degli anni '70 e '80. La credenza popolare che la paga degli amministratori delegati sia aumentata drammaticamente negli ultimi decenni non è quindi dimostrata dai dati raccolti, nonostante il valore delle aziende sia comunque sia aumentato. Ulteriore elemento da confrontare è la sensitività pay-performance.

La Figura 9 riporta il coefficiente b per le regressioni sulla valutazione della relazione pay-performance; il modello è lo stesso utilizzato per le regressioni precedentemente descritte. La regressione del 1930 indica che ogni 1.000 dollari di aumento della ricchezza degli azionisti corrisponde un aumento complessivo di 17,5 centesimi della paga del CEO.

CEO PAY-PERFORMANCE SENSITIVITY IN 1934-38 VERSUS 1974-86: REGRESSIONS OF
CHANGE IN CEO SALARY + BONUS ON CHANGE IN SHAREHOLDER WEALTH FOR CEOs
IN THE TOP QUARTILE OF NYSE CORPORATIONS RANKED BY MARKET VALUE

Independent Variable	Regression Coefficients*	
	1934-38	1974-86
Intercept	6.3	22.3
$\Delta(\text{shareholder wealth})$ (thousands of 1986 dollars)	.000114 (5.6)	.000012 (7.0)
$\Delta(\text{shareholder wealth})$ in year $t-1$	.000061 (2.8)	.000007 (4.4)
R^2	.0702	.0165
Estimated pay-performance sensitivity, b	.000175	.000019
Estimated cents per \$1,000	17.5¢	1.9¢

Note:—For the 1934-38 data, CEOs are defined as the highest-paid executive. Sample sizes are 427 and 3,826 CEO-years for the 1934-38 and the 1974-86 samples, respectively, t -statistics are in parentheses.

*Dependent variable is $\Delta(\text{salary} + \text{bonus})$, measured in thousands of 1986 constant dollars.

Figura 9 – Confronto della sensitività pay-performance per i CEO degli anni '30 e degli anni '70-'80

Al contrario, nella regressione con i dati del 1974-86 si ha un aumento della paga del CEO di solo 1,9 centesimi per ogni 1.000 dollari di variazione della ricchezza degli azionisti. Pertanto, la relazione tra retribuzione e performance è notevolmente scesa di negli ultimi 50 anni. Nelle regressioni si considerano solo i dati di salario e bonus poiché negli anni '30 non si hanno i dati di utilizzo delle stock option.

Questi risultati sono coerenti con le ipotesi che le regolamentazioni, le pressioni politiche e i requisiti di divulgazione siano le cause dell'inversione di tendenza delle retribuzioni manageriali, poiché le prime sono state attivate nello stesso periodo.

Sulla base dei risultati trovati, i due economisti affermano che non si dovrebbe “gridare allo scandalo” per l'ammontare delle retribuzioni manageriali, piuttosto si dovrebbe analizzare come esse sono strutturate: se la teorica visione dell'optimal contracting view venisse applicata, e la retribuzione fosse coerentemente collegata all'aumento di ricchezza per gli shareholder, gli eventuali “grossi stipendi” sarebbero giustificabili. La domanda che quindi sorge è perché la retribuzione e la sensitività pay-performance è diminuita nel tempo ed in particolare nello stesso periodo in cui negli Stati Uniti si introducevano significative leggi sulle disclosure dell'executive compensation? Queste regolamentazioni hanno effettivamente fatto emergere comportamenti disonesti dei CEO che sfruttavano in maniera opportunistica il modello di incentivo dell'optimal contracting

view? Questo è quanto ipotizzato nella visione “negativa” del contratto di incentivo e precedentemente introdotta come rent extraction view.

4.2.2 Le considerazioni sul'executive compensation di Frydman & Jenter

Nell'articolo di **Frydman e Jenter**²⁴ “*CEO Compensation*”, i due professori analizzano il rapido aumento della retribuzione dei CEO tra 1980 e 2010. Secondo alcuni studiosi, l'ingente livello della retribuzione sarebbe il risultato del potere manageriale, che è in grado di definire la propria retribuzione all'interno della società. Altri interpretano l'alta retribuzione come il risultato di una contrattazione ottimale in un mercato competitivo come quello manageriale. Secondo i loro studi entrambe le visioni sono importanti determinanti della retribuzione degli amministratori delegati, ma nessuna delle due può spiegare interamente il fenomeno.

In Figura 10, Frydman e Jenter descrivono la crescita delle retribuzioni annuali manageriali, in particolare negli anni '90, considerando le retribuzioni dei primi tre dirigenti più pagati di grandi aziende statunitensi dal 1936 al 2005.

I dati provengono da un articolo dello stesso anno, di Frydman & Saks, nel quale si identificano le 50 maggiori imprese pubbliche statunitensi (101 imprese) e si raccolgono le informazioni sulle retribuzioni dei dirigenti di queste imprese per tutti gli anni disponibili dal 1936 al 2005. La retribuzione totale è la somma del salario, dei bonus e dei piani di incentivazione a lungo termine, equity based e non, tra cui le stock option.

In figura, si denota un aumento graduale della retribuzione dai primi anni '50 fino alla metà degli anni '70 (con una media di circa lo 0,8% di crescita all'anno). La crescita marginale aumenta sempre più negli anni successivi fino a raggiungere il massimo valore negli anni '90, con tassi di crescita annuali che hanno raggiunto più del 10% alla fine del decennio.

²⁴ Frydman, C., Jenter, D. [2010], *CEO Compensation*, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University, Working Paper No. 77.

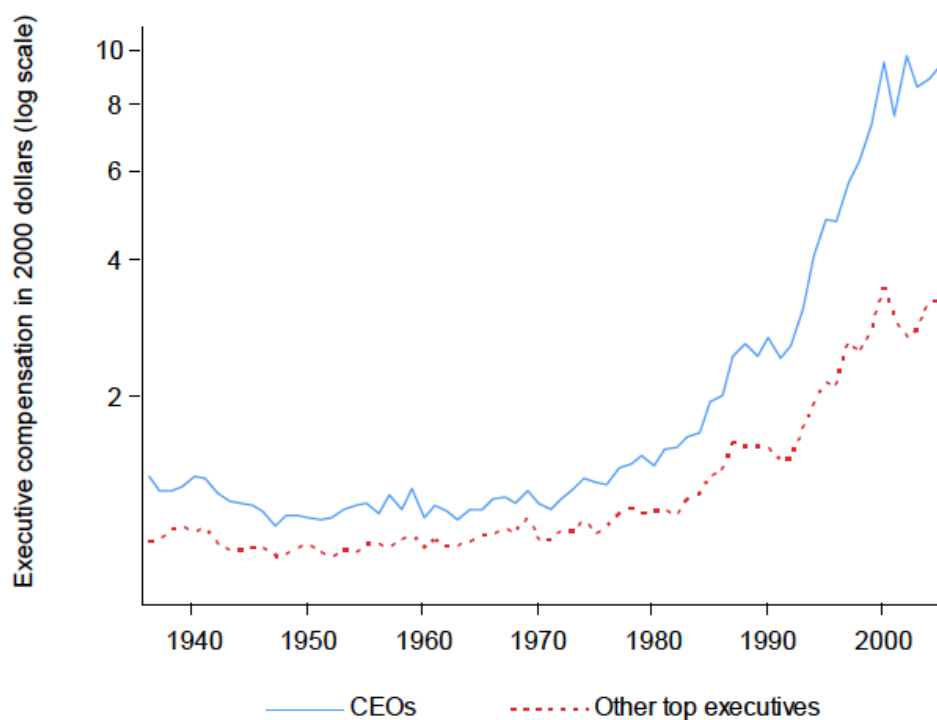


Figura 10 – Crescita delle retribuzioni manageriali nel tempo

In Figura 11 invece, sono illustrate le principali componenti retributive che costituiscono la retribuzione manageriale.

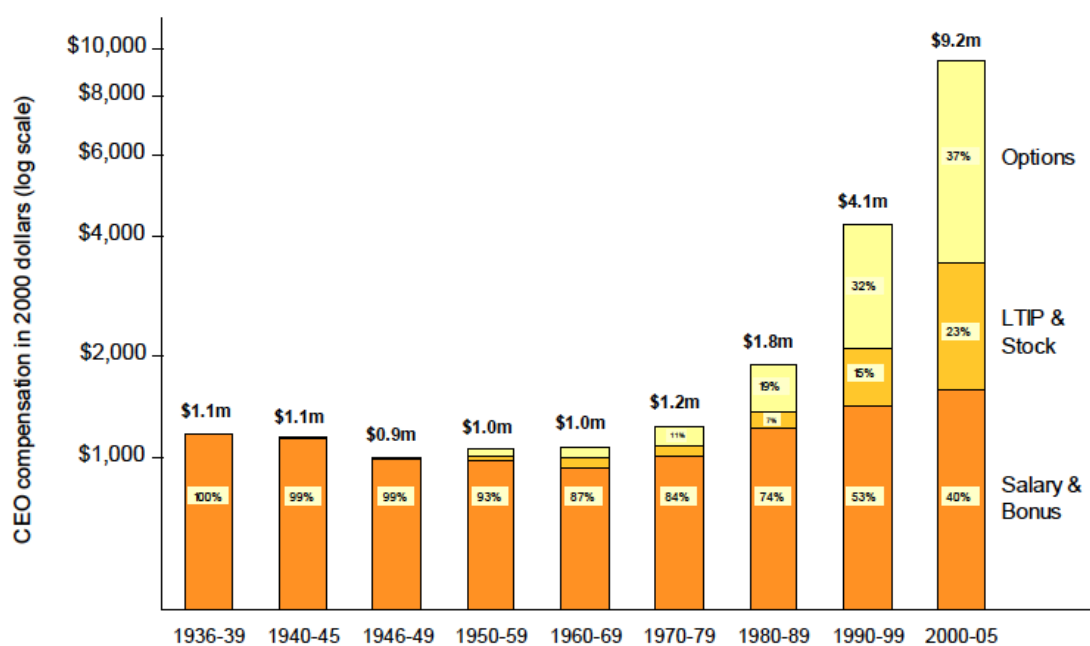


Figura 11 – Differenza della struttura della retribuzione manageriale nel tempo

Dal 1936 agli anni '50, la retribuzione dei CEO era composta principalmente da salario e bonus annuali. I bonus erano tipicamente legati a una o più misure di performance contabile annuale e pagati in contanti o in azioni. I pagamenti dei piani di incentivazione a lungo termine, piani di bonus basati su performance pluriennali, hanno iniziato ad avere un impatto notevole sulla retribuzione dei CEO dagli anni '60. Questi premi a lungo termine sono spesso pagati in diversi anni, con pagamento in contanti o in azioni. Uno degli elementi di maggior evidenza nel grafico, è l'incrementale crescita, nell'utilizzo, all'interno compensazione dei CEO, delle stock option, poco significative fino agli anni '50. Nel corso di due decenni, a partire dagli anni '80, le stock option sono aumentate fino a diventare la componente principale della retribuzione dei top executive.

In Figura 12, si illustra la struttura di compensazione dei CEO di imprese dal 1992 al 2008 quotate sotto l'indice azionario S&P 500.

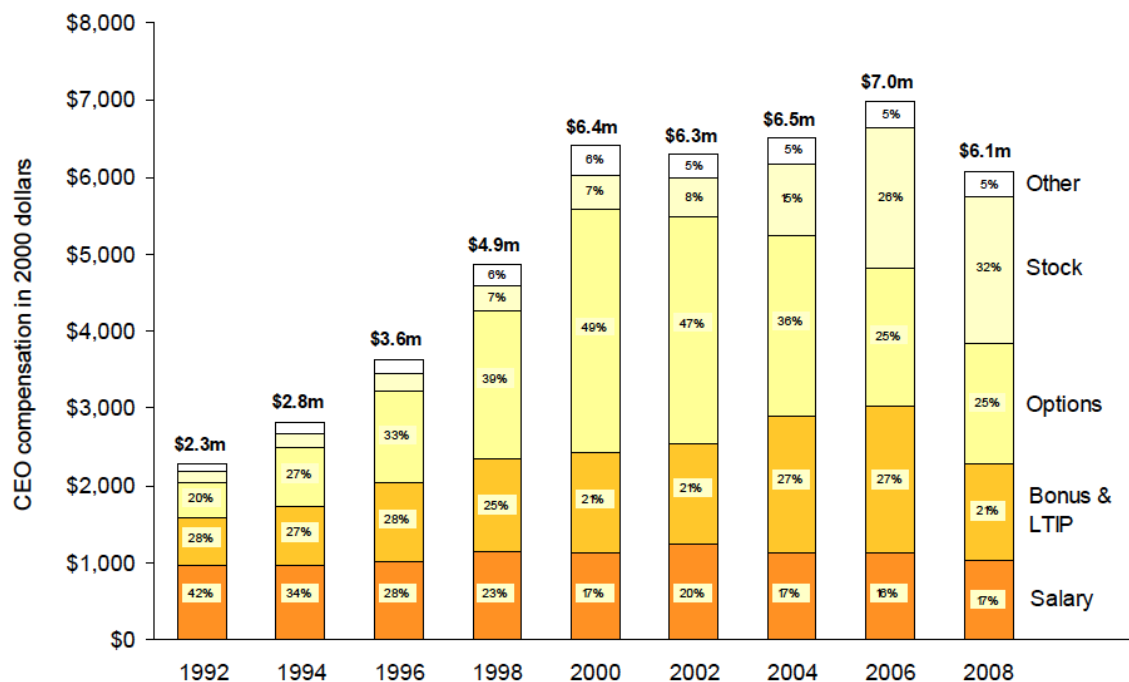


Figura 12 - Differenza della struttura della retribuzione manageriale (1992-2008)

Dal grafico è possibile osservare che nel 1992 l'incentivo in stock option comprendeva solo il 20% della retribuzione degli amministratori delegati, mentre nel 2000 è salita fino a raggiungere il 49%. Questo implica che una parte significativa dell'aumento complessivo della retribuzione dei CEO è stata guidata dalla maggiore influenza dei piani di stock option offerti ai CEO. Dopo il declino del mercato azionario del 2001, le stock option diminuirono di importanza fino a raggiungere dal 2006 un livello stazionario pari

al 25% della remunerazione manageriale. Nell'articolo, Frydman e Jenter riprendono la tematica della sensibilità pay-performance, partendo dai risultati di Jensen e Murphy.

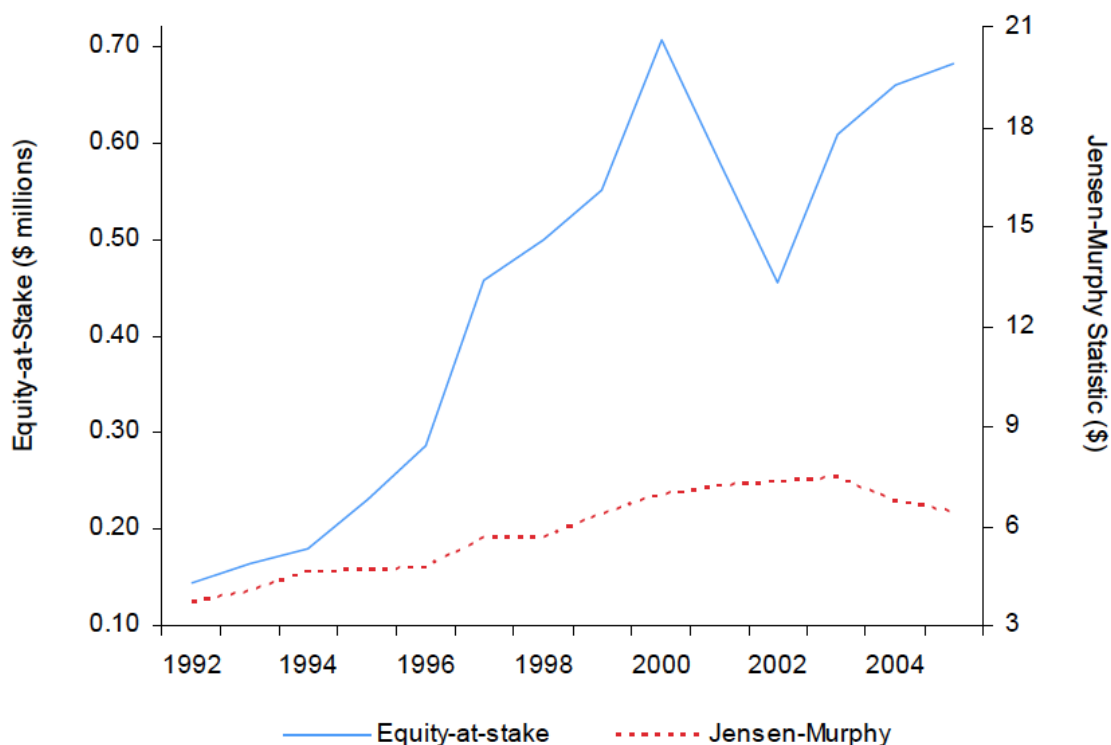


Figura 13 – Differenza nel calcolo della sensibilità pay-performance: Jensen-Murphy vs Hall-Liebman

Il diagramma in Figura 13 mostra la sensibilità pay-performance degli amministratori delegati nelle aziende S&P 500 dal 1992 al 2005 e si basa sui dati ExecuComp. La linea rossa rappresenta le previsioni in base al modello costruito da Jensen e Murphy; tale modello è comparato con quello modellizzato da **Hall e Liebman**²⁵ del 1998: “*Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?*” (linea blu). La differenza tra le previsioni dei due modelli è significativa e mostra, nel modello di Hall e Liebman, un rapido aumento della sensibilità a partire dagli anni '90, nello stesso periodo in cui le stock option assumevano un ruolo importante nella compensazione manageriale. Il motivo di tale differenza risiede nella variabile con la quale si valuta la variazione della ricchezza degli azionisti: nel modello di Jensen la variazione della ricchezza degli azionisti si legava direttamente alla variazione della ricchezza degli shareholders, mentre nel modello di Hall e Liebman, si lega alla variazione percentuale del valore di mercato dell'impresa (Equity-at-take).

²⁵ Hall, Brian J., and Jeffrey B. Liebman., [1999] “*Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?*”, Quarterly Journal of Economics, vol. 113, no. 3, Oxford University Press, pp. 653–91.

Il confronto dei risultati di Jensen & Murphy e Hall & Liebman, evidenzia che misure alternative della sensibilità pay-performance possono portare a opinioni molto diverse sul ruolo degli incentivi. La divergenza nel livello di queste due misure di incentivo negli ultimi anni è dovuta principalmente a causa dell'aumento del valore di capitalizzazione delle imprese nel corso del tempo. Entrambe le misure sono aumentate dagli anni '70 agli anni 2000 a prescindere dalle dimensioni dell'azienda, a causa del rapido aumento delle opzioni detenute dai CEO. Tra il 2000 e il 2005, il CEO possiede in media opzioni su azioni per un valore di 7,2 milioni di dollari, un valore significativamente superiore rispetto a quello del 1970-79 (Figura 14).

	Managerial incentives (from stock & option holdings)		Dollar value of equity held	
	Jensen-Murphy statistic (dollar gain for \$1000 increase in firm value)	Value of equity-at-stake (dollar gain for 1% increase in firm value)	Value of stock holdings (\$)	Value of option holdings (\$)
	(1)	(2)	(3)	(4)
1936-40	1.350	18,670	1,566,287	0
1941-49	0.399	6,814	679,429	0
1950-59	0.452	13,975	1,169,857	0
1960-69	0.675	38,978	2,333,663	212,150
1970-79	0.470	21,743	1,281,266	244,082
1980-89	0.551	34,679	1,604,861	926,869
1990-99	0.946	120,342	4,068,013	3,622,806
2000-05	1.080	227,881	4,966,035	7,160,898

Figura 14 – Confronto risultati sugli incentivi manageriali di Jensen-Murphy e Hall-Liebman

Spiegare i rapidi cambiamenti nella struttura della compensazione dagli anni '80 rimane ancora oggi una sfida aperta, nonostante siano state proposte diverse ipotesi. Una delle possibili è quella elaborata da Bebchuk, Fried e Walker è quella della rent extraction: Frydman e Jenter sotto questa visione, spiegherebbero gli aumenti delle remunerazioni e degli strumenti come le stock option come il risultato delle azioni di camouflage manageriale atte ad estrarre la rendita degli azionisti. Tuttavia, una critica legata a questa visione è che la rent extraction non può spiegare l'aumento delle retribuzioni prima degli anni '80 poiché le stock option non avevano ancora un grande impatto sulla compensazione manageriale.

A contrapporsi alla visione del “managerial power” vi è l'optimal contracting explanation secondo la quale l'aumento della retribuzione non è altro che il risultato di un contratto incentivante ottimale che nel corso delle decadi si è modificato in base all'aumento della

domanda di talenti all'interno del competitivo mercato manageriale. L'aumento dell'utilizzo di strumenti di incentivazione come le stock option e l'aumento della capitalizzazione delle aziende a partire dagli anni '80 giustificerebbero tale ipotesi.

In conclusione, le evidenze empiriche suggeriscono che entrambe le teorie principali, la rent extraction view e la optimal contracting view, sono importanti nella determinazione del compenso dei CEO e nessuna delle due singolarmente può spiegare in modo esauriente la crescita della paga dagli anni '80.

4.2.3 Assimetria pay-performance: la “pay for luck”

In un articolo del **Wall Street Journal** del 17 Maggio 2019²⁶: “*Big Companies Pay CEOs for Good Performance and Bad*” si riporta la notizia dell'aumento della compensazione mediana per i CEO dello S&P 500 del 6,6 %, nonostante il ritorno mediano degli azionisti generato da quelle stesse aziende sia crollato del 5,8% nello stesso periodo, il peggior calo dalla crisi finanziaria.

Questo evento rappresenta la classica manifestazione del concetto di “*paga per fortuna o pay for luck*”, una forma di compensazione che ben si lega alla teoria della rent extraction. I due studi fondamentali che forniscono prove empiriche del fenomeno della “pay for luck” sono quelli di **Bertrand e Mullainathan**²⁷ (2001): “*Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are*” e di **Garvey e Milbourn**²⁸ (2006): “*Asymmetric benchmarking in compensation: Executives are rewarded for good luck but not penalized for bad*”. I primi due studiosi documentano, attraverso studi empirici effettuati su società petrolifere, che mediamente i CEO sono ricompensati per prestazioni che sono influenzate dall'industria e dalle forze di mercato piuttosto che dalla loro performance. Tuttavia, quello che risulta ancora più interessante, scrivono Garvey e Milbourn, è che i managers, grazie alla loro capacità di influenzare il C.d.a, nel definire la struttura della loro paga e le indicizzazioni di performance utilizzate, sono in grado di ricevere premi in caso di eventi favorevoli ma di non essere penalizzati in casi sfavorevoli; inoltre sono in

²⁶ <https://www.wsj.com/articles/big-companies-pay-ceos-for-good-performanceand-bad-11558085402>

²⁷ Bertrand, M. e Mullainathan S., *Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones Without Principals Are*, The Quarterly Journal of Economics, Volume 116, Issue 3, August 2001, Pages 901–932.

²⁸ Garvey, Gerald & Milbourn, Todd. [2006], *Asymmetric Benchmarking in Compensation: Executives Are Rewarded for Good Luck But Not Penalized for Bad*, Journal of Financial Economics. 82. 197-225.

grado di sfruttare sia la “pay for luck” che la “pay for performance” a propria convenienza.

Per dimostrare empiricamente tali ipotesi, i due studiosi costruiscono, all'interno dell'articolo, un modello di pay for luck dove si suppone che la paga del CEO sia funzione sia della sua abilità ε , la cui sensitività alla paga è definita a , che della fortuna L , la cui sensitività alla paga è definita b . L'abilità del CEO è rappresentato attraverso specifici indici di performance e determinati benchmark della società, completamente scollegati dal mercato e dall'elemento “fortuna”. Il parametro L è, per esempio, rappresentato dal prezzo del petrolio (come nel caso di Bertrand e Mullainathan), dai tassi di cambio o da qualsiasi altro indice oggettivo che influenzi il valore della società.

Nell'idealità, entrambe le componenti dovrebbero contribuire equamente alla retribuzione ($b = a$), poiché il caso non è possibile eliminarlo; tuttavia, grazie all'influenza del CEO sul consiglio di amministrazione, tale relazione può deviare: il CEO può infatti tendere da una parte piuttosto che l'altra a seconda se è sia più favorevole la componente fortuna piuttosto che quella basata sulla performance e viceversa.

I due ricercatori, sulla base di queste ipotesi, costruiscono un modello di regressione lineare con dati sulla remunerazione dei CEO tratti dallo Standard and Poor's ExecuComp. Il campione copre gli anni 1992-2001, la figura riassume attraverso statistiche descrittive, il dataset di partenza e quello effettivamente utilizzato per l'analisi in base a certe condizioni: si sono infatti eliminate le aziende con anni fiscali che terminano in un mese diverso da dicembre per mantenere equo il confronto, inoltre si eliminano i dati in cui il CEO è rimasto in carica per meno di due anni interi.

Variable	Number of observations	Mean	Minimum	Median	Maximum	Standard deviation
<i>Panel A. Full ExecuComp sample</i>						
Salary	13,737	577.6	0	521.9	4,000	316.3
Bonus	13,737	605.8	0	300	102,015.2	1,552.8
Option grants	13,737	2,371.1	0	521.2	60,347.4	6,638.6
Total compensation	13,737	3,703.6	0	1,817.0	293,097	11,363.2
CEO age	6,809	57.6	30	58	88	7.8
CEO tenure	12,223	7.7	0	5.6	35.8	7.1
Stock return	13,737	0.266	-0.991	0.111	617.8	5.40
Market cap of equity	13,737	5,656.4	0.424	1,199.0	507,216.7	19,158.2
Stock volatility	13,737	0.387	0.102	0.343	3.48	0.194
<i>Panel B. Sample used in regression analyses</i>						
Salary	6,263	634.1	0	584.4	4,000	337.1
Bonus	6,263	703.6	0	361.5	102,015	1834
Option grants	6,263	1,984.6	0	569.1	60,347	4,221.2
Total compensation	6,263	4,424.9	0	2,063.2	293,097	10,043.1
CEO age	3,849	58.1	33	58	87	7.29
CEO tenure	6,263	8.31	0	6.25	35	6.95
Stock return	6,263	0.252	-0.991	0.0977	617.8	7.26
Market cap of equity	6,263	6,341.2	0.424	1,585.4	507,216	19,643
Stock volatility	6,263	0.365	0.102	0.317	3.49	0.191

Figura 15 - Statistiche descrittive del dataset

In Figura 15 sono definite le variabili del salario, dei bonus e dei piani di opzioni, cui valore è espresso tramite la formula di Black and Scholes, dei CEO; la compensazione totale è definita dalla somma di questi tre elementi più altre forme di compensazione annuale. Sono inoltre inserite le variabili sull'età del CEO, sul periodo in cui è in carica, sullo stock return e volatility ed infine sulla market capitalization. Basandosi sul subset utilizzato, lo stipendio e il bonus in media assumono un valore annuale rispettivamente di circa 634.000 dollari e 703,000 dollari. Il valore delle concessioni in opzioni assume in media un valore di poco meno di 2 milioni di dollari. La CEO tenure è calcolata come la differenza in anni tra la fine dell'anno fiscale dell'anno in analisi e la data in cui il dirigente è diventato CEO. La caratteristica più importante sia del campione completo che del subset è l'enorme sproporzione nei dati. Per esempio, il valore massimo delle concessioni di opzioni è di oltre 60 milioni di dollari, mentre il valore mediano è circa un quarto della media.

In un primo modello di regressione lineare, gli autori valutano l'influenza della fortuna e della performance dei CEO considerando anche l'interazione dei due fattori con la funzione di distribuzione cumulativa della varianza dei due fattori. Il modello di regressione assume quindi la forma:

$$W = w + a\varepsilon + bL + c\varepsilon \times cVar(\varepsilon) + dL \times dVar(L) + gY$$

dove W è la remunerazione totale del CEO, mentre Y valuta altri effetti come il CEO tenure. In Figura 16 i risultati in cui si eseguono tre regressioni, una considerando l'intera compensazione e le altre due considerando le componenti principali che la costituiscono: i bonus e i piani di opzioni.

Independent variables	Total compensation (1)	Bonus (2)	Option grants (3)		
<i>Panel A. Paying for luck</i>					
Luck (λ)	1.405* (0.463)	0.346* (0.058)	0.703** (0.352)		
Skill (ε)	1.823* (0.420)	0.598* (0.047)	0.842* (0.253)		
Luck $\times$ cdf variance of luck	-1.33* (0.438)	-0.334* (0.056)	-0.701** (0.357)		
Skill $\times$ cdf variance of skill	-1.725* (0.316)	-0.579* (0.050)	-0.844* (0.278)		
R^2	0.197	0.290	0.188		
$\Pr(b = a)$	0.47	0.018	0.67		
<i>Panel B. Summary statistics on luck and skill</i>					
Variable	Mean	1%	Median	99%	Standard deviation
Luck (λ)	945.8	-2,944.4	154.7	17,124.1	3,884.0
Skill (ε)	-159.9	-14,014.4	-35.4	11,030.5	4,329.2

Figura 16 - Risultati delle tre regressioni

In analogia con quanto scritto da Bertrand e Mullainathan (2001), i risultati di Garvey e Milbourn confermano che la retribuzione dei dirigenti è positivamente e significativamente correlata sia alla fortuna che alla performance specifica dell'azienda, come si nota dalla stima dei coefficienti a e b . Le stime puntuali dei coefficienti implicano che per un amministratore delegato di una società con rischio medio, ad un aumento di 1.000 dollari del valore aziendale (che non è correlato al settore o alle condizioni di mercato) aumenterà la compensazione totale di 96 centesimi $1,823 \times 1 + (-1,725 \times 1/2)$, i pagamenti dei bonus aumenteranno di poco meno di 31 centesimi e le opzioni di 42 centesimi. Mentre questo rappresenta la retribuzione per la performance, per quanto riguarda la componente fortuna lo stesso dirigente guadagnerà 74 centesimi sulla compensazione totale, 18 centesimi sui bonus, e 35 centesimi sulle opzioni.

Confermati i risultati pregressi, gli autori testano l'ipotesi principale del loro lavoro: la sensibilità della paga alla fortuna e all'abilità dei CEO differisce a seconda che la fortuna

o l'abilità, rispettivamente, siano “favorevoli” o “sfavorevoli”. Alla funzione di regressione si aggiungono pertanto i seguenti termini:

$$a_D \varepsilon \times D_1(\varepsilon < 0) + b_D \lambda \times D_2(\lambda < 0)$$

dove $D_1(\varepsilon < 0)$ è una variabile indicatrice che assume il valore uno se l'abilità è negativa o nulla, 0 altrimenti; $D_2(\lambda < 0)$ è l'analoga variabile indicatrice per la fortuna, in Figura 17 i risultati.

Independent variables	Total comp	Total comp (no skill interaction)	Total comp (median regression)	Bonus	Option grants
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Luck (λ)	1.413* (0.461)	1.314* (0.398)	0.598* (0.075)	0.338* (0.051)	0.742** (0.372)
Skill (ε)	1.705* (0.312)	1.597* (0.289)	0.804* (0.156)	0.595* (0.039)	0.823* (0.265)
Luck $\times$ luck is down (b_D)	-0.192* (0.077)	-0.163* (0.043)	-0.151* (0.028)	-0.0249* (0.005)	-0.121** (0.060)
Skill $\times$ skill is down (a_D)	0.169* (0.056)		-0.0323 (0.028)	0.0184* (0.005)	0.0701 (0.027)
Luck $\times$ cdf variance of luck	-1.243* (0.436)	-1.093* (0.402)	-0.554* (0.067)	-0.321* (0.051)	-0.721** (0.356)
Skill $\times$ cdf variance of skill	-1.442* (0.317)	-1.488* (0.294)	-0.912* (0.153)	-0.599* (0.039)	-0.810* (0.248)
R^2	0.199	0.201	0.187	0.292	0.189
$\Pr(b_D = a_D)$	0.0004	N/A	0.0001	0.0003	0.025
Median bad luck removed	24.6%	21.2%	47.0%	14.1%	31.7%

Figura 17 - Risultati della regressione

Le stime puntuali implicano che un dirigente di un'impresa con rischio medio riceve circa 79 centesimi in compenso aggiuntivo per ogni aumento di 1.000 dollari della ricchezza degli azionisti per via della fortuna ($1,413 - (0,5 \times 1,243)$). Lo stesso, tuttavia, perde invece solo 60 centesimi ($79 - 0,192$) per ogni 1.000 dollari di perdita di ricchezza degli azionisti a causa della sfortuna, una riduzione di quasi il 25%. La stessa analogia non è così evidente nella componente abilità. In alcune specifiche, il manager è “punito” un po' di più per le cattive abilità di quanto non venga ricompensato per le buone abilità. In questo contesto l'influenza del manager sul C.d.A. farà in modo tale da switchare dalle due forme in base al proprio vantaggio.

La Governance in questa situazione gioca un ruolo fondamentale, perché potenzialmente potrebbe limitare l'influenza dei CEO e quindi diminuire la quota pay for luck della sua remunerazione. Bertrand e Mullainathan (2001) dimostrano infatti che la pay for luck è più debole nelle imprese per le quali la corporate governance è più forte. Essi valutano l'efficacia del governo societario in diversi modi: la presenza di un grande azionista (che detiene un credito del 5% delle azioni o più), la durata del mandato dell'amministratore delegato, la dimensione del consiglio di amministrazione e la frazione dei membri del consiglio che sono insider. La presenza di un grande azionista fornisce il più forte grado di protezione: la pay for luck si riduce fino al 33% nelle aziende per le quali c'è un grande azionista. Trovano anche che la presenza di un grande azionista diventa più importante per ridurre la pay for luck con l'aumentare della durata del mandato dell'amministratore delegato.

4.2.4 RPE e l'influenza delle politiche di disclosure

La teoria principale del contratto di incentivo suggerisce che le imprese possono motivare i manager ad agire nell'interesse degli azionisti collegando il loro compenso alla performance aziendale. Tuttavia, la performance aziendale, come visto nei precedenti capitoli, è spesso influenzata da fattori esogeni, e di conseguenza, la compensazione basata sulla performance può esporre i manager a rischi comuni che non possono controllare direttamente.

In questi casi, gli RPE (Relative Performance Evaluation) permettono al principale di compensare i manager sul loro sforzo e sugli eventi sotto il loro controllo, rimuovendo l'effetto degli shock comuni dalla performance misurata, migliorando così la condivisione del rischio e l'allineamento degli incentivi. La valutazione relativa delle prestazioni (RPE) suggerisce che le prestazioni di un agente dovrebbero essere misurate rispetto ad altri agenti simili al fine di rimuovere i rischi comuni che sono fuori dal suo controllo; questo riduce il rischio del contratto d'incentivo dell'agente e offre una misura più informativa della sua performance, in linea con i principi di strutturazione dei contratti di incentivo di Milgrom. Tale meccanismo all'interno del contesto del problema di agenzia, trova quindi, ampio spazio applicativo come strumento di sostegno al problema del monitoring. Esiste un'intera branca della letteratura sull'executive compensation che studia l'uso all'interno delle compensazioni manageriali di questi RPE ed i loro vantaggi/svantaggi per tutti gli stakeholders. Solitamente i ricercatori distinguono i test sugli RPE come impliciti ed

espliciti. I test impliciti deducono la performance da un “peer group”, mentre i test espliciti utilizzano le informazioni divulgate nei proxy statement per determinare la peer performance. Valutare la performance di un manager rispetto a un benchmark di performance appropriato, aumenta pertanto la qualità e l'informatività della valutazione della performance. Di conseguenza, il consiglio di amministrazione ha una misura più sofisticata della performance del manager. Dal punto di vista degli azionisti, la presenza di RPE nei contratti di remunerazione dei dirigenti segnala che l'azienda pratica una buona politica di governance, almeno per quanto riguarda la remunerazione dei dirigenti. La presenza di RPE implica che il manager è protetto dagli shock negativi del mercato; pertanto, non viene punito per gli eventi che sono fuori dal suo controllo. Questo, allo stesso tempo, implica che il manager non è ricompensato nei casi di shock positivi del mercato, non derivanti dalle sue azioni. Quindi, gli RPE dovrebbero limitare le opportunità dei manager di godere di una paga immeritata, estraendola ingiustamente dagli azionisti. Pertanto, l'uso dei RPE si rileva come uno strumento che si allinea alla visione dell'optimal contracting,

Secondo i sostenitori dell'ipotesi del managerial power o del cosiddetto “skimming model” i manager usano il loro potere sui consigli di amministrazione per estrarre schemi di compensazione più favorevoli di quelli che sarebbero in grado di ottenere secondo la visione contrattuale ottimale. Come diretta conseguenza si ha che nessun RPE influenza negativamente le compensazioni dei CEO anche quando le prestazioni dei pari aumentano. Inoltre, godono potenzialmente degli shock positivi del mercato, il che si ricollega alla tematica di pay for luck precedentemente illustrata.

Le evidenze empiriche della letteratura pregressa e quelle modellate da **Choi, Gibber e Shi²⁹** nell'articolo: “*Executive Pay Transparency and Relative Performance Evaluation: Evidence from the 2006 Pay Disclosure Reforms*”, hanno mostrato in USA, prima del 2006, una mancanza di utilizzo della performance relativa (RPE) nella valutazione della retribuzione dei dirigenti. Tuttavia, si rileva un netto cambio della situazione dopo il 2006, a seguito delle riforme di disclosure stabilite dalla U.S. Securities and Exchange Commission (SEC).

²⁹ Choi, J., Gipper, B. and Shi, S. [2021], *Executive Pay Transparency and Relative Performance Evaluation: Evidence from the 2006 Pay Disclosure Reforms*, Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 3509307.

Prima di queste riforme, gli azionisti erano informati sulla quantità di denaro pagata ai dirigenti, ma non erano informati sul processo di fissazione della retribuzione né su come il consiglio determinasse la retribuzione dei dirigenti. Dopo la divulgazione, gli azionisti furono informati su molte caratteristiche dei contratti dei dirigenti, come le misure di performance utilizzate per determinare il loro livello di retribuzione e i livelli target che dovevano essere raggiunti per avere diritto alle componenti retributive basate sulla performance. A seguito delle riforme del 2006, l'uso della RPE aumentò significativamente. L'uso o meno degli RPE non può avere come unica implicazione il sospetto di rent extraction da parte degli executives, spesso e la stessa società a non utilizzarli, poiché per loro stesse definire un piano di incentivi di questo genere rappresenta un costo.

I modelli sono stati costruiti utilizzando un campione di circa 33.000 dati sulle retribuzioni dei CEO dal 1997 al 2016, esaminando i cambiamenti intertemporali nell'uso degli RPE prima e dopo le riforme di disclosure. Alcune statistiche descrittive chiave sono presentate in Figura 18.

	1997-2006					2007-2016				
	Mean	SD	25%	50%	75%	Mean	SD	25%	50%	75%
<u>Firm Characteristics</u>										
<i>Total Assets (\$ Millions)</i>	9,470	28,289	514.0	1,502	5,475	11,688	31,001	726	2,324	7,760
<i>MVE (\$ Millions)</i>	6,470	16,153	569.5	1,476	4,685	7,742	18,033	656.7	1,813	5,692
<i>Total Sales (\$ Millions)</i>	4,692	13,557	445.4	1,167	3,497	6,475	20,778	484.5	1,372	4,410
<i>Profits (\$ Millions)</i>	275.2	808.3	15.79	58.69	206.0	372.6	1,031	13.63	72.52	271.7
<i>ROA (%)</i>	3.934	9.774	1.296	4.325	8.505	3.695	9.599	0.940	4.037	8.092
<i>Volatility</i>	0.119	0.0698	0.071	0.101	0.148	0.106	0.0620	0.0633	0.090	0.129
<i>Book-to-Market</i>	0.488	0.374	0.254	0.421	0.624	0.562	0.440	0.277	0.475	0.745
<i>Asset Growth</i>	0.141	0.295	-0.002	0.0765	0.195	0.084	0.240	-0.02	0.046	0.131
<u>CEO Characteristics</u>										
<i>Age (Years)</i>	55.49	7.399	50	56	60	55.98	7.086	51	56	60
<i>Tenure (Years)</i>	8.190	7.557	3	6	11	8.469	7.177	3	6	11
<i>Shares Owned</i>	2.513	5.688	0.087	0.333	1.528	1.769	4.500	0.111	0.350	1.093
<i>Total Pay (\$ Thousands)</i>	4,674	5,980	1,205	2,502	5,377	5,463	5,416	1,798	3,775	7,160

Figura 18 - Statistiche descrittive del dataset

Coerentemente con la letteratura precedente (**De Angelis, Grinstein³⁰ (2011) e Gong, Li, Shi³¹ (2011)**), nell'articolo si dimostra inizialmente un utilizzo relativamente basso degli RPE nei primi 10 anni, dal 1997 al 2006, prima delle riforme. Nel decennio successivo

³⁰ De Angelis, D. and Grinstein, Y. [2011], *Relative Performance Evaluation in CEO Compensation: Evidence from the 2006 Disclosure Rules*, Johnson School Research Paper Series No. 39-2010, AFA 2012 Chicago Meetings Paper.

³¹ Gong, Guojin et al. [2011], *Relative Performance Evaluation and Related Peer Groups in Executive Compensation Contracts*, The Accounting Review 86, pp. 1007-1043.

alla riforma, dal 2007 al 2016, si rileva un aumento significativo nell'uso della RPE. Nell'eseguire i modelli di regressione l'anno 2007, risulta il primo anno che effettivamente mostra un declino statisticamente significativo nella retribuzione per la performance sistematica dell'azienda, cioè un aumento degli RPE.

Per i test empirici, si utilizza un test di regressione a due stadi, come quello utilizzato da Mullainathan (2001), che misura in una prima fase, i cambiamenti nella performance sistematici, che sono causati, per esempio da shock esogeni dell'industry. Nella seconda fase, si vedrà quanto è sensibile la paga a questi cambiamenti nella performance.

- *Primo stadio:*

$$Performance_{i,t} = b \times Peer\ Perf_{i,t} + Controls_{i,t} + Firm\ FE_{i,t} + Year\ FE_{i,t} + e_{i,t}$$

- *Secondo stadio*

$$Pay_{i,t} = \beta \times \widehat{Performance}_{i,t} + Controls_{i,t} + Firm\ FE_{i,t} + Year\ FE_{i,t} + e_{i,t}$$

Se la sottoutilizzazione della RPE è presente, β dovrebbe essere significativamente positivo. Nell'articolo si utilizzano tre misure della performance aziendale: il profitto aziendale, il rendimento delle attività (ROA) e il logaritmo naturale del valore di mercato del patrimonio netto (Ln(MVE)). La Peer Performance è valutata come misura della performance media ponderata sul totale delle attività per tutte le aziende dello stesso settore, esclusa l'azienda stessa. La variabile dipendente, la retribuzione, è strutturata in molte componenti, cioè salario più una componente variabile basata su azioni, opzioni etc... Si considerano anche i dati demografici dei CEO, tra cui l'età, la tenure e a proprietà dei CEO, per controllare l'effetto dei diritti di controllo. Inoltre, si considerano le dimensioni dell'azienda e la volatilità delle azioni, tenendo conto della flessibilità strategica dell'azienda, dei vincoli finanziari e della complessità del lavoro del CEO. I risultati del secondo stadio sono rappresentati in Figura 19.

	(1)	(2)	(3)
Period:	97-06	07-16	Difference (2)-(1)
Dependent Variable: <i>Total Pay</i>			
<i>Profits</i>	3.031*** (3.88)	-0.339 (-0.79)	-3.369*** (-3.68)
Observations	15,611	18,861	
R-Squared	0.634	0.739	
F-Statistic	39.8	73.1	
Dependent Variable: $\text{Ln}(\text{Total Pay})$			
<i>ROA</i>	1.771*** (3.50)	0.370 (1.07)	-1.402** (-2.08)
Observations	14,543	18,267	
R-Squared	0.738	0.811	
F-Statistic	150.5	169.6	
Dependent Variable: $\text{Ln}(\text{Total Pay})$			
$\text{Ln}(\text{MVE})$	0.350*** (5.14)	0.122* (1.81)	-0.228** (-2.01)
Observations	15,610	18,861	
R-Squared	0.745	0.812	
F-Statistic	117.1	112.5	
Controls	Yes	Yes	
Fixed Effects	Firm, Year	Firm, Year	

Table 3 reports analyses of structural break in RPE. Performance measures are instrumented with the total assets-weighted average performance measure in the firm's SIC two-digit industry, with the firm itself excluded from the mean calculation. Each regression includes firm fixed effects, year fixed effects, and controls for firm size, stock volatility, and quadratics in age, tenure, and CEO stock ownership. Appendix 1 describes the construction of variables. We calculate standard errors with clustering by firm; t-statistics are included in parentheses. *, **, and *** indicate significance (two-sided) at the 10%, 5%, and 1% confidence levels, respectively. First-stage F-statistic is the Kleibergen-Paap statistic for weak identification in instrumental variables regressions. For first differences reported in column (3), t-statistics are derived based on standard errors calculated from 1,000 bootstrapped replications, clustered at the firm level and sampled with replacement.

Figura 19 - Risultati della regressione

Dal 1997 al 2006, ciascuna delle misure di performance, Profitti, ROA e $\text{Ln}(\text{MVE})$, mostrano una significativa mancanza di RPE. Le stime dei coefficienti nel primo decennio del campione, quindi prima delle riforme sulla trasparenza salariale, sono 3,03, 1,77 e 0,35, ciascuna altamente significativa, con p-values inferiori all'1%. Sulla base delle stime dei coefficienti, per ogni 1.000 dollari di profitti sistemici (cioè profitti da shock comuni al settore), l'amministratore delegato riceve 3,03 dollari di retribuzione totale, per ogni 1% di ritorno sistematico sulle attività (ROA), l'amministratore delegato riceve l'1,8% in più di retribuzione totale, infine, un cambiamento dell'1% legato alla sistematicità nel valore di mercato dell'azienda corrisponde a un cambiamento di 35 punti base nella retribuzione dell'amministratore delegato. Dal primo decennio al secondo decennio, dal 2007 al 2016, misuriamo grandi diminuzioni in queste stime dei coefficienti

di retribuzione sistematica, che scendono del 111% (il secondo decennio è leggermente negativo), del 79% e del 65% rispettivamente per i profitti, il ROA e Ln(MVE).

In conclusione, sulla base dei risultati ottenuti, si può affermare che gli RPE rappresentano ottimi strumenti di monitoring, che perfezionano l'allineamento tra remunerazione e performance manageriale

4.2.5 Le discordanti rivelazioni di Schmidt

In un recente studio del 2021 sulla retribuzione degli amministratori delegati: *"The Relationship between Shareholder Return and CEO Pay over a CEO's Full Period of Service"*, l'economista **Ronald Schmidt**³² documenta una forte relazione tra la retribuzione degli amministratori delegati e il rendimento degli azionisti. Questa conclusione differisce completamente dalle teorie precedentemente analizzate e da tutte le principali discussioni sulla retribuzione degli amministratori delegati effettuate dalla maggior parte degli economisti. Secondo Schmidt, questi ricercatori giungono a conclusioni fuorvianti poiché valutano la relazione su dati annuali della retribuzione e del rendimento degli shareholders. Al contrario Schmidt misura la retribuzione e i rendimenti degli azionisti in base all'intero periodo di servizio di un amministratore delegato; in questo modo si rivela una relazione pay-performance molto più forte rispetto a quella valutata con le misure annuali.

Per valutare la relazione tra la compensazione misurata sull'intero periodo di servizio, l'economista costruisce un modello di regressione lineare utilizzando le informazioni di 521 amministratori delegati di società all'interno del S&P 500 nel 2018. Ognuno dei 521 amministratori delegati è entrato in carica non prima del 1° gennaio 1992 e sono stati sostituiti da un successore non oltre settembre 2019. Per essere inclusi nella raccolta, i dati sulle retribuzioni e sui rendimenti dovevano permettere di calcolare sia la retribuzione totale del CEO che il rendimento medio annuale agli azionisti durante il periodo in cui il CEO era in carica. La misura del rendimento per gli azionisti è la media del rendimento annuale medio, compresi i dividendi che gli azionisti hanno guadagnato. Tutti i CEO analizzati hanno prestato servizio per almeno tre anni e circa la metà di loro hanno prestato servizio per più di sette anni.

³² Schmidt, R. [2021], *The Relationship between Shareholder Return and CEO Pay over a CEO's Full Period of Service*, in *"Journal of Applied Corporate Finance"*, vol. 33, issue 1, pp. 68-84.

La misura dell'executive compensation, valutata considerando l'intero periodo di servizio del CEO, è definita in maniera differente in base all'esercizio, o meno, delle opzioni a disposizione del CEO.

Si definisce TRCE (Total Realized Compensation Exercised) quella parte dell'executive compensation che include stipendio, bonus, incentivi a lungo termine, premi in azioni e l'insieme di tutte le stock option esercitate dal CEO nel suo periodo in carica. Si definisce TC1 come il TRCE a cui si aggiunge il valore delle opzioni esercitabili ma non esercitate nel periodo di servizio dal CEO. Infine, si definisce TC2 come TC1 a cui si aggiunge il valore delle opzioni non ancora esercitabili. In Figura 20, sono rappresentati i valori medi di TRCE, TC1 e TC2 per l'intero mandato dell'amministratore delegato. I dati sono inflation-adjusted ed espressi in base al valore del dollaro del 2018.

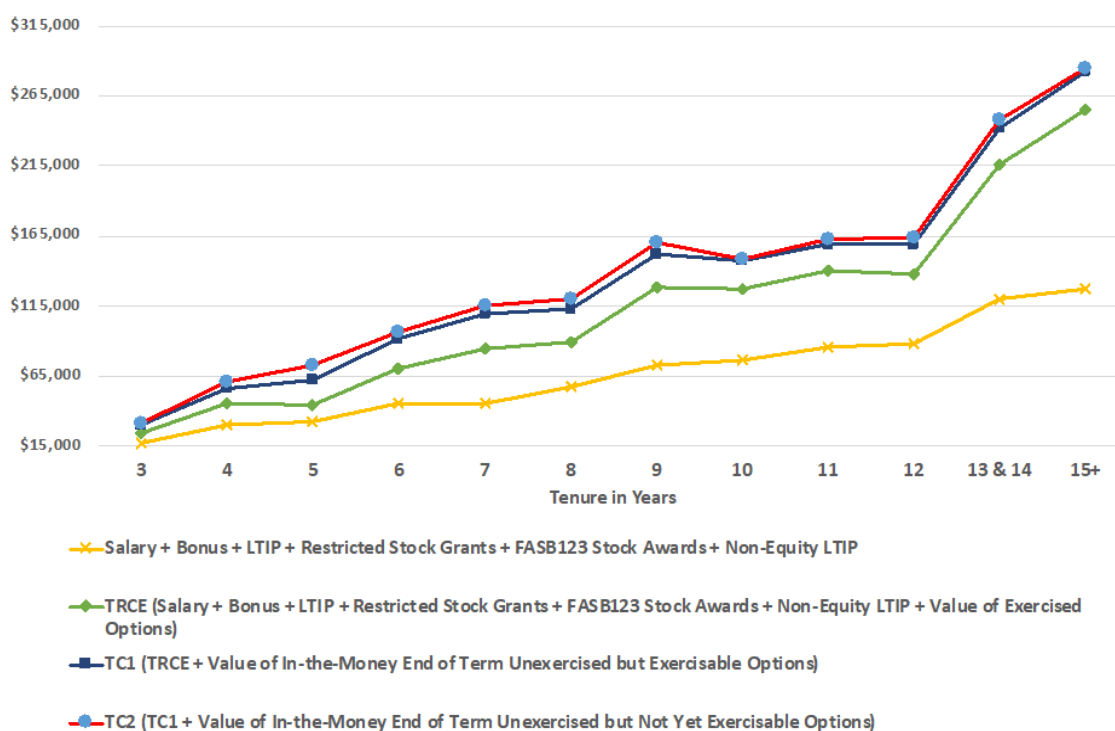


Figura 20 - Valori medi della retribuzione manageriale (TRCE, TC1, TC2)

Dal grafico è possibile notare che il valore delle opzioni esercitate, che è rappresentato come la differenza tra linea gialla e verde, rappresenta in media poco più del 30% di TC2 per l'intera collezione di amministratori delegati. Il valore delle opzioni esercitate come percentuale di TC2 è più piccolo per gli amministratori delegati in carica per meno di cinque anni, e raggiunge il valore più alto del 43,3% per quelli con almeno 15 anni di servizio. Le opzioni non esercitate alla fine del servizio, rappresentano poco più del 20%

del TC2, tra esse, le opzioni esercitabili rappresentano oltre il 90%. Inoltre, le opzioni non esercitate diminuiscono con l'aumento della durata del mandato. Gli amministratori delegati che hanno prestato servizio dai tre agli otto anni (circa il 60% dei 521 amministratori delegati), hanno lasciato l'incarico con opzioni non esercitate cui valore ammontava al 40% del loro TRCE e al 29% del loro TC2.

Con queste considerazioni, Schmidt vuole sottolineare che qualsiasi analisi che non includa le opzioni detenute dagli amministratori delegati che lasciano l'incarico, sottostimerà notevolmente gli importi che vengono pagati per i loro sforzi come amministratore delegato.

Alla luce di questa considerazione, verrebbe da chiedersi se un amministratore delegato che detiene significative opzioni non ancora esercitabili, possa temere che un suo successore metta a rischio il loro valore e pertanto tenti di estendere il suo termine di servizio. È interessante notare che i consigli di amministrazione anticipano questa possibilità e prendono provvedimenti per evitarne tali conseguenze, adottando l'età di pensionamento obbligatorio. Con il pensionamento obbligatorio, le opzioni non ancora esercitabili servono come incentivi che incoraggiano il CEO che si ritira a trovare un degno successore.

Al fine di stimare l'impatto dei principali fattori che contribuiscono alla retribuzione degli amministratori delegati, l'economista costruisce alcuni modelli di regressione lineare nel quale TC2, la misura più completa della retribuzione totale, rappresenta la variabile dipendente. La prima regressione utilizza i valori osservati (o i valori logaritmici) per l'intera collezione dei 521 amministratori delegati, rappresentanti 311 aziende differenti; pertanto, molti amministratori lavorano per la stessa compagnia. La seconda regressione utilizza un subset di 370 amministratori delegati rappresentanti 160 differenti imprese per i quali è stato possibile costruire 210 osservazioni, ognuna delle quali consiste nelle differenze della retribuzione, del rendimento degli azionisti e di tutte le altre variabili indipendenti, ottenute dai due amministratori delegati che si sono succeduti nella stessa azienda. Il subset si è infatti costruito mantenendo i dati dei CEO delle imprese per le quali si avevano informazioni dei vari CEO che si sono susseguiti in maniera consecutiva. Si sono eliminati quindi tutti i dati di imprese per le quali si avevano informazioni su di un singolo CEO. Le 160 aziende consistevano in: 116 aziende con due amministratori delegati, 38 aziende con tre amministratori e sei aziende con quattro amministratori. Le differenze sono state costruite sottraendo i valori legati all'amministratore delegato precedente da quelli del suo successore. Per 182 delle 210 osservazioni, non vi è alcun

intervallo di tempo tra i dati dell'amministratore delegato in carica e il suo successore. Il subset è poi stato utilizzato in una terza e successiva regressione. Le variabili indipendenti utilizzate sono al massimo otto:

- **Il numero di anni di servizio del CEO** appare in tutte e tre le regressioni. Le differenze nella lunghezza del periodo di servizio sono un importante determinante della variazione della retribuzione totale e non possono essere omesse.
- **Il rendimento medio annuo (comprensivo di dividendi) degli azionisti** della società, calcolato sull'intero periodo del servizio del CEO. Un coefficiente positivo del rendimento degli azionisti indica un effettivo collegamento tra la retribuzione manageriale e il ritorno per gli azionisti. Schmidt ipotizza che il coefficiente del rendimento degli azionisti sia positivo e significativo.
- **Il rendimento dell'indice azionario Value-Weighted**, calcolato sull'intero periodo del servizio del CEO. Tale indice riflette le condizioni dei mercati azionari durante il periodo di servizio di un CEO e che pertanto potrebbe influenzare la remunerazione. Schmidt ipotizza che il coefficiente Value-Weighted sia negativo e significativo. Al fine di valutare se i consigli di amministrazione forniscano gli incentivi corretti, l'economista ipotizza che quando i due coefficienti (il rendimento degli azionisti e l'indice Value-Weighted) hanno lo stesso valore assoluto, c'è ragione per sostenere che gli incentivi salariali definiti dai consigli sulla retribuzione dei CEO, compensino esattamente la variazione del rendimento degli azionisti.
- **Total Assets e numero totale di dipendenti**, al fine di valutare la dimensione dell'azienda.
- **Public Utility**, si distingue se la società per cui lavora il CEO è regolamentata o privata. Questa variabile è stata aggiunta poiché si ipotizza che gestire un servizio pubblico regolamentato non è probabilmente complicato come gestire una società che deve sopravvivere in un mercato competitivo. Nel dataset sono presenti 37 CEO che lavorano per imprese regolamentate.
- **Financial Services**, questa variabile valuta se l'azienda è una società di servizi finanziari. Questa variabile è stata aggiunta poiché le attività di queste aziende, in parte per ragioni commerciali e normative, sono significativamente più grandi

delle altre aziende. Nel dataset sono presenti 59 amministratori delegati che lavorano per società di servizi finanziari

- **Valutazione delle partecipazioni aziendali dei CEO**

In Figura 21 sono rappresentati i risultati delle regressioni. La colonna a sinistra riporta i risultati delle regressioni logaritmiche che utilizzano l'intera collezione di dati dei 521 amministratori delegati (sono calcolati sia i valori puntuali che le differenze). La colonna di destra riporta i risultati della regressione in cui si utilizza solamente il subset di dati di 370 CEO.

	Dependent Variable Is Ln(TC2) Independent Variables Are Observed Values or Their Logarithms		Dependent Variable Is Difference in Ln(TC2) between Two Executives of Same Company Independent Variables Constructed Similarly Using Observed Values or Their Logarithms	
	Adjusted R-Squared	N	Adjusted R-Squared	N
All 521 Observations	0.619	521		
Difference CEOs	0.635	370	0.649	210
Explanatory Variables and Observations	Coefficient	t-statistic	Coefficient	t-statistic
Intercept				
All Observations	7.13	28.82		
Difference CEOs	6.76	26.36	0.104	2.20
Years of CEO Service				
All Observations	0.1397	17.89		
Difference CEOs	0.1435	14.03	0.135	12.85
Annual Shareholder Return				
All Observations	0.0276	11.08		
Difference CEOs	0.0260	9.63	0.0290	11.10
Annual VW Index Return				
All Observations	-0.0244	-5.39		
Difference CEOs	-0.0258	-5.43	-0.0221	-5.38
Ln(Assets (\$M of \$2018))				
All Observations	0.2902	9.96		
Difference CEOs	0.3549	14.23	0.2235	3.03
Ln(Employees (000s))				
All Observations	0.0730	2.88		
Difference CEOs				
1% of Share Holdings (\$100K)				
All Observations	-0.0022	-4.93		
Difference CEOs			-0.0059	-4.25
Public Utility CEO				
All Observations	-0.762	-6.83		
Difference CEOs	-0.945	-8.49		
Financial Service CEO				
All Observations	-0.396	-3.48		
Difference CEOs	-0.617	-5.24		

Figura 21 - Risultati delle regressioni sull'executive compensation con TC2 come variabile indipendente

In tutte le regressioni si è dimostrato che la variabile che misura gli anni di servizio è la più significativa; in media, un anno aggiuntivo di servizio aumenta la paga di circa il 14%. I coefficienti delle variabili "Shareholders return" e "Value-Weighted" sono coerenti con le ipotesi di Schmidt. I coefficienti del rendimento degli azionisti sono

positivi, statisticamente significativi (statistica T-Student pari a 11,1) e di dimensioni simili per tutte e tre le regressioni. Quelli del Value-Weighted sono negativi, statisticamente significativi (statistica T-Student pari a 5) e di dimensioni simili nelle tre regressioni.

Inoltre, tutti i coefficienti possiedono circa lo stesso valore assoluto; tuttavia, la differenza tra i due coefficienti non è statisticamente significativa per tutte e tre le regressioni. Il fatto che i coefficienti delle variabili del rendimento azionario dell'azienda e della Value-Weighted abbiano valori assoluti simili contraddice l'idea diffusa che le procedure di retribuzione applicate dai consigli di amministrazione permettano agli amministratori delegati di raccogliere grosse paghe anche quando i loro azionisti hanno bassi rendimenti. In altre parole, il coefficiente di rendimento degli azionisti implica che un aumento di un punto percentuale in quel rendimento aumenterà la paga dei CEO di circa il 3%, mentre il coefficiente Value-Weighted implica che un aumento di un punto percentuale in quel rendimento diminuirà la paga di poco meno del 3%. Ciò significa che l'effetto positivo sulla retribuzione quando un amministratore delegato raggiunge un rendimento medio annuo positivo per gli azionisti di “x” per cento durante il suo intero periodo di servizio è essenzialmente compensato quando il rendimento medio annuo del mercato è anche “x” per cento per quello stesso periodo. Questo è un risultato potente perché implica che i consigli di amministrazione prendono in considerazione il movimento dei mercati azionari quando prendono decisioni sulla retribuzione di un amministratore delegato.

Per comprendere al meglio tale concetto, supponiamo per esempio che due amministratori delegati, A e B, rimangano ciascuno in carica per sette anni e che l'unica differenza nelle statistiche della regressione sia quella legata al rendimento medio annuale del mercato (Value-Weighted). In particolare, le decisioni di A durante il suo periodo di servizio producono un rendimento medio annuo per gli azionisti dell'8% ed anche il rendimento medio del mercato è dell'8%, mentre le decisioni di B producono lo stesso rendimento per gli azionisti dell'8% ma durante un periodo in cui il rendimento del mercato è del 3%. Supponiamo che i rendimenti degli azionisti e del mercato non varino di anno in anno. I risultati della regressione implicano che la paga di B sarà circa il 15% più grande di quella di A, anche se entrambi ottengono lo stesso rendimento per gli azionisti.

L'analisi suggerisce anche che i consigli di amministrazione modificano inoltre al ribasso la retribuzione dei CEO quando il valore delle partecipazioni azionarie dei CEO è grande (variabile 1% of Share Holdings).

Le due variabili che riflettono le dimensioni aziendali ($\ln(\text{Assets (\$M of \$2018)})$ e $\ln(\text{Employees (000s)})$), danno risultati poco convincenti. Entrambi sono positive e statisticamente significative ma non in tutte e tre le regressioni.

Vi è una grande differenza nei risultati se consideriamo la regressione della colonna di destra con il subset di dati e quella di sinistra. Si ipotizza quindi ci siano delle motivazioni legate all'intrinseca differenza di complessità manageriale in imprese di settori diversi, che tuttavia esulano dallo scopo della ricerca.

I coefficienti "Public Utility" e "Financial Services" sono entrambi altamente negativi. La prima implica che un amministratore delegato di un'impresa regolamentata guadagna solo un quarto di quanto guadagna un amministratore delegato di un'azienda privata, la seconda implica che gli amministratori delegati di imprese che svolgono servizi finanziari guadagnano il 40% in meno rispetto agli altri. Se la prima implicazione può avere una più semplice spiegazione, la seconda non è di facile e ovvia interpretazione e andrebbe approfondita.

Tramite questi modelli di regressione Schmidt mostra che il coefficiente del rendimento degli azionisti se si considerano anche nella remunerazione del CEO le opzioni non ancora esercitate (TC2) ha una maggiore significatività statistica e sono approssimativamente più grandi (dal 25% al 45%) del coefficiente del rendimento degli azionisti che non considera le opzioni non esercitate dal CEO (TRCE).

In Figura 22 sono mostrati i risultati delle regressioni, utilizzando il TRCE come variabile dipendente.

	Dependent Variable Is Ln(TRGD) or Ln(TRCE) Independent Variables Are Observed Values or Their Logs		Dependent Variable Is Difference in Ln(TRGD) or Ln(TRCE) Between Two Executives of Same Company Independent Variables Constructed Similarly Using Observed Values or Their Logs	
	Adjusted		Adjusted	
	R-Squared	N	R-Squared	N
TRGD	0.591	521	0.585	210
TRCE	0.604	521	0.608	210
Explanatory and Compensation Variables Intercept	Coefficient	t-statistic	Coefficient	t-statistic
TRGD	6.92	29.15	0.101	2.34
TRCE	6.42	26.47	0.176	3.44
Years with Compensation Data				
TRGD	0.136	18.14	0.129	13.52
TRCE	0.164	19.67	0.155	13.67
Annual VW Index Return for Full Tenure				
TRGD	0.0077	3.23	0.0071	3.01
TRCE	0.0204	7.69	0.0207	7.37
Annual VW Index Return for Full Tenure				
TRGD	-0.0214	-4.91	-0.0191	-5.11
TRCE	-0.0243	-5.04	-0.0199	-4.49
Ln(Assets (\$M of \$2018))				
TRGD	0.3102	11.09	0.3546	5.28
TRCE	0.3481	14.59	0.2474	3.10
Ln(Employees 000s)				
TRGD	0.0653	2.68		
TRCE				
1% Change in Value of Shares Held (\$100K)				
TRGD	-0.0021	-4.97	-0.0036	-2.84
TRCE	-0.0022	-4.74	-0.0057	-3.79
CEO of a Public Utility				
TRGD	-0.674	-6.29		
TRCE	-0.702	-6.21		
CEO of a Financial Service Company				
TRGD	-0.423	-3.87		
TRCE	-0.491	-4.45		

Figura 22 - Risultati delle regressioni sull'executive compensation con TC2 come variabile indipendente

Questo risultato suggerisce che la pay-performance, calcolata in base allo shareholders return, non può essere catturata senza una misura di compensazione che includa il valore delle opzioni non esercitate del CEO alla fine del suo mandato.

Le figure in basso forniscono un'illustrazione più intuitiva dei vantaggi di misurare la retribuzione e i rendimenti sull'intero periodo di servizio del CEO.

La Figura 23 rappresenta la relazione tra il rendimento annuale degli azionisti del 2007 e il logaritmo della compensazione manageriale, misurata con il TRCE per quell'anno. Il grafico rivela chiaramente il motivo per il quale molti ricercatori che esaminano le misure annuali di retribuzione e rendimento concludono che le due cose non sono correlate o hanno una relazione molto debole. Il grafico contiene una nuvola poco correlata di punti, perché l'esercizio delle opzioni distorce la paga annuale.

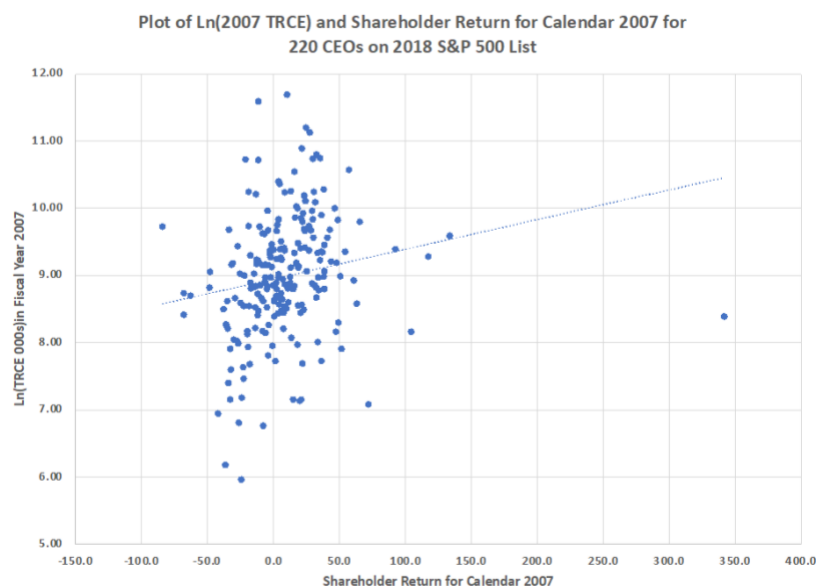


Figura 23 – Confronto tra la remunerazione degli azionisti e dei managers (TRCE)

In Figura 24, lo Shareholders return è misurato con il logaritmo naturale di TC2. Come si può notare, la correlazione in questo caso risulta molto più evidente rispetto alla Figura 23. Tuttavia, la figura sottostima ancora la relazione tra il rendimento degli azionisti e la retribuzione degli amministratori delegati poichè le altre variabili indipendenti influenzano la retribuzione. La più importante di queste altre variabili è la lunghezza del mandato del CEO.

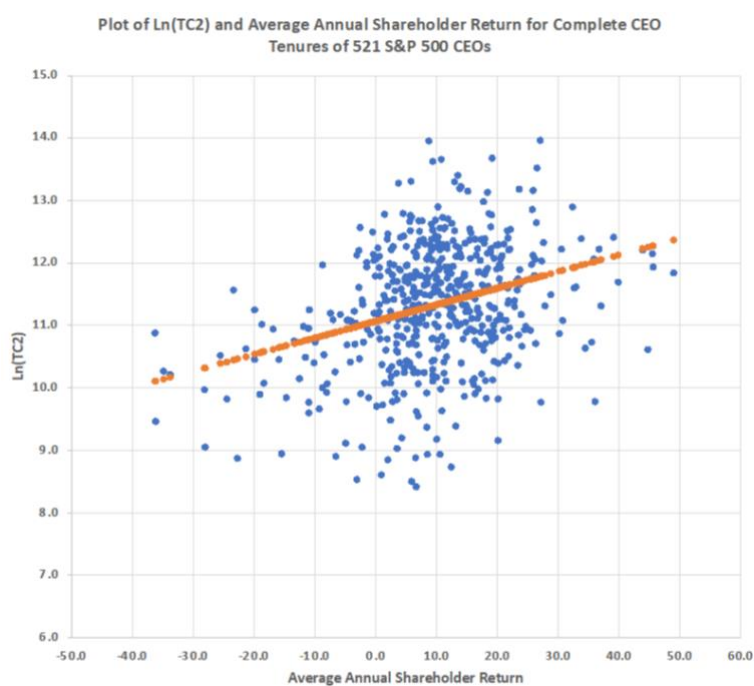


Figura 24 - Confronto tra la remunerazione degli azionisti e dei managers (TC2)

Per costruire un grafico che riveli l'effetto del solo rendimento degli azionisti, è necessario rimuovere gli effetti delle determinanti della retribuzione diverse dal rendimento degli azionisti, Figura 25.

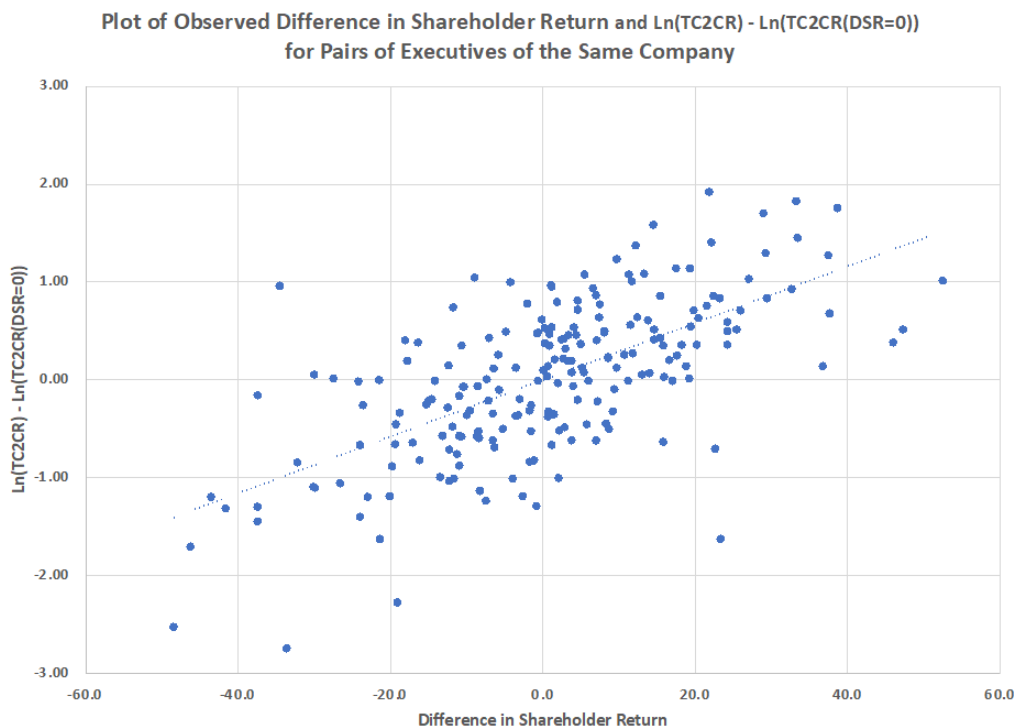


Figura 25 - Confronto tra la remunerazione degli azionisti e dei managers (TRCE) senza le altre variabili

In conclusione, Schmidt fornisce una chiara prova che la relazione tra il rendimento degli azionisti e la retribuzione degli amministratori delegati non solo è statisticamente significativa ma anche molto più elevata rispetto a quella calcolata dai suoi predecessori. Tale relazione esce allo scoperto solo se entrambi i valori sono misurati sull'intero periodo di servizio dell'amministratore delegato dove si considerano anche il valore delle opzioni non ancora esercitate dai CEO.

4.3 Conclusioni

Nonostante le recenti contraddizioni sorte in tema di sensitività pay-performance, riprendendo l'articolo di Edmans, Gabaix e Jenter., una comune conclusione a cui si può giungere è che la retribuzione dei dirigenti, è guidata da molti fattori: il desiderio degli azionisti e del consiglio di amministrazione di massimizzare il valore dell'azienda, i

tentativi dei dirigenti di massimizzare le loro rendite e le forze istituzionali come la legislazione, la tassazione, le politiche contabili e le pressioni sociali.

Nessuna prospettiva isolata può spiegare tutte le prove empiriche fatte nel corso degli anni e una maggiore propensione ad una visione piuttosto che l'altra porterebbe ad una valutazione distorta e non corretta della retribuzione dirigenziale. Nonostante decenni di ricerca sulla retribuzione dei dirigenti, affermano gli autori, ci sono ancora molte questioni aperte. Gli studi potrebbero infatti focalizzarsi anche sulle pratiche retributive al di fuori degli Stati Uniti (affrontate nel capitolo successivo) e per i dirigenti al di sotto del CEO. Di notevole interesse sarebbe inoltre approfondire la tematica di come si modifica la retribuzione dei dirigenti in base alla differente struttura e influenza del consiglio di amministrazione e degli azionisti.

5. Executive Compensation: differenze e best practices in uso nei paesi common e civil law.

Sulla base delle teorie e delle evidenze empiriche presentate nel capitolo precedente, il presente capitolo ha due obiettivi principali: il primo è comprendere come i diversi sistemi di legge applicati dai vari paesi e i diversi modi di proteggere gli interessi degli investitori, impattino sullo sviluppo dei mercati finanziari e influenzino anche la struttura della compensazione dei managers. Un importante filone di ricerche empiriche condotte dall'accademico Rafael La Porta ha evidenziato, infatti, come l'*executive compensation* sia significativamente influenzato dai diversi legal frameworks vigenti nei vari paesi del mondo, e più precisamente dal grado di tutela degli azionisti di minoranza nei sistemi legali di Common e Civil Law. Nell'articolo di **La Porta et al.**³³ "*Tunneling*" ben si descrive il problema che maggiormente incombe sui piccoli azionisti: questi finanziatori esterni, che decidono di investire in un'impresa, sono sottoposti al fenomeno del *tunneling*, ovvero a pratiche espropriative messe in atto dai top executives ma potenzialmente anche dagli azionisti di maggioranza. Il livello di protezione degli investitori ricopre quindi un ruolo cruciale nel limitare tale fenomeno. Godendo di un più elevato livello di protezione, gli azionisti di maggioranza saranno più propensi a finanziare le imprese, e di conseguenza i mercati saranno maggiormente efficienti, in caso contrario quest'ultimi saranno poco liquidi e sviluppati.

Il secondo obiettivo del capitolo è quello di descrivere, attraverso quanto compreso in tema di protezione legale degli azionisti di minoranza e dei sistemi legali in uso nei vari paesi del mondo, le differenti strutture che l'*executive compensation* assume in alcuni paesi europei, paragonandoli con la situazione statunitense, illustrata nel capitolo precedente.

5.1 Law and Finance

Alla fine degli anni '90 degli studiosi di Harvard capitanati dagli economisti **La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer e Vishny**³⁴ cominciarono ad approfondire le tematiche che

³³ Johnson, S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., [2000], "*Tunneling*" *American Economic Review*, 22-27.

³⁴ La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998), Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106, pp. 1113-1155.

collegano gli aspetti del sistema giuridico di un paese con quelli del suo sistema finanziario. I loro studi furono poi pubblicati nel 1998 nell'articolo "*Law and Finance*".

L'ipotesi di base dello studio era che i differenti sistemi di protezione legale assegnati agli investitori, spiegassero lo sviluppo dei mercati finanziari nei vari paesi.

Gli obiettivi dello studio sono quindi osservare se effettivamente le leggi che proteggono gli investitori sono diverse per paese e paese. In seguito, si vuole dimostrare che se queste differenze esistono, esse influenzano effettivamente la finanza aziendale e quindi il mercato finanziario. Infine, nell'articolo si dimostra anche quanto lo sviluppo del mercato finanziario influisca sulla crescita del paese, definita tramite il suo prodotto interno lordo.

5.1.1 La protezione degli azionisti

Nel contesto di ricerca di finanziamenti nel mercato, la protezione degli azionisti è di fondamentale importanza. Il rischio di opportunismo da parte degli insider, infatti, crea una riluttanza da parte degli investitori a offrire dei finanziamenti. Questo porta alla richiesta di "sconti" come metodo di compensazione del rischio e alla nascita del tema *dell'underinvestment*. I principali sono quindi costretti a pagare dei costi di agenzia del capitale a causa *dell'underinvestment*. Tutto questo genera una bassa propensione da parte degli imprenditori stessi a ricercare investimenti nel mercato azionario.

Se fosse presente, tuttavia, a livello legislativo una protezione degli investitori, la loro domanda di azioni, la loro propensione ad offrire investimenti aumenterebbe e risulterebbe più facile per le imprese ottenere finanziamenti con un costo per il rischio inferiore. In questa situazione, vi sarebbe più propensione, da parte delle imprese, ad utilizzare il mercato azionario per la ricerca di investimenti e questo genererebbe di conseguenza un suo aumento di dimensioni.

Definita l'importanza della protezione degli azionisti, lo studio ha quindi proseguito andando a scandagliare i vari sistemi dei diritti societari dei vari paesi (49 presi in analisi), per andare a verificare se esistessero effettivamente delle differenze nel modo in cui i diritti degli investitori venissero coperti. Si utilizzarono per la raccolta diversi studi legali che si occupavano di diritti societari, diffusi nei vari paesi. Per effettuare il confronto, si classificarono i vari paesi secondo l'origine del loro sistema legale, che si rifaceva a due famiglie principali: il **common law**, tipico dei paesi anglosassoni, e il **civil law**, tipico dei paesi di origine romana e non solo (Figura 26).



Figura 26 – Paesi presi in analisi nella ricerca di La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer e Vishny

Sulla base di questa distinzione si sono costruiti degli indici quantitativi (attribuendo ad ognuno un punteggio) che misurano:

- **I diritti degli azionisti**
- **I diritti dei creditori**
- **Law enforcement:** il funzionamento della giustizia (quanto è forte il sistema che fa rispettare le leggi in ogni paese).
- **Qualità degli standard contabili:** il livello di trasparenza dei principi contabili.

5.1.2 Common law e Civil law

Le due grandi famiglie legali principalmente analizzate sono la **legge comune (Common law)** e la **legge civile (Civil law)**.

Civil law

Per quanto riguarda la legge civile, essa ha origine dal diritto romano e, per molti secoli, fu fonte di ispirazione per moltissimi paesi soprattutto nel continente europeo, sia per quelli un tempo sotto la dominazione romana che no. L'impostazione originale del sistema

legale rimane ancora oggi la stessa, tuttavia, col tempo i vari sistemi si sono evoluti sulla base delle esigenze di ogni paese. Il sistema è caratterizzato dal fatto che ci siano dei codici molto completi, estesi e specifici, che regolano moltissimi aspetti. Questo comporta una certa rigidità nell'adattarsi ai cambiamenti, poiché questo implica l'intrecciarsi di molti codici risolutivi, l'uno dipendente dall'altro: da un lato si ha un sistema di riferimento stabile e puntuale che risponde ad ogni situazione, dall'altra un sistema rigido ed ostile al cambiamento. Altra caratteristica si basa sul fatto che nascendo in un contesto romano, il sistema ha l'obiettivo di "salvaguardare lo stato centrale", quindi di proteggere il governo centrale e le sue istituzioni.

Il piano di diritto romano subisce un primo grande cambiamento nel 1800 con i codici napoleonici, soprattutto in campo del diritto commerciale, al fine di modernizzarlo rispetto ai cambiamenti che stavano avvenendo. Un successivo cambiamento si avrà con Bismark, soprattutto in Germania, nel 1900.

Nel sistema della legge civile di origine romana, si riconoscono tre ceppi distintivi:

- il sistema di origine francese, di cui fa parte anche l'Italia;
- il sistema di origine tedesca;
- il sistema di origine scandinavo.

Common law

A contrapporsi al sistema della legge civile, vi è il sistema della legge comune o Common Law che possiede grandi differenze rispetto al diritto romano. Esso assegna una grossa importanza al ruolo delle sentenze determinate dai giudici. Ogni problema è affrontato a sé e la sua risoluzione diventa materia di giudizio in quanto di esempio per tutte le situazioni analoghe o simili che possono avvenire in futuro. I precedenti giudiziari costruiscono le "leggi" e sono facilmente modificabili in quanto un differente giudizio del giudice, sulla base del periodo e della situazione, può modificare la legge. È un sistema molto più variabile, di più facile adattamento anche in campo economico. Il sistema è determinato sulla base della forma di governo che si aveva quando è stata costituita cioè la monarchia (a differenza del diritto romano istituito con una repubblica). Essa aveva l'obiettivo di porre un freno al potere della corona soprattutto in fatto di espropriazione delle terre e dei possedimenti. Altro aspetto da considerare è che essendo l'Inghilterra un paese con economie basate sui commerci per mare, molta dell'attenzione legislativa si era regolata sulle negoziazioni e sui contratti. Il primo concetto di società di

capitali si ha in questo contesto legislativo, intorno al 1600 con la nascita delle Compagnie delle Indie Orientali. Esse si basavano sul concetto di divisione del capitale sociale in azioni liberamente trasferibili e sulla responsabilità limitata del socio concessa per volontà sovrana. Le compagnie, infatti, nascevano insieme al sovrano con lo scopo di intraprendere colossali iniziative, come la colonizzazione di nuove terre, investendo i capitali dei membri della compagnia. In questo modo avrebbero accresciuto il prestigio del re. Queste imprese implicavano tuttavia rischi molto elevati, pertanto il sovrano in cambio concedeva il beneficio della limitazione della loro responsabilità. Per quanto riguarda la libera vendita delle azioni, essi concedevano anche di poterli speculare sopra, vendendole in un momento in cui il loro valore aumentava.

I sistemi dei vari paesi presentano quindi delle differenze insite nell'origine del sistema legale ed è difficile modificare ed introdurre determinati dogmi che vanno contro le basi di questi sistemi originali.

5.1.3 Valutazione dei diritti degli azionisti

Come detto precedentemente, gli autori analizzano i diritti degli azionisti individuando la presenza o meno di determinate condizioni derivanti dal sistema di protezione degli azionisti. Queste condizioni, valutate tramite un punteggio, sono:

- **L'utilizzo della regola one-share one-vote:** si valuta se nel sistema legislativo è obbligatorio l'utilizzo della struttura dei voti one share-one vote, attribuendo un punto in caso affermativo e zero punti in caso contrario. Questa logica si basa sugli studi sulla struttura dei diritti di voto di Grossman e Hart, che dimostrano una più efficiente gestione societaria e di maggior valore per gli azionisti, quando la struttura dei voti è unica con uguali diritti di voto e dividendo.
- **Diritti contro gli amministratori:** indice che aggrega i diritti degli azionisti e attribuisce un punteggio da 0 a 6 sulla base delle seguenti voci:
 - *Diritto di voto per corrispondenza (Proxy by mail):* facilita la possibilità per gli azionisti di esercitare il proprio diritto; un punto se il sistema legale lo permette, zero altrimenti.
 - *Assenza di un obbligo di deposito delle azioni (Shares not blocked before meeting):* esso valuta se il sistema legale preveda la richiesta preventiva di deposito delle azioni, bloccando il diritto di cessione di esse nel periodo

precedente l'assemblea degli azionisti. Si assegna un punto se il sistema legale non lo prevede, zero altrimenti.

- *Ammissione al voto di lista (Cumulative voting or proportional representation)*: valuta se il sistema legale permetta la possibilità di eleggere rappresentanti degli azionisti di minoranza negli organi di governo della società. Si assegna un punto se il sistema legale lo prevede, zero altrimenti.
- *Diritto di recesso (Oppressed minorities mechanism)*: valuta se il sistema legale conceda agli azionisti di minoranza il diritto di impugnare le decisioni di gestione o il diritto di recedere dalla società, richiedendo alla società stessa di acquistare le loro azioni quando si oppongono a determinati cambiamenti, come per esempio una fusione, disposizioni patrimoniali o modifiche statutarie. Si assegna un punto se il sistema legale lo prevede, zero altrimenti.
- *Diritto di opzione (preemptive rights)*: valuta se il sistema legale offra il diritto di acquisto delle nuove azioni prima agli azionisti, per evitare la diluizione della partecipazione. Si assegna un punto se il sistema legale lo prevede, zero altrimenti.
- *Percentuale di capitale per chiedere un'assemblea straordinaria*: valuta la percentuale minima di capitale necessaria a convocare un'assemblea straordinaria: se è minore o uguale al 10%, risulta più facile convocare un'assemblea straordinaria anche con una bassa percentuale di capitale, garantendo anche agli azionisti di minoranza di fare sentire le proprie opinioni. In questo caso si assegna un punto, altrimenti zero.
- **Dividendi obbligatori**: valuta la percentuale del *Net income* che il sistema legale obbliga alla fine dell'anno a distribuire come dividendo agli azionisti. Si assegna un valore zero se non esiste tale obbligo.

Country	One share - one vote	Proxy by mail allowed	Shares not blocked before meeting	Cumulative voting/ proportional repr.	Oppressed minority	Preemptive right to new issues	% of share capital to call an ESM	Anti-director rights	Mandatory dividend
Australia	0	1	1	0	1	0	0.05 ⁴	4	0.00
Canada	0	1	1	1	1	0	0.05	5	0.00
Hong Kong	0	1	1	0	1	1	0.10	5	0.00
India	0	0	1	1	1	1	0.10	5	0.00
Ireland	0	0	1	0	1	1	0.10	4	0.00
Israel	0	0	1	0	1	0	0.10	3	0.00
Kenya	0	0	1	0	1	0	0.10	3	0.00
Malaysia	1	0	1	0	1	1	0.10	4	0.00
New Zealand	0	1	1	0	1	0	0.05	4	0.00
Nigeria	0	0	1	0	1	0	0.10	3	0.00
Pakistan	1	0	1	1	1	1	0.10	5	0.00
Singapore	1	0	1	0	1	1	0.10	4	0.00
South Africa	0	1	1	0	1	1	0.05	5	0.00
Sri Lanka	0	0	1	0	1	0	0.10	3	0.00
Thailand	0	0	1	1	0	0	0.20 [*]	2	0.00
UK	0	1	1	0	1	1	0.10	5	0.00
US	0	1	1	1	1	0	0.10	5	0.00
Zimbabwe	0	0	1	0	1	0	0.05	3	0.00
English origin avg.	0.17	0.39	1.00	0.28	0.94	0.44	0.09	4.00	0.00
Argentina	0	0	0	1	1	1	0.05	4	0.00
Belgium	0	0	0	0	0	0	0.20	0	0.00
Brazil	1	0	1	0	1	0	0.05	3	0.50
Chile	1	0	1	1	1	1	0.10	5	0.30
Colombia	0	0	1	1	0	1	0.25	3	0.50
Ecuador	0	0	1	0	0	1	0.25	2	0.50
Egypt	0	0	1	0	0	0	0.10	2	0.00
France	0	1	0	0	0	1	0.10	3	0.00
Greece	1	0	0	0	0	1	0.05	2	0.35
Indonesia	0	0	1	0	0	0	0.10	2	0.00
Italy	0	0	0	0	0	1	0.20	1	0.00
Jordan	1	0	1	0	0	0	0.25	1	0.00
Mexico	0	0	0	0	0	1	0.33	1	0.00
Netherlands	0	0	0	0	0	1	0.10	2	0.00
Peru	1	0	1	1	0	1	0.20	3	0.00
Philippines	0	0	1	1	1	0	open	3	0.00
Portugal	0	0	1	0	0	1	0.05	3	0.00
Spain	0	0	0	1	1	1	0.05	4	0.00
Turkey	0	0	1	0	0	0	0.10	2	0.00
Uruguay	1	0	0	0	1	1	0.20	2	0.20
Venezuela	0	0	1	0	0	0	0.20	1	0.00
French origin avg.	0.29	0.05	0.57	0.29	0.29	0.62	0.15	2.33	0.11
Austria	0	0	0	0	0	1	0.05	2	0.00
Germany	0	0	0	0	0	0	0.05	1	0.00
Japan	1	0	1	1	1	0	0.03	4	0.00
South Korea	1	0	0	0	1	0	0.05	2	0.00
Switzerland	0	0	0	0	0	1	0.10	2	0.00
Taiwan	0	0	0	1	1	0	0.03	3	0.00
German origin avg.	0.33	0.00	0.17	0.33	0.50	0.33	0.05	2.33	0.00
Denmark	0	0	1	0	0	0	0.10	2	0.00
Finland	0	0	1	0	0	1	0.10	3	0.00
Norway	0	1	1	0	0	1	0.10	4	0.00
Sweden	0	0	1	0	0	1	0.10 [*]	3	0.00
Scandinavian origin avg.	0.00	0.25	1.00	0.00	0.00	0.75	0.10	3.00	0.00
Sample average	0.22	0.18	0.71	0.27	0.53	0.53	0.11	3.00	0.05

Figura 27 – Punteggi per la protezione dei diritti degli azionisti assegnati ai 49 paesi

Sulla base di questi criteri, nella Figura 27 sono illustrati i punteggi dei 49 paesi presi in analisi. Analizzando i valori medi complessivi delle variabili, si nota che sono relativamente pochi i paesi che hanno regole legali che proteggono gli azionisti: solo il 22% dei paesi detiene, per obbligo di legge, una struttura dei diritti di voto one-share one-vote, solo il 27% consente il voto di lista, solo il 18% consente il voto per corrispondenza, solo il 53% permette rispettivamente il diritto di recesso o il diritto di opzione. Il tutto conferisce un punteggio medio globale di protezione degli azionisti di tre. Un altro chiaro risultato è che, per molte variabili, la tipologia di sistema di legge in vigore in quel paese è un fattore discriminante: la differenza delle medie delle variabili tra i paesi common e civil law è statisticamente significativa. Le due variabili in cui le due famiglie legali si assomigliano sono la variabile one-share one-vote, che è un obbligo poco comune ovunque (e che per esempio non accade mai in Scandinavia) e l'ammissione al voto di lista, anch'esso poco comune ovunque (e completamente assente in Scandinavia). Per le

altre variabili, il differente sistema legale adottato è un elemento discriminante, dalla tabella infatti emergono alcuni elementi principali:

I **paesi common law** possiedono le migliori tutele legali per gli azionisti: permettono più frequentemente (39%) agli azionisti di votare per corrispondenza, non obbligano mai il deposito delle azioni prima delle assemblee degli azionisti, garantiscono maggiormente il diritto di opzione (94%) e richiedono relativamente poca percentuale di capitale (9%) per convocare un'assemblea straordinaria degli azionisti. L'unica variabile in cui i paesi di common law non sono particolarmente protettivi, rispetto ai paesi civil law, è il diritto di opzione (44%). Tuttavia, i paesi di common law hanno il più alto punteggio medio dei diritti contro gli amministratori (4,00). Molte delle differenze di medie tra le variabili tra i paesi di common law e di civil law sono statisticamente significativi. Pertanto, dai risultati ottenuti, si può affermare che rispetto al resto del mondo, i paesi di common law hanno un pacchetto di leggi più protettive nei confronti degli azionisti.

I **paesi civil law di ceppo francese** sono i peggiori in quanto a tutele di protezione legale per gli azionisti. Sebbene sembrino nella media per quanto riguarda la variabile one-share one-vote (29%) e diritto di recesso (29%) e possiedano una migliore media sui diritti di opzione (62%), hanno l'incidenza più bassa (5%) sul diritto di voto per corrispondenza e la più alta percentuale di capitale necessaria a convocare un'assemblea straordinaria (15%). Basso è anche il valore legato alla variabile sul deposito delle azioni precedente la convocazione dell'assemblea (57%), anche se non così bassa come quella del ceppo tedesco. Il punteggio aggregato sui diritti contro gli amministratori è 2,33. La differenza di medie tra le variabili dei paesi di diritto civile francese e quelli common law è grande e statisticamente significativo. Questi risultati suggeriscono che gli azionisti dei due regimi giuridici più diffusi: common law e il diritto civile francese, operano in ambienti giuridici molto diversi.

Anche i **paesi di civil law di ceppo tedesco** non sono particolarmente protettivi nei confronti degli azionisti: nonostante abbiano un valore medio alto circa l'obbligo di utilizzo di azioni one-share one-vote, richiedono poco capitale per convocare un'assemblea straordinaria e diritto di opzione in un terzo dei casi, obbligano il deposito delle azioni prima delle assemblee degli azionisti, non consentono mai il voto per posta ed è obbligo il diritto di recesso solo nella metà dei paesi. Il punteggio medio dei diritti contro gli amministratori è anche in questo caso 2,33, tuttavia si valuta peggiore il sistema legale di ceppo francese.

Nei **paesi civil law di ceppo scandinavo**, nessun paese obbliga per legge il diritto di recesso, l'ammissione al voto di lista e a adottare la struttura di voto one-share one-vote. Tuttavia, tutti i paesi non obbligano al deposito delle azioni e tutte eccetto la Danimarca garantiscono il diritto di opzione. La possibilità di voto per corrispondenza è concessa solo in Norvegia. Il punteggio medio scandinavo per i diritti contro gli amministratori è 3. I dividendi obbligatori sono applicati solo nei paesi civil law di ceppo francese e rappresentano una sorta di "compensazione" alla poca protezione che gli azionisti dei paesi, sotto questo sistema, possiedono

I risultati in Figura 28, suggeriscono che le differenze nelle varie misure dei diritti degli azionisti tra le diverse famiglie giuridiche, sono quasi sempre significative

Common vs. civil law	2.65 ^a	1.04	1.86 ^c	4.13 ^a	3.61 ^a	-4.82 ^a
English vs. French origin	3.06 ^a	1.75 ^b	1.89 ^c	3.55 ^a	3.61 ^a	-5.75 ^a
English vs. German origin	0.25	-1.46	1.74 ^c	2.10 ^b	1.43	-5.21 ^a
English vs. Scand. origin	1.83 ^c	-1.46	-0.11	7.71 ^a	1.71 ^c	-5.90 ^a
French vs. German origin	-1.85 ^c	-3.20 ^a	0.37	-0.32	-1.29	-2.14 ^b
French vs. Scand. origin	0.05	-3.20 ^a	-1.18	2.54 ^b	-0.60	0.59
German vs. Scand. origin	1.27	0.00	-1.26	1.58	0.63	1.37

a = Significant at 1% level ; b = Significant at 5% level ; c = Significant at 10% level.

Figura 28 – Differenze sui punteggi nelle varie famiglie giuridiche

Una seconda domanda che gli autori si sono posti è se esistesse una relazione tra il punteggio ottenuto dai vari paesi e la loro complessiva crescita economica, valutata tramite il prodotto interno lordo pro capite.

Panel A: Means						
Countries sorted by GNP per capita	GNP per capita	One share- one vote	Anti-director rights	Mandatory dividends	Creditor rights	Legal reserve as a % of capital
Bottom 25%	705	0.17	2.92	0.08	3.18	0.15
Mid 50%	9,465	0.32	3.16	0.05	2.13	0.16
Highest 25%	25,130	0.08	2.75	0.00	1.83	0.15
Total average	11,156	0.22	3.00	0.05	2.30	0.15

Panel B: Tests of means (t-statistics)						
Bottom 25% v. Mid 50%	-4.59 ^a	-0.97	-0.56	0.54	2.08 ^b	-0.20
Bottom 25% v. Top 25%	-18.63 ^a	0.60	0.30	1.48	2.49 ^b	-0.05
Mid 50% v. Top 25%	-7.44 ^a	1.58	0.85	2.02 ^c	0.69	0.16

a = Significant at 1% level; b = Significant at 5% level; c = Significant at 10% level.

Figura 29 – Confronto tra punteggio ottenuto dai vari paesi e il corrispettivo PIL pro capite

I risultati, mostrati in Figura 29, nei quali i paesi sono stati ordinati in base al valore del PIL pro capite, non mostrano alcuna significativa relazione tra punteggio sulla protezione degli azionisti ed il valore del PIL. È quindi da rifiutare l'ipotesi che le norme giuridiche che sono più protettive per gli investitori riflettono un reddito pro capite più elevato.

Il contesto italiano

La situazione italiana, rispetto al periodo in cui l'articolo è stato pubblicato, è sostanzialmente cambiata: se nell'articolo l'Italia presentava un punteggio pari a uno, poiché era solo presente il diritto di opzione, con l'introduzione del TUF (testo unico della finanza) o anche legge Draghi, allora direttore generale del Ministero del Tesoro, entrato in vigore il 1° Luglio 1998, la situazione si modifica. Grazie al TUF si mantenne il diritto di opzione e si introdussero delle norme circa il voto per corrispondenza, l'assenza del deposito delle azioni prima delle riunioni di assemblea e l'ammissione al voto di lista. La percentuale di capitale necessaria alla convocazione di un'assemblea straordinaria scese dal 20% al 10%. Il punteggio potenziale, secondo l'articolo, porterebbe quindi l'Italia ad avere una buona protezione degli azionisti con un valore pari a cinque.

5.1.4 La valutazione dei diritti dei creditori

I diritti dei creditori sono più complessi da valutare in quanto esistono differenti tipologie di creditori, con interessi diversi: il proteggere i diritti di alcuni creditori ha l'effetto di ridurre i diritti di altri. Per alcuni è più conveniente la liquidazione di una società, in seguito ad un suo ipotetico default, per altri risulta maggiormente interessante una sua riorganizzazione.

I diritti dei creditori sono valutati attraverso cinque variabili a cui viene dato sempre un punteggio. Si dividono in:

- **Diritti dei creditori:** indice aggregato dei diritti dei creditori, con un punteggio che varia da zero a quattro sulla base delle seguenti variabili:
 - *Richiesta del consenso dei creditori alla ristrutturazione d'azienda (Restrictions for going into reorganization):* assume valore uno se è necessaria l'approvazione anche dei creditori alla ristrutturazione aziendale, zero in caso contrario.

- *Diritto dei creditori a prendere possesso del collaterale posto a garanzia (No automatic stay on secured assets):* valuta se i creditori possano prendere possesso degli asset posti a garanzia prima della fine del contezioso. Assume valore uguale ad uno se la procedura di risanamento non impone una sospensione automatica del patrimonio dell'impresa al momento della presentazione dell'istanza di ristrutturazione, che impedisce ai creditori di impossessarsi degli asset posti a garanzia. È uguale a zero in caso contrario.
- *Diritto dei creditori privilegiati ad essere rimborsati per primi (secured creditors first):* assume valore uguale a uno se i creditori privilegiati risultano primi nella distribuzione dei proventi che ne derivano dalla ristrutturazione del patrimonio di un'impresa fallita. Assume valore zero invece se creditori non garantiti, come il governo e i lavoratori, hanno la priorità assoluta.
- *Rimozione dei manager precedenti (management does not stay):* assume valore uguale a uno quando un funzionario nominato dal tribunale, o dai creditori, è responsabile del funzionamento dell'impresa durante la riorganizzazione, o se il debitore non mantiene l'amministrazione dei suoi beni in attesa della risoluzione del processo di riorganizzazione; zero altrimenti.
- **Riserva Legale:** è la percentuale minima del capitale sociale totale prevista dal diritto societario per evitare lo scioglimento di una società esistente. Assume un valore pari a zero nei paesi senza tale restrizione.

Empiricamente si è dimostrato che anche per i diritti ai creditori esistono delle differenze tra i vari paesi, i risultati nei vari paesi sono presentati in Figura 30.

Country	No automatic stay on assets	Secured creditors first paid	Restrictions for going into reorganization	Management does not stay in reorganization	Creditor rights	Legal reserve required as a % of capital
Australia	0	1	0	0	1	0.00
Canada	0	1	0	0	1	0.00
Hongkong	1	1	1	1	4	0.00
India	1	1	1	1	4	0.00
Ireland	0	1	0	0	1	0.00
Israel	1	1	1	1	4	0.00
Kenya	1	1	1	1	4	0.00
Malaysia	1	1	1	1	4	0.00
New Zealand	1	0	1	1	3	0.00
Nigeria	1	1	1	1	4	0.00
Pakistan	1	1	1	1	4	0.00
Singapore	1	1	1	1	4	0.00
South Africa	0	1	1	1	3	0.00
Sri Lanka	1	0	1	1	3	0.00
Thailand	1	1	0	1	3	0.10
UK	1	1	1	1	4	0.00
US	0	1	0	0	1	0.00
Zimbabwe	1	1	1	1	4	0.00
English origin avg.	0.72	0.89	0.72	0.78	3.11	0.01
Argentina	0	1	0	0	1	0.20
Belgium	1	1	0	0	2	0.10
Brazil	0	0	1	0	1	0.20
Chile	0	1	1	0	2	0.20
Colombia	0	0	0	0	0	0.50
Ecuador	1	1	1	1	4	0.50
Egypt	1	1	1	1	4	0.50
France	0	0	0	0	0	0.10
Greece	0	0	0	1	1	0.33
Indonesia	1	1	1	1	4	0.00
Italy	0	1	1	0	2	0.20
Jordan	na	na	na	na	na	0.25
Mexico	0	0	0	0	0	0.20
Netherlands	0	1	1	0	2	0.00
Peru	0	0	0	0	0	0.20
Philippines	0	0	0	0	0	0.00
Portugal	0	1	0	0	1	0.20
Spain	1	1	0	0	2	0.20
Turkey	0	1	1	0	2	0.20
Uruguay	0	1	0	1	2	0.20
Venezuela	na	1	na	na	na	0.10
French origin avg.	0.26	0.65	0.42	0.26	1.58	0.21
Austria	1	1	1	0	3	0.10
Germany	1	1	1	0	3	0.10
Japan	0	1	0	1	2	0.25
South Korea	1	1	0	1	3	0.50
Switzerland	0	1	0	0	1	0.50
Taiwan	1	1	0	0	2	1.00
German origin avg.	0.67	1.00	0.33	0.33	2.33	0.41
Denmark	1	1	1	0	3	0.25
Finland	0	1	0	0	1	0.00
Norway	0	1	1	0	2	0.20
Sweden	0	1	1	0	2	0.20
Scandinavian origin avg.	0.25	1.00	0.75	0.00	2.00	0.16
Sample average	0.49	0.81	0.55	0.45	2.30	0.15
<i>Panel B: Tests of means (t-statistics)</i>						
Common vs. civil law	2.65 ^a	1.04	1.86 ^c	4.13 ^a	3.61 ^a	-4.82 ^a
English vs. French origin	3.06 ^a	1.75 ^b	1.89 ^c	3.55 ^a	3.61 ^a	-5.75 ^a
English vs. German origin	0.25	-1.46	1.74 ^c	2.10 ^b	1.43	-5.21 ^a
English vs. Scand. origin	1.83 ^c	-1.46	-0.11	7.71 ^a	1.71 ^c	-5.90 ^a
French vs. German origin	-1.85 ^c	-3.20 ^a	0.37	-0.32	-1.29	-2.14 ^b
French vs. Scand. origin	0.05	-3.20 ^a	-1.18	2.54 ^b	-0.60	0.59
German vs. Scand. origin	1.27	0.00	-1.26	1.58	0.63	1.37

a = Significant at 1% level ; b = Significant at 5% level ; c = Significant at 10% level.

Figura 30 - Punteggi per la protezione dei diritti dei creditori assegnati ai 49 paesi

Quasi la metà dei paesi non prevede, secondo la legge, l'automatic stay on asset. L'81% paga prima i creditori garantiti, più della metà garantisce la richiesta del consenso dei creditori alla ristrutturazione d'azienda e il 45% rimuove il management nelle procedure di riorganizzazione.

I paesi di **Common Law** anche in questo caso, offrono la protezione maggiore:

- il 72% dei paesi prevede la condizione del “no automatic stay on asset”.
- l'89% garantisce che i creditori privilegiati vengano pagati per primi.

- il 72% dei paesi prevede l'autorizzazione dei creditori alla ristrutturazione
- il 78% prevede la rimozione dei managers precedenti durante le operazioni di ristrutturazione.

Elemento di notevole curiosità è il caso degli Stati Uniti: secondo lo studio, è uno dei paesi common law che garantisce meno diritti ai creditori con un punteggio di 1, mentre la media del punteggio dei creditori per i paesi di common law è 3,11, di gran lunga il più alto.

I **paesi di civil law francesi**, come per i diritti per gli azionisti, offrono ai creditori le tutele più deboli:

- pochi garantiscono il “no automatic stay on asset”.
- relativamente pochi (65%) assicurano che i creditori privilegiati vengano pagati per primi.
- il 42% (unico dato medio più alto confrontato con i paesi tedeschi) prevede l'autorizzazione dei creditori alla ristrutturazione.
- solo il 26% dei paesi rimuove i dirigenti nei procedimenti di riorganizzazione.

Il punteggio medio aggregato dei diritti dei creditori nei paesi di civil law francese è 1,58, circa la metà di quello dei paesi common law.

I **paesi civil law di ceppo tedesco** offrono un alto livello di protezione ai creditori (per certi aspetti), anche se non al livello dei paesi common law:

- il 67% garantisce il “no automatic stay on asset”
- tutte garantiscono che i creditori privilegiati vengano pagati per primi
- pochi paesi, il 33%, richiedono l'autorizzazione ai creditori per la ristrutturazione
- la maggior parte, il 67%, consente ai manager di rimanere in riorganizzazione.

Questi paesi, sulla base del sistema di legge, favoriscono la liquidazione e garantiscono meno la riorganizzazione delle imprese inadempienti, permettendo ai manager di rimanere anche nella fase di riorganizzazione aziendale. La media complessiva del punteggio dei diritti dei creditori di 2,33.

Infine, i **paesi civil law di ceppo scandinavo** hanno un punteggio medio complessivo di 2,00, leggermente inferiore a quello tedesco ma superiore al ceppo francese.

Le restrizioni legate alla riserva legale non sono quasi mai utilizzate nei paesi di common law, dove altre tipologie di protezione sono presumibilmente sufficienti; sono invece più comuni in tutte le famiglie di civil law e sono utilizzati come sostituto della debolezza delle altre tutele degli investitori.

5.1.5 Law Enforcement e Accounting Standards

Se in prima analisi si è valutato un paese in base alla presenza o meno di alcune garanzie, previste nel sistema di legge, per azionisti e creditori, lo studio ora mira ad analizzare quanto ogni paese sia in grado di controllare l'osservanza di tale sistema. Un forte controllo dell'applicazione della legge potrebbe, infatti, sostituire regole deboli e viceversa.

Per valutare il Law Enforcement si utilizzano cinque misure che valutano rispettivamente:

- **L'efficienza del sistema giudiziario** (*Efficiency of judicial system*): valutazione dell'efficienza e dell'integrità dell'ambiente giuridico.
- **Le modalità di rispetto della legge** (*Rule of law*): valutazione del sistema in vigore in ogni paese al fine di controllare il rispetto della legge.
- **L'indice di corruzione** (*Corruption*): valuta la corruzione dei governi. Punteggi bassi indicano generalmente l'utilizzo di pagamenti illegali sotto forma di tangenti legati a benefici commerciali e fiscali come licenze di importazione o esportazione, facilitazioni fiscali, policy protection o prestiti agevolati.
- **Il rischio di espropriazione da parte dello Stato della proprietà privata** (*Risk of expropriation*).
- **La probabilità che il governo riesca a rigettare un contratto** (*Repudiation of contracts by government*): valutazione del rischio di una modifica di un contratto da parte del governo che si trasformi in un rinvio, o ridimensionamento causati da tagli di bilancio, cambiamento di governi o un cambiamento nelle priorità economiche e sociali del governo.

Tutti gli indici sono valutati su di una scala ordinale da 0 a 10 dove ad un valore basso corrisponde il worst-case, mentre ad un valore alto il best-case.

L'analisi valuta anche la **qualità degli standard contabili di un paese**, misurati sulla base della presenza o meno di 90 voci informative sulla società, legate a specifiche categorie come per esempio informazioni generali sull'azienda, informazione sui bilanci, sui rendiconti finanziari, sui dati di borsa etc...L'indice è calcolato in percentuale in base al numero di voci informative presenti.

Nella Figura 31 e 32 sono rappresentati i dati raccolti per i vari paesi e i rispettivi test.

Country	Panel A:		Enforcement variables			Accounting
	Efficiency of judicial system	Rule of law	Corruption	Risk of expropriation	Risk of contract repudiation	Rating on accounting standards
Australia	10.00	10.00	8.52	9.27	8.71	75
Canada	9.25	10.00	10.00	9.67	8.96	74
Hong Kong	10.00	8.22	8.52	8.29	8.82	69
India	8.00	4.17	4.58	7.75	6.11	57
Ireland	8.75	7.80	8.52	9.67	8.96	na
Israel	10.00	4.82	8.33	8.25	7.54	64
Kenya	5.75	5.42	4.82	5.98	5.66	na
Malaysia	9.00	6.78	7.38	7.95	7.43	76
New Zealand	10.00	10.00	10.00	9.69	9.29	70
Nigeria	7.25	2.73	3.03	5.33	4.36	59
Pakistan	5.00	3.03	2.98	5.62	4.87	na
Singapore	10.00	8.57	8.22	9.30	8.86	78
South Africa	6.00	4.42	8.92	6.88	7.27	70
Sri Lanka	7.00	1.90	5.00	6.05	5.25	na
Thailand	3.25	6.25	5.18	7.42	7.57	64
UK	10.00	8.57	9.10	9.71	9.63	78
US	10.00	10.00	8.63	9.98	9.00	71
Zimbabwe	7.50	3.68	5.42	5.61	5.04	na
English origin avg.	8.15	6.46	7.06	7.91	7.41	69.62
Argentina	6.00	5.35	6.02	5.91	4.91	45
Belgium	9.50	10.00	8.82	9.63	9.48	61
Brazil	5.75	6.32	6.32	7.62	6.30	54
Chile	7.25	7.02	5.30	7.50	6.80	52
Colombia	7.25	2.08	5.00	6.95	7.02	50
Ecuador	6.25	6.67	5.18	6.57	5.18	na
Egypt	6.50	4.17	3.87	6.30	6.05	24
France	8.00	8.98	9.05	9.65	9.19	69
Greece	7.00	6.18	7.27	7.12	6.62	55
Indonesia	2.50	3.98	2.15	7.16	6.09	na
Italy	6.75	8.33	6.13	9.35	9.17	62
Jordan	8.66	4.35	5.48	6.07	4.86	na
Mexico	6.00	5.35	4.77	7.29	6.55	60
Netherlands	10.00	10.00	10.00	9.98	9.35	64
Peru	6.75	2.50	4.70	5.54	4.68	38
Philippines	4.75	2.73	2.92	5.22	4.80	65
Portugal	5.50	8.68	7.38	8.90	8.57	36
Spain	6.25	7.80	7.38	9.52	8.40	64
Turkey	4.00	5.18	5.18	7.00	5.95	51
Uruguay	6.50	5.00	5.00	6.58	7.29	31
Venezuela	6.50	6.37	4.70	6.89	6.30	40
French origin avg.	6.56	6.05	5.84	7.46	6.84	51.17
Austria	9.50	10.00	8.57	9.69	9.60	54
Germany	9.00	9.23	8.93	9.90	9.77	62
Japan	10.00	8.98	8.52	9.67	9.69	65
South Korea	6.00	5.35	5.30	8.31	8.59	62
Switzerland	10.00	10.00	10.00	9.98	9.98	68
Taiwan	6.75	8.52	6.85	9.12	9.16	65
German origin avg.	8.54	8.68	8.03	9.45	9.47	62.67
Denmark	10.00	10.00	10.00	9.67	9.31	62
Finland	10.00	10.00	10.00	9.67	9.15	77
Norway	10.00	10.00	10.00	9.88	9.71	74

Figura 31 - Punteggi del Law enforcement e accounting standards assegnati ai 49 paesi

Sweden	10.00	10.00	10.00	9.40	9.58	83	24,740
Scandinavian origin avg.	10.00	10.00	10.00	9.66	9.44	74.00	24,185
Sample average	7.67	6.85	6.90	8.05	7.58	60.93	11,156
Panel B: Tests of means (t-statistics)							
Common vs. civil law	1.27	-0.77	0.39	-0.46	-0.51	3.12 ^a	-0.94
English vs. French origin	2.65 ^a	0.51	1.79 ^a	0.90	1.06	4.66 ^a	0.85
English vs. German origin	-0.41	-1.82 ^a	-0.93	-2.19 ^b	-2.79 ^a	2.22 ^b	-2.86 ^a
English vs. Scandinavian origin	-3.78 ^a	-15.57 ^a	-5.38 ^a	-2.06 ^b	-2.26 ^b	-1.05	-3.24 ^a
French vs. German origin	-2.53 ^a	-2.55 ^a	-2.49 ^a	-3.20 ^a	-3.90 ^a	-2.10 ^b	-3.79 ^a
French vs. Scandinavian origin	-9.34 ^a	-20.80 ^a	-9.77 ^a	-2.94 ^a	-3.17 ^a	-3.32 ^a	-4.28 ^a
German vs. Scandinavian origin	-2.06 ^a	-11.29 ^a	-2.88 ^a	-0.63	0.10	-2.66 ^b	-0.36

a=Significant at 1% level; b=Significant at 5% level; c=Significant at 10% level\

Figura 32 - Test sui punteggi del Law enforcement e accounting standards

Empiricamente si è valutato che il primo posto in quanto a qualità degli standard contabili e velocità nell'applicazione della legge, è assegnato ai paesi scandinavi con 10 punti, secondi i paesi tedeschi con 8,68 punti. Nella media, i paesi Common Law con 6,46 punti. All'ultimo posto sempre i paesi di origine francese con 6,05 punti.

La significatività statistica dei risultati varia da variabile in variabile. Se per esempio si prendono in analisi gli standard della contabilità, la Scandinavia rimane ancora in cima, anche se i paesi common law, con significatività statistica, passano davanti ai paesi di diritto civile tedesco. La famiglia legale francese, si conferma avere la qualità più debole circa gli standard contabili. Questo risultato non conferma l'ipotesi che la qualità del sistema legale sia compensata da un più alto law enforcement: un investitore in un paese di diritto civile francese gode di meno protezione dal punto di vista del sistema legale e peggiore è anche il sistema che deve controllare che tali leggi vengano applicate. Il contesto valuta vincitori i paesi di common law in entrambi i casi.

5.1.6 Firm ownership

Si è dimostrata l'esistenza di diversi livelli e metodi di protezione degli investitori da un punto di vista del sistema legale in vigore. Risulta necessario ora, tramite questi dati, comprendere come essi influenzino la struttura proprietaria delle società nei vari paesi. L'ipotesi principale in analisi, è che i paesi con le più povere garanzie di protezione, sia per azionisti che per creditori, possiedano un mercato finanziario più ristretto con società con strutture proprietarie maggiormente concentrate.

Le due principali ragioni per cui si ipotizza che la proprietà in tali paesi sia più concentrata sono:

1. Se il sistema legale non garantisce opportune protezioni, gli azionisti che controllano i manager potrebbero aver bisogno di possedere più capitale per esercitare i propri diritti di controllo e quindi evitare di essere espropriati dai gestori.
2. Se poco protetti, i piccoli investitori potrebbero essere disposti ad acquistare azioni societarie solo a bassi prezzi, fattore che rende poco attraente per le società emettere nuove azioni al pubblico.

Entrambi i fattori stimolano indirettamente la concentrazione della proprietà che diventa una sorta di “sostituto” della protezione legale.

L’analisi è quindi proseguita andando ad analizzare qual è la struttura proprietaria prevalente nei vari paesi; è stato possibile effettuare questa ricerca solo per 45 dei 49 paesi con i quali è partita la ricerca. Si è considerata la proprietà media e mediana dei primi tre maggiori azionisti tra le dieci maggiori società quotate in borsa per ogni paese, in Figura 33 e 34 i risultati.

Country	Panel A: Ownership (10 large firms)		Market capitalization of firms 10 largest private
	Ownership by the three largest shareholders 10 largest non-financial domestic private firms		
	means	medians	
Australia	0.28	0.28	5,943
Canada	0.40	0.24	3,015
Hong Kong	0.54	0.54	4,282
India	0.40	0.43	1,721
Ireland	0.39	0.36	944
Israel	0.51	0.55	428
Kenya	na	na	27
Malaysia	0.54	0.52	2,013
New Zealand	0.48	0.51	1,019
Nigeria	0.40	0.45	39
Pakistan	0.37	0.41	49
Singapore	0.49	0.53	1,637
South Africa	0.52	0.52	6,238
Sri Lanka	0.60	0.61	4
Thailand	0.47	0.48	996
UK	0.19	0.15	18,511
US	0.20	0.12	71,650
Zimbabwe	0.55	0.51	28
English origin avg.	0.43	0.42	6,586
Argentina	0.53	0.55	2,185
Belgium	0.54	0.62	3,467
Brazil	0.57	0.63	1,237
Chile	0.45	0.38	2,330
Colombia	0.63	0.68	457
Ecuador	na	na	na
Egypt	0.62	0.62	104
France	0.34	0.24	8,914
Greece	0.67	0.68	163
Indonesia	0.58	0.62	882
Italy	0.58	0.60	3,140
Jordan	na	na	63
Mexico	0.64	0.67	2,984
Netherlands	0.39	0.31	6,400
Peru	0.56	0.57	154
Philippines	0.57	0.51	156
Portugal	0.52	0.59	259
Spain	0.51	0.50	1,256
Turkey	0.59	0.58	477
Uruguay	na	na	na
Venezuela	0.51	0.49	423
French origin avg.	0.54	0.55	1,844
Austria	0.58	0.51	325
Germany	0.48	0.50	8,540
Japan	0.18	0.13	26,677
South Korea	0.23	0.20	1,034
Switzerland	0.41	0.48	9,578
Taiwan	0.18	0.14	2,186
German origin avg.	0.34	0.33	8,057
Denmark	0.45	0.40	1,273
Finland	0.37	0.34	1,980
Norway	0.36	0.31	1,106
Sweden	0.28	0.28	6,216
Scandinavian origin avg.	0.37	0.33	2,644
Sample average	0.46	0.45	4,521

Figura 33 – Firm Ownership

Panel B: Tests of Means (t-statistics)			
Common vs. civil law	-1.10	-0.91	1.00
English vs. French origin	-3.24 *	-2.68 *	1.22
English vs. German origin	1.38	1.31	-0.20
English vs. Scandinavian origin	1.05	1.22	0.46
French vs. German origin	3.87 *	3.29 *	-2.61 *
French vs. Scandinavian origin	3.93 *	3.32 *	-0.61
German vs. Scandinavian origin	-0.24	-0.06	1.05

Figura 34 – Test valutazione Firm ownership

Dai dati risulta evidente che le imprese ad azionariato diffuso, le public companies, sono molto più comuni nei paesi dove la protezione degli investitori è più elevata; mentre dove la protezione degli investitori è minore, sono più presenti imprese con un azionariato concentrato. Tuttavia, anche nei paesi con maggiori protezioni legali, anglosassoni la presenza delle public companies, nella realtà è bassa; la proprietà media dei primi tre azionisti si aggira infatti intorno al 43%. Esistono quindi azionisti con blocchi di controllo importanti sia nei paesi occidentali che anglosassoni. Questo è facilmente confermabile se si pensa che per gli Stati Uniti, tra le dieci società considerate, vi sono Microsoft, Walmart, Coca-Cola, e Intel che hanno una significativa concentrazione della proprietà. La concentrazione proprietaria è massima nei paesi civil law di ceppo francese (54%), mentre la più bassa è per il ceppo tedesco (34%). Nel mezzo con il 37% vi sono i paesi scandinavi. Sulla base di tutte le analisi effettuate si è potuto osservare che esiste effettivamente un collegamento tra protezione legale ed espansione del mercato finanziario, il quale influisce in maniera indiretta anche sulla struttura di compensazione dei manager. Lo studio ora costruisce un modello matematico di regressione lineare con l'obiettivo di esprimere quantitativamente la relazione (Figura 35).

<i>Dependent variable: mean ownership</i>		
<i>Independent variables</i>	Basic regression	Shareholder & creditor rights
Log of GNP per capita	0.0077 (0.0097)	0.0397 (0.0242)
Log of GNP	-0.0442 ^a (0.0119)	-0.0428 ^a (0.0118)
Gini coefficient	0.0024 ^c (0.0014)	0.0027 (0.0023)
Rule of law		-0.0143 (0.0113)
Accounting		-0.0029 ^c (0.0016)
French origin	0.1296 ^a (0.0261)	0.0733 (0.0802)
German origin	-0.0113 (0.0666)	-0.0025 (0.0728)
Scandinavian origin	-0.0496 (0.0371)	-0.0430 (0.0473)
Anti-director rights		-0.0315 ^b (0.0130)
One share - one vote		-0.0487 (0.0406)
Mandatory dividend		0.2197 ^c (0.1113)
Creditor rights		-0.0128 (0.0171)
Legal reserve required		-0.2237 ^b (0.0766)
Intercept	0.7785 ^a (0.1505)	0.8686 ^a (0.2952)
Number of observations	45	39
Adjusted R ²	0.5582	0.7348

a= Significant at 1% level; b= Significant at 5% level; c= Significant at 10% level.

Figura 35 - Regressione lineare per la previsione della Firm Ownership

La variabile dipendente è "Mean ownership" e rappresenta la percentuale media di azioni ordinarie possedute dai tre maggiori azionisti nelle dieci maggiori imprese nazionali di proprietà privata di un determinato paese. Un'impresa è considerata di proprietà privata se lo Stato non è presente come azionista. Sono state effettuate due regressioni: la prima per confermare che l'origine legale influenzasse la struttura proprietaria, utilizzando delle semplici variabili dummies e variabili sul PIL e PIL pro-capite. Nella seconda invece si sono inserite tutte le protezioni legali introdotte precedentemente sia per gli azionisti che per i creditori. Le variabili indipendenti sono:

- **PIL pro capite** in forma logaritmica.
- **PIL** in forma logaritmica.
- **Coefficiente di Gini**: utilizzato come indice di concentrazione per misurare la disuguaglianza nella distribuzione del reddito in un paese.
- **Rule of law**: l'indice che valuta quanto un paese sia in grado di far rispettare la legge.
- **Accounting**: l'indice che valuta i principi contabili del paese.
- **French legal origin**: variabile dummy l'origine francese del paese.
- **German legal origin**: variabile dummy rappresentante l'origine tedesca del paese.
- **Scandinavian legal origin**: variabile dummy rappresentante l'origine scandinava del paese.
- **Anti-director rights**: 'indice dei diritti degli azionisti contro gli amministratori, descritti nella sezione 4.5.
- **One share-one vote**: assume valore 1 se per legge ogni azione deve possedere un solo diritto di voto, 0 in caso contrario.
- **Madatory dividend**: obbligo di distribuzione del dividendo pari alla percentuale del reddito netto che il diritto societario o il codice commerciale del paese richiedono alle imprese di distribuire.
- **Creditori Rights**: l'indice dei "diritti dei creditori".
- **Legal Reserve Required**: richiesta della riserva legale, intesa come la percentuale minima del capitale sociale totale imposto dal diritto societario o dal codice commerciale del paese al fine di evitare lo scioglimento dell'impresa esistente.

La prima regressione ha un coefficiente della variabilità spiegata (R^2 adjusted) del 56% e conferma e dimostra tutte le ipotesi precedentemente fatte: le economie più grandi hanno una concentrazione di proprietà inferiore rispetto alle economie più piccole e i paesi civil law di ceppo francese hanno la maggiore concentrazione delle proprietà rispetto agli altri ceppi e sistemi legali. Tra parentesi lo standard error.

Nella seconda regressione, inserendo tutte le variabili, la variabilità spiegata sale al 73%. La variabile PIL continua a rimanere significativa, mentre poco significativo è il coefficiente di Gini: non è possibile quindi affermare statisticamente che esista una relazione tra la distribuzione della ricchezza all'interno di un paese con la concentrazione della proprietà delle sue imprese. Gli standard contabili risultano invece significativi: ad ogni punto assegnato agli standard contabili, la concentrazione della proprietà diminuisce dello 0,29%. Anche la variabile sui diritti contro gli amministratori ha significatività statistica, ad un aumento unitario del punteggio, corrisponde una riduzione della concentrazione della proprietà media del 3,15%. Risultano significative anche le variabili sulla Legal Reserve e sul Mandatory dividend. Al contrario la regola one-share-one vote e i diritti dei creditori non sono statisticamente significativi.

Pertanto, confrontando i dati finanziari ottenuti nei vari paesi, con la derivazione del sistema di legge applicato, si trova che i paesi che hanno la protezione degli investitori più bassa hanno i mercati dei capitali meno sviluppati e viceversa. Quindi vi è correlazione tra protezione degli investitori e sviluppo del mercato finanziario ed è una correlazione positiva dove il law enforcement è fondamentale nella correlazione positiva. La correlazione inoltre vale molto rispetto alla protezione degli azionisti, mentre è meno evidente per la protezione dei creditori.

Il lavoro ha quindi dimostrato che più l'origine dei sistemi legali dei paesi influenza la protezione degli investitori, più il grado di protezione degli investitori influenza lo sviluppo dei mercati finanziari.

5.2 Differenze dell'executive compensation nei paesi europei.

5.2.1 Storia dell'executive compensation in Europa

Il lavoro di La Porta et al. ha dimostrato che il sistema legale impatta in maniera statisticamente significativa sullo sviluppo del mercato finanziario di un determinato paese, elemento che influenza senza dubbio anche la struttura di compensazione manageriale; l'obiettivo successivo è quello di descrivere e valutare le differenti strutture

che l'executive compensation assume nei vari paesi del mondo. Quello si ipotizza, è che le compensazioni dei managers europei, a parte qualche eccezione, abbiano una struttura meno equity-based rispetto a quella statunitense.

Il lavoro redatto nel 2013: *"The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis"* dagli economisti **Coynon, Fernandes, Ferreira, Matos e Murphy**³⁵, risulta particolarmente esaustivo a tal scopo: gli autori, infatti, confrontano i paesi distinguendoli non tanto in base al sistema legale in uso, piuttosto il confronto è fatto tra gli Stati Uniti d'America e i vari paesi europei.

L'indignazione pubblica sull'eccessivo valore della compensazione manageriale rimane sempre la causa principale che porta alla definizione di queste analisi e survey sull'executive compensation. Nel lavoro si descrive infatti che la compensazione dei managers statunitensi, come già descritto nei capitoli precedenti, ha suscitato molta indignazione negli Stati Uniti già dagli anni '50, a causa del suo ingente valore economico, che faceva nascere varie accuse di tipo speculativo. Al contrario la situazione europea rimase stabile sino alla metà degli anni '90, quando diversi eventi, legati all'utilizzo speculativo di stock option, di bonus e buone uscite di managers europei accesero l'attenzione dei media e dei vari governi dei paesi del vecchio continente.

Nel 1990 in **Inghilterra** con una serie di atti di privatizzazione di alcune Public Companies del gas, dell'acqua e dell'elettricità, fecero scalpore i diritti di opzione concessi ai managers di queste compagnie, stimati oltre i 20 milioni di sterline, evitando anche di pagare le tasse su quei compensi in un periodo in cui il regime fiscale inglese lo permetteva, trasferendo semplicemente le azioni alle mogli dei managers. Questi eventi avvenivano in un periodo in cui i consumatori si trovavano a dover sostenere delle tariffe più alte per questi beni essenziali. Tutto ciò fece infuriare il partito laborista e portò alla redazione del Greenbury Report nel 1995, nel quale si richiedevano modifiche alle regole fiscali, alla struttura delle stock option del Regno Unito e la richiesta di divulgazione della compensazione manageriale.

In **Germania** nel 2003 fece enorme scalpore il coinvolgimento dell'allora amministratore delegato della Deutsche bank Josef Ackerman e capo del supervisory board di Mannesmann, nel caso del take over Vodafone-Mannesmann. Ackerman e gli amministratori di Mannesmann sono accusati, secondo quanto riportato dall'agenzia

³⁵ Conyon Martin, Fernandes Nuno, Ferreira Miguel, Matos Pedro, Murphy Kevin. [2013], *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*. Institute for Compensation Studies.

d'informazione svizzera **Swissinfo**³⁶, “...di malversazione grave nei confronti degli azionisti per avere autorizzato maxi-bonus per 56,8 milioni di euro al top management del gruppo tedesco al termine dell'offerta pubblica d'acquisto vittoriosa lanciata nel 2000 da Vodafone...”. Il caso venne chiuso nel 2006 con una condanna di Ackerman e dei managers di Mannesmann per diversi milioni di euro. Il processo influenzò il governo tedesco a richiedere alle società una Governance più trasparente, che rivelasse maggiori dettagli sulle compensazioni manageriali.

In **Francia** nel 1999 fece scalpore la “golden parachute” option per un valore di 30 milioni di euro di Philippe Jaffre a seguito dell'acquisizione di Elf, società di raffinazione petrolifera, da parte di Totalfina, opzione che secondo l'amministratore delegato di Vivendi dell'epoca, Jean-Marie Messier, come scrive nella sua autobiografia, non era per nulla delineata nel suo contratto.

In **Svezia**, la reputazione di Percy Barnevik, che guidò il gigante dell'ingegneria robotica ed elettrotecnica ABB dal 1988 al 2001, fu rovinata quando venne rivelata la notizia circa il valore della sua liquidazione, che ammontava a 60 milioni di euro. A seguito dell'apertura di un'indagine da parte dei giudici di Stoccolma, l'ex CEO decise di sua volontà di restituire il 60% della somma e di uscire dal consiglio di amministrazione di due società in cui era ancora presente: Investor ed AstraZeneca.

Questi presentati sono solo alcuni esempi di eventi che portarono alla luce il fatto che il problema dell'executive compensation dei managers non era più un problema legato agli Stati Uniti ma era diventata anche una questione europea.

I governi dei vari paesi europei iniziarono, pertanto, in maniera più o meno intensa, a richiedere maggiore trasparenza in tema di compensazione manageriale; la riforma più stringente (all'epoca per fino più stringente di quella statunitense) fu adottata nel Regno Unito, tramite il Greenbury Report. Tale riforma richiedeva alle aziende di elencare i dettagli di tutte le opzioni detenute dai managers nei report (es. quantità, prezzi di esercizio, condizioni). Non tutti i paesi europei adottarono tuttavia riforme di questo genere: negli anni 2000 paesi come Spagna e Italia non richiedevano ancora alcun dettaglio circa le compensazioni manageriali mentre in Francia erano facoltative. Nel 2005 in Germania venne resa obbligatoria per le Public Companies la pubblicazione delle

³⁶ <https://www.swissinfo.ch/ita/il-banchiere-svizzero-di-fronte-al-caso-del-secolo/3725366>

compensazioni aggregate ma non i dettagli sulla struttura e sulla quantità per i singoli managers.

Una linea comune si iniziò a strutturare nel 2003, all'interno del report redatto dalla **Commissione europea**³⁷: *“Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward”* conosciuto anche con il nome *“The Action Plan”*, nel quale si introdussero una serie di principi guida tra i quali:

- Divulgazione delle politiche retributive nelle relazioni annuali;
- Informativa sui compensi dei singoli amministratori nei conti annuali;
- Approvazione preventiva da parte dell'assemblea degli azionisti di piani di azioni e di opzioni su azioni per gli amministratori;
- Corretto riconoscimento nei conti annuali dei costi di tali politiche all'interno dell'azienda;

Ai paesi membri fu richiesto di adottare tale piano entro giugno 2006. Secondo un report del 2009, rappresentato in Figura 36, tutti i paesi membri adottarono le linee guida con solo qualche piccola eccezione e considerando che per esempio nel Regno Unito esisteva già un regolamento ancora più stringente di quello europeo. Le ultime due colonne rappresentano il numero di imprese per ogni paese per le quali sia ha completa informazione circa l'executive compensation e la loro corrispettiva valutazione percentuale di market capitalization (dati del 2009 del Management Diagnostics Limited's BoardEx database).

³⁷ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=celex%3A52003DC0284>

Country	Disclosure of Compensation Policies	Disclosure of Compensation for Individual Executives	Detailed Individual Disclosure of Stock Options	Countries with 2008 CEO BoardEx Pay Data	
				Number of Firms	% of Mkt Cap
Austria	yes		²	4	22.4%
Belgium	yes	yes	yes	47	57.1%
Denmark	yes	yes	yes	8	37.2%
France	yes	yes	yes	218	77.8%
Germany	yes	yes ¹	yes ¹	125	78.5%
Greece		²		4	12.1%
Ireland	yes	yes	yes	56	98.8%
Italy	yes	yes	yes	83	85.1%
Luxembourg	yes	²	²	5	18.4%
Netherlands	yes	yes	yes	84	75.7%
Portugal	yes	yes		5	28.5%
Spain	yes	yes		31	66.3%
Sweden	yes	yes	yes	74	69.0%
United Kingdom	yes	yes	yes	1180	91.4%

Note: The table shows results for the 15 countries with EU membership as of the 2003 Action Plan, based on data from RiskMetrics (2009) and EU Commission (2007). Some countries have different rules for different individuals (e.g., executives vs. non-executive board members, or chief executives vs. other executives). The information in the table reflects required disclosures for the CEO.

¹Under German law, individual disclosure is not mandated if 75% of the shares vote against disclosure.

²Disclosures required on an aggregate basis (not for individual executives).

Figura 36 – Report di valutazione delle politiche applicate nei vari paesi

5.2.2 Europa vs Stati Uniti

Considerando la discrepanza di dati a disposizione tra le due parti, che vede prevalere gli Stati Uniti con una grande quantità di dati accumulati nel tempo, mentre per i paesi europei esistono molti meno dati e relativamente recenti per i motivi precedentemente elencati, il lavoro di Coynon et al. prosegue confrontando in maniera quantitativa le compensazioni manageriali del nuovo e vecchio continente. I dati contenenti le informazioni sui CEO europei derivano dai database di “BoardEx”; l’analisi si focalizza su 9 paesi europei per i quali le informazioni circa i dettagli dell’executive compensation sono maggiormente approfondite: Belgio, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Spagna, Svezia e Regno Unito. All’analisi si è aggiunta anche la Svizzera in quanto paese europeo nonostante non faccia parte dell’unione e che quindi non debba sottostare all’Action Plan. I dati sui managers statunitensi derivano invece dai database di “Standard and Poor’s ExecuComp”. L’analisi è limitata alle imprese con ricavi annui superiori ai 100 mila euro. In Figura 37 sono riassunte le informazioni sul dataset utilizzato, distinguendo le imprese in base ai quantitativi di vendita.

Group	Sample Firms	Total Pay		Average Composition of Total Pay				
		Average (€000s)	Median (€000s)	Base Salary	All Bonuses	Option Grant	Stock Pay	Other Pay
EUROPE	1,074	1,986	1,178	50%	20%	3%	16%	11%
<i>By Firm Sales (millions)</i>								
Less than €350	289	889	677	56%	15%	3%	15%	11%
€350 to €1,000	252	1,226	974	53%	21%	2%	15%	9%
€1,000 to €4,000	275	2,007	1,387	48%	23%	3%	16%	11%
Above €4,000	258	3,933	2,660	42%	22%	6%	19%	12%
UNITED STATES	1,504	4,098	2,615	28%	20%	20%	27%	6%
<i>By Firm Sales (millions)</i>								
Less than €350	245	1,448	1,010	40%	18%	17%	19%	6%
€350 to €1,000	407	2,213	1,668	33%	18%	17%	26%	5%
€1,000 to €4,000	476	4,020	3,106	25%	21%	21%	27%	5%
Above €4,000	376	7,964	6,225	17%	21%	24%	32%	6%

Note: European data from Boardex and US data from ExecuComp exclude firms with less than €100m in revenues. Total compensation defined as the sum of salaries, bonuses, benefits, and grant-date values for stock options, restricted stock, and performance shares. US dollar-denominated data are converted to Euros using the 2008 year-end exchange rate (€1 = \$1.3919). The average (and median) results for all firms in Europe and in the USA are reported in Table 3.2.

Figura 37 - Statistiche descrittive del dataset

La tabella riporta il valore medio, mediano e la composizione della retribuzione totale dei CEO nel 2008, per ogni singolo paese e per tutta l'Europa aggregata. Inoltre, prevedendo che i CEO del Regno Unito (che condividono più somiglianze con i CEO degli Stati Uniti rispetto alle loro controparti nel resto del Europa anche a causa del sistema legale in vigore, come visto precedentemente), si sono definiti i risultati anche per l'Europa senza considerare il Regno Unito. Il campione completo include 1.074 imprese europee e 1.504 imprese statunitensi. La retribuzione totale è definita come la somma di stipendio, bonus, benefits vari e il valore delle stock option e delle altre azioni assegnate ai dirigenti durante l'anno fiscale 2008.

È possibile constatare che la retribuzione media e mediana del campione di managers USA (rispettivamente 4,1 milioni di euro e 2,6 milioni di euro) è più del doppio della retribuzione media e mediana dei CEO europei (rispettivamente 2,0 milioni di euro e 1,2 milioni di euro).

Nelle colonne successive della tabella si descrive la composizione media della retribuzione dei CEO negli undici paesi. In media, i CEO in Europa ricevono il 50% della loro retribuzione totale nella forma di stipendi base, il 20% in bonus, il 3% in stock option e il 16% in azioni. Al contrario, le quattro componenti principali della retribuzione (salario, bonus, stock option e azioni) sono divise abbastanza equamente per i CEO degli Stati Uniti.

Questa prima analisi non prende in considerazione la dimensione delle imprese considerate (si considerano genericamente le imprese con reddito superiore ai 100 milioni

di euro), non si entra nel dettaglio dell'eventuale valutazione della sensitività tra retribuzione manageriale e dimensione dell'impresa, al fine di valutare non solo il differente valore della retribuzione, ma anche se la struttura della compensazione vari. Come già dimostrato in diversi papers accademici, i livelli della retribuzione totale aumentano con la dimensione dell'impresa e la struttura di compensazione si modifica: più grande è l'impresa e più il salario si lega all'equity.

La paga media dei managers di una società europea con un fatturato superiore ai 4 miliardi di euro è di circa 4 milioni di euro, molto più grande rispetto alla retribuzione media di una società europea con ricavi inferiori a 350 milioni di euro, valutabile in circa 890 mila euro.

I CEO americani, invece, guadagnano più dei loro omologhi europei, a prescindere dalla dimensione aziendale. Nel dettaglio la differenza più evidente si ha nelle grandi imprese, dove il CEO statunitense guadagna in media il doppio di quello europeo.

La maggiore differenza per quanto riguarda la composizione media della retribuzione dei managers i nei due continenti si ha sempre nelle grandi imprese: per i managers europei, gli stipendi rappresentano mediamente il 42% della retribuzione, mentre per i corrispettivi statunitensi vale solo il 17%. Allo stesso modo, la retribuzione basata su azioni rappresenta il 56% della retribuzione degli amministratori delegati nelle grandi aziende statunitensi, ma rappresenta solo il 25% della retribuzione nelle maggiori aziende europee.

5.2.3 Sensitività Pay-Performance delle remunerazioni dei managers dei paesi europei

Obiettivo del paragrafo è valutare se la remunerazione, per quanto grande o piccola sia e prescindere dal paese di origine, sia strutturata correttamente e che quindi rappresenti un incentivo coerente rispetto alla performance del manager.

Seguendo l'approccio utilizzato Jensen e Murphy (1990), l'elasticità pay-performance, β , può essere valutata in maniera differente:

1. Confrontando la variazione percentuale del compenso dei managers con la variazione percentuale dei rendimenti degli azionisti (inclusi i dividendi):

$$\Delta \ln(\text{CEO Cash Compensation}) = \alpha + \beta_1 \Delta \ln(\text{Shareholder value})$$

2. Confrontando la variazione percentuale del compenso dei managers con la variazione percentuale delle vendite aziendali:

$$\Delta \ln(\text{CEO Cash Compensation}) = \alpha + \beta_2 \Delta \ln(\text{Firm Revenues})$$

3. Confrontando la variazione percentuale del compenso dei managers con la variazione del ROA (Return on Asset):

$$\Delta \ln(\text{CEO Cash Compensation}) = \alpha + \beta_3 \Delta (\text{ROA})$$

Dove il ROA è calcolato come:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Utile netto}}{\text{Totale Attivo}}$$

Il “*CEO Cash Compensation*” comprende tutte le componenti della remunerazione manageriale (salario e i vari bonus variabili).

La Figura 38 mostra i risultati delle regressioni lineari, costruite al fine di valutare il valore dell’elasticità pay-performance, stimata su di una serie temporale di dati che va dal 2003 al 2008. Tutti i dati sono in euro (utilizzando il cambio euro/dollaro del periodo) e corretti in base all’inflazione; le prime due colonne rappresentano il paese e il numero di variazioni salariali utilizzati nelle regressioni, per ogni CEO, negli anni. I risultati dell’elasticità sono basati sia su regressioni separate per ciascuna performance, sia su di un’unica regressione che include tutte e tre le misure di performance.

Country	CEO- Years	Pay-Performance Elasticities based on separate regressions for each performance measure			Pay-Performance Elasticities based on a single regression including all three performance measures		
		Stock Return	Sales Growth	Change in ROA	Stock Return	Sales Growth	Change in ROA
Belgium	94	.062	-.081	1.597	.002	-.181	1.805
France	838	.045	-.055	.867**	.046	-.087	.868***
Germany	301	.273***	.544***	1.450**	.220**	.399*	1.002*
Ireland	161	.027	.063	.809***	-.006	.043	.805**
Italy	252	.150	-.310*	-.269	.141	-.302	-.241
Netherlands	345	.039	.024	.491**	.029	.021	.465
Spain	102	-.160	-.047	-1.118	-.143	-.024	-.740
Sweden	329	.112	.121	.624	.074	.076	.464
Switzerland	87	.195	.176	2.685	.109	.106	2.425
United Kingdom	2506	.074***	.115***	.640***	.057***	.116***	.604***
All Europe	5015	.066***	.082***	.692***	.050***	.071**	.646***
Europe excluding UK and Germany	2208	.0414	-.046	.701***	.036	-.069	.691***
United States	8130	.002	.430***	.450***	.001	.404***	.394***

*, **, *** indicates that the pay-performance elasticity is significantly different from zero at the 10%, 5% and 1% levels, respectively.

Figura 38 - Stima dell'elasticità pay-performance valutata con le tre variabili di performance

Se si considerano le regressioni divise, l'elasticità tra la performance manageriale rispetto al rendimento degli azionisti, nelle imprese europee, è significativamente positiva solo per Germania, Regno Unito ed Europa (considerando i dati aggregati): un aumento del rendimento per gli azionisti del 10%, corrisponde ad un aumento della compensazione del manager del 2,7% in Germania e dello 0,7% nel Regno Unito. Se si escludono i due paesi dal dato aggregato rappresentante tutta l'Europa, l'elasticità diventa poco significativa. La stessa situazione si ha utilizzando come misura di performance le vendite: l'elasticità di Germania e Regno Unito sono statisticamente significative, anche in maniera più leggera quella dell'Italia ma (con un livello di fiducia dell'1%).

Se invece si osserva la regressione con il ROA come misura della performance, i compensi manageriali, risultano positivamente correlati in Francia, Germania, Irlanda, Paesi Bassi, Regno Unito ed Europa (in maniera aggregata).

Per quanto riguarda gli USA sono già state fatte diverse considerazioni nei capitoli precedenti, illustrando la precedente letteratura collegata (es. Jensen 1990). Nel presente lavoro, tali considerazioni vengono confermate: le remunerazioni manageriali non sono correlate al rendimento per gli azionisti, probabilmente per la grande componente equity-based delle remunerazioni statunitensi, ma sono fortemente correlate sia alle vendite che al ROA, sia nelle regressioni separate che combinate. L'elasticità stimata con le vendite suggerisce che un aumento del 10% dei ricavi corrisponde a un aumento del 4,3% della

remunerazione, mentre un aumento del ROA è associato ad un aumento di stipendio del 4,5%. Il dato, poco significativo, sull'elasticità rispetto al rendimento degli azionisti risulta ancora più di quanto riportato nella letteratura precedente (es. Murphy, 1999). Se si considera la regressione complessiva, con tutte e tre le misure di prestazione, i risultati sono abbastanza simili.

In contrasto con quanto detto circa le remunerazioni USA, i CEO europei:

- ricevono la maggior parte del loro compenso sotto forma di salario;
- ricevono tre quarti della loro retribuzione in stipendi e bonus, ma i bonus non sembrano variare con il rendimento degli azionisti, le prestazioni contabili o la crescita delle vendite;
- ricevono meno del 12% della propria retribuzione sotto forma di azioni o opzioni;
- possiedono una percentuale di azioni relativamente bassa rispetto al compenso salariale e al valore dell'impresa.

Uniche eccezioni europee, con forte sensibilità della retribuzione rispetto al rendimento azionario, sono il Regno Unito, tuttavia non ancora paragonabile rispetto agli Stati Uniti, e la Germania. Per il resto d'Europa, statisticamente, non si può affermare che i managers abbiano in media incentivi allineati con l'interesse dell'azienda e degli azionisti.

5.2.3 Incentivi equity-based dei paesi europei

Dalla presentazione dei dati, si è appurato che la remunerazione dei manager statunitensi è molto più grande di quella dei corrispettivi europei e che la componente equity-based è preponderante nelle compensazioni dei managers USA. La differente struttura è stata parzialmente spiegata, considerando storicamente le origini dei sistemi legali dei vari paesi e la loro influenza sullo sviluppo dei mercati finanziari; tuttavia, essa non può rappresentare la principale causa che di tale differenza. Il lavoro di Conyon et al. si occupa anche di ricercare i motivi che possano giustificare tale differenza.

Nelle Figure 39 e 40 è mostrato come è cambiata nel tempo la percentuale degli incentivi equity-based sulla retribuzione, negli Stati Uniti e nei nove paesi europei analizzati; i dati derivano dai sondaggi della Worldwide Total Remuneration (WWTR). I dati del 2003 sono ripetuti e derivano da due sondaggi differenti; risultano tuttavia consistenti.

	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 39 – Cambiamenti degli incentivi equity-based nei vari paesi nel tempo (1984-2003)

	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 40 - Cambiamenti degli incentivi equity-base nei vari paesi nel tempo (2003-2008)

Come mostrato nelle figure, l'uso della compensazione basata su azioni in Europa è diventata significativa intorno agli anni 2000, con la sola eccezione di Regno Unito, molto più simile ai corrispettivi statunitensi, e della Francia. Tra il 2003 e il 2008, la percentuale è leggermente scesa nei paesi europei, mentre è rimasta relativamente costante nel Regno Unito, a poco meno di un terzo della remunerazione totale. Al contrario, la percentuale della retribuzione basata sull'equity negli Stati Uniti è aumentata dal 40,7% nel 2003 a quasi la metà della retribuzione totale nel 2008.

Uno dei motivi che potrebbe giustificare la differente struttura della compensazione risiede nella tradizionale teoria dell'agenzia: i CEO americani potrebbero essere meno

avversi al rischio o avere costi marginali dello sforzo più elevati rispetto alle loro controparti europee e questo li spingerebbe ad avere una remunerazione maggiormente legata all'equity. Attualmente non esiste tuttavia alcuna teoria o lavoro empirico che avvali in maniera statisticamente significativa tale differenze nell'avversione al rischio.

Quello che l'analisi di Coynon et al. ha dimostrato è solamente che negli Stati Uniti le stock option sono diventate la forma primaria di compensazione a lungo termine negli anni '50 a causa di politiche fiscali progettate proprio per promuovere tali opzioni, e sono diminuite alla fine degli anni '60 quando il governo ridusse tali benefici. L'uso delle opzioni è rimasto relativamente modesto durante gli anni '70, periodo della stagnazione e ha iniziato a crescere a metà degli anni '80 ed ha proseguito per tutti gli anni '90 nei quali le opzioni erano offerte non solo ai top manager ma anche ai livelli inferiori del management. Il favorevole regime fiscale è quindi la chiave che potrebbe dimostrare la differente struttura.

Nel valutare i motivi che hanno portato all'utilizzo dei bonus equity based in Europa non si può non ipotizzare uno sviluppo simile a quello avvenuto negli Stati Uniti già negli anni '50. Allo stesso tempo, la concorrenza delle società americane, può avere spinto le aziende europee al graduale utilizzo di questa tipologia di incentivi.

5.2.4 Regno Unito

Le concessioni di stock option nel Regno Unito crebbero drasticamente di popolarità dalla metà degli anni '80 sino ai primi anni '90 (Figura 41). Nel 1978 solo il 10% delle aziende britanniche offriva opzioni ai loro manager; nel 1983 invece, oltre il 30%. L'aumento delle concessioni di stock option nel Regno Unito può anche in questo caso essere ricondotto, in parte, a delle politiche fiscali.

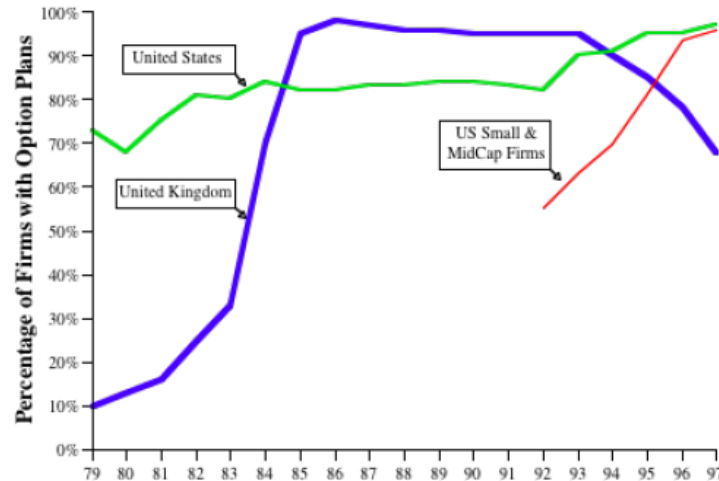


Figura 41 - Crescita nell'utilizzo delle stock option in Inghilterra nel tempo

In particolare, il Finance Act degli anni '80 concesse la possibilità ai dipendenti che investivano i propri risparmi in stock option aziendali di evitare il pagamento delle tasse su di esse, a condizione che detenessero l'opzione per un determinato periodo di tempo. Le opzioni avevano una durata di cinque o sette anni ed erano concesse ad un prezzo di esercizio fisso non inferiore al 90% del prezzo di mercato. A queste concessioni, nel 1983, il governo aggiunse un secondo tipo di agevolazione fiscale: la "Save As You Earn (SAYE)" e nell'aprile 1984, con una mossa che ricorda le politiche statunitensi del 1950, il governo del Regno Unito estese tali benefici fiscali anche al top management. Se nel 1979, solo tre aziende britanniche offrivano opzioni a tutti i dipendenti, nel 1982 più di 200 aziende offrivano tali piani e nel 1983 quasi 700 aziende. Nel 1984 con l'estensione delle agevolazioni fiscali ai top managers, praticamente tutte le imprese britanniche offrivano piani di stock option, superando persino il livello degli Stati Uniti, fino al 1993. Infatti, come già citato nella sezione 5.2.2, una serie di eventi legati all'utilizzo di stock option fece indignare l'opinione pubblica a tal punto che nel 1995 con il Greenbury report, si limitarono le agevolazioni fiscali precedentemente concesse, in particolare:

- Tutte le opzioni detenute dai top managers dovevano essere tassate secondo il regime di tassazione ordinaria;
- Le opzioni potevano essere "attivate" dai top managers solo se determinati criteri erano stati raggiunti (questo per evitare fenomeni speculativi di aumento del valore delle azioni).
- Come alternativa alle stock option si favorivano maggiormente premi in azioni, basati sulla performance manageriale.

Tutto questo ebbe come conseguenza, una diminuzione del numero di aziende che offrivano piani di stock option come strumento di remunerazione.

Executive compensation dei CEO inglesi oggi

In un recente report del 2020 del **CIPD**³⁸: “*FTSE 100 CEO pay in 2019 and during the pandemic*” si descrive l’attuale situazione nel Regno Unito, per 99 società quotate nel FTSE 100, in tema di executive compensation. Nonostante il survey si riferisca principalmente alla retribuzione dei CEO fino al 2019, quindi in epoca pre-pandemia, nel report si parla del COVID-19, e di come esso abbia avuto un enorme impatto su tutte le società e organizzazioni: gli eventi che si sono susseguiti in Europa a partire dall’inizio del 2020, hanno costretto le aziende a reagire e adattarsi alla nuova situazione. Questo ha portato maggiormente all’evidenza le enormi disuguaglianze delle retribuzioni degli amministratori delegati, specialmente in confronto a quello che viene pagato il resto del personale. L’*High Pay Centre* britannico ha stimato, fino a luglio 2020, che tra le società FTSE 100:

- Trentasei aziende hanno annunciato tagli agli stipendi dei dirigenti.
- Tali misure variano dal rinvio temporaneo alla definitiva riduzione degli stipendi, alla cancellazione dei bonus.
- Undici aziende hanno cancellato i bonus per i dirigenti, anche se in un caso solo sono stati eliminati solo i “cash bonuses”.
- La riduzione più comune è stata un taglio del 20% degli stipendi dei direttori esecutivi e no.

I premi concessi agli amministratori delegati sono stati particolarmente oggetto di discussione e di controversie, soprattutto per le aziende che hanno attinto ad aiuti governativi, come il *Coronavirus Job Retention Scheme (JRS)*. La Banca d’Inghilterra ha anche offerto un supporto più diretto alle imprese tramite il *Coronavirus Corporate Financing Facility (CCFF)*, che fornisce prestiti a breve termine in caso di interruzioni del flusso di cassa. L’*High Pay Center* ha rilevato che 19 società del FTSE 100 hanno approfittato del JRS e/o del CCFF, in un contesto in cui la remunerazione media dei CEO per queste società è di 3,23 milioni di sterline.

³⁸ https://www.cipd.co.uk/Images/ftse-100-executive-pay-report_tcm18-82375.pdf

Considerando invece la situazione pre-pandemica, in Figura 42, si riassumono i valori medi e mediani della retribuzione dei CEO britannici dal 2016 al 2019.

Measure	FYE 2016 (revised)	FYE 2017 (revised)	FYE 2018 (revised)	FYE 2019
FTSE 100 companies as at June each year				
CEO median pay package	£3,623k	£3,970k	£3,630k	£3,613k
CEO mean pay package	£4,655k	£5,669k	£4,787k	£4,706k
CIPD calculation of pay ratios for all companies (CIPD's method of calculation)				
Median ratio of CEO pay to employee pay package	84:1	77:1	73:1	73:1
Mean ratio of CEO pay to employee pay package	130:1	144:1	116:1	110:1
Comparison of CEO pay with UK salaries (using revised CEO pay figures)				
Ratio of median CEO pay to median UK full-time worker	128:1	138:1	123:1	119:1
Ratio of median CEO pay to median UK full- and part-time worker	157:1	169:1	151:1	145:1
Ratio of mean CEO pay to mean UK full-time worker	135:1	159:1	131:1	126:1
Ratio of mean CEO pay to mean UK full- and part-time worker	165:1	194:1	161:1	154:1

Figura 42 – Retribuzione media e mediana dei CEO britannici dal 2016 al 2019

Come si nota dai dati in tabella, sia i pacchetti retributivi mediani che quelli medi sono scesi leggermente rispetto al rapporto del 2018 (-0,5%). In base ai dati storici la remunerazione mediana è al suo livello più basso dal 2011 a 3,61 milioni di sterline. Il divario tra la compensazione dei dirigenti più pagati e il resto della forza lavoro del Regno Unito si è ridotto modestamente dal 2018. Il pacchetto retributivo mediano dei CEO del FTSE 100 è 119 volte lo stipendio mediano di un lavoratore full time del Regno Unito, pari a circa 30.353 sterline, e 145 volte lo stipendio mediano di tutti i lavoratori del Regno Unito (24.897 sterline). Quest'ultima tipologia di dato (CEO pay ratio) è stata resa obbligatoria dal 2018 dalle leggi di regolamentazione britanniche.

Dal report si è riscontrato che il numero di donne CEO nel FTSE 100 è leggermente aumentato rispetto all'anno 2018: nel 2019 le donne CEO costituivano il 7% dei CEO del FTSE 100. La paga media dei CEO femminili è di 4,02 milioni di sterline, inferiore alla paga media dei CEO maschili di 4,74 milioni di sterline.

In Figura 43, si illustra la struttura della compensazione dei CEO del Regno Unito, suddivisa genericamente nel salario, bonus o piani di incentivazione a breve termine (STIP), piani d'incentivazione a lungo termine (LTIP), piani pensionistici e benefit vari. Una prima considerazione è che la maggior parte del pacchetto retributivo medio del CEO proviene dalla retribuzione variabile: la retribuzione STIP e LTIP rappresenta il 76% della retribuzione totale dei CEO del FTSE 100. I LTIP rappresentano il 51% della retribuzione totale, di gran lunga l'elemento più grande.

Figure 4: Year-on-year comparison of components of FTSE 100 single-figure pay (%)

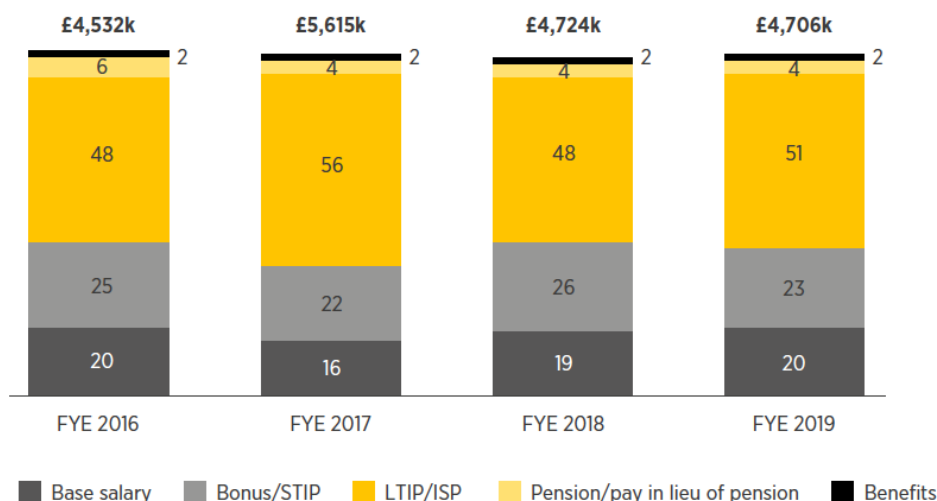


Figura 43 - Struttura della compensazione dei CEO del Regno Unito (2016-2019)

In un successivo report, sempre del 2020, di **Baker & McKenzie**³⁹: “*FTSE 100 Executive Remuneration Survey 2020*” si approfondisce maggiormente il tema dei LTIP dei CEO delle società FTSE 100. La Figura 44 mostra i principali strumenti di incentivazione a lungo termine utilizzati nelle società FTSE 100.

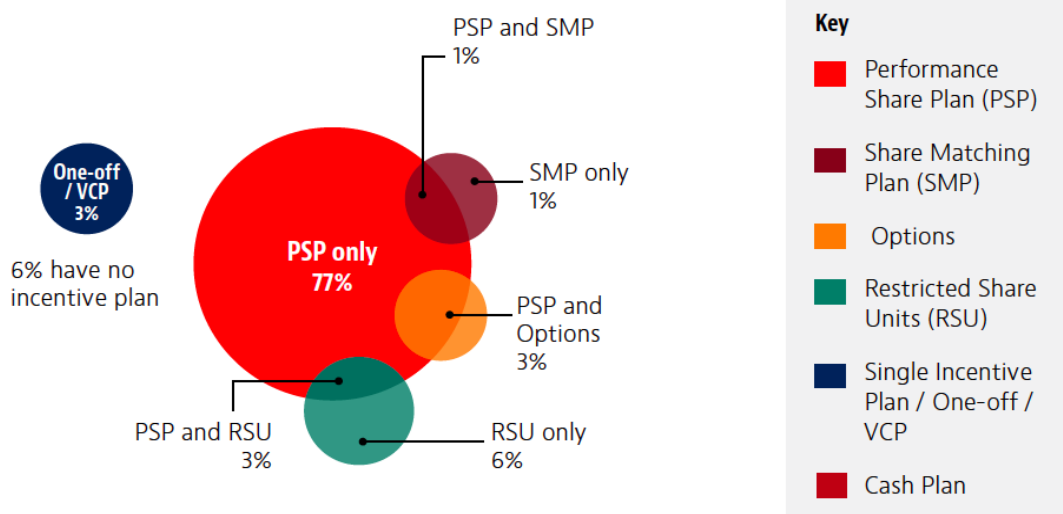


Figura 44 - Strumenti di incentivazione a lungo termine utilizzati nelle società FTSE 100

I PSP (performance share plans) rappresentano la forma predominante di incentivo a lungo termine. Essi sono piani che prevedono l'assegnazione gratuita, di un definito numero di azioni, subordinato al conseguimento di obiettivi di performance predeterminati. Tali premi maturano solo nei tre anni successivi a condizione che il manager continui a lavorare per la società e al raggiungimento delle condizioni di performance. I PSP sono utilizzati in circa l'85% delle società, sia isolatamente (77%) o in combinazione con altri piani, tra cui quelli di stock-option, utilizzati dal 3% delle società. Solo il 15% delle società opera una struttura alternativa ai PSP, mentre il 6% non utilizza piani di incentivo.

La Figura 45 mostra le principali misure di performance utilizzate nella valutazione dei PSP. È importante considerare, nella valutazione del grafico, che i piani possono essere valutati con più misure. Nel complesso, il TSR (Total Share Return) è usato nel 74% dei piani, mentre l'EPS (Earnings per share) è usato nel 53% dei piani.

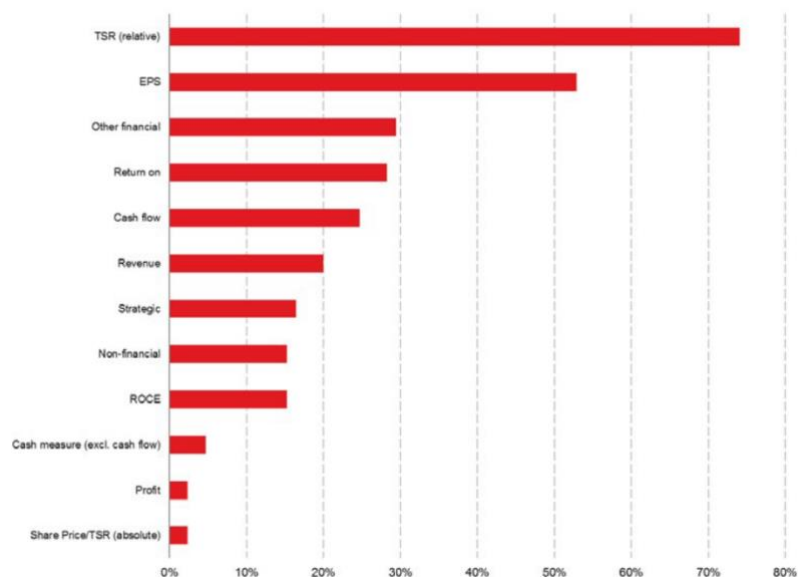


Figura 45 - Principali misure di performance utilizzate nella valutazione dei PSP

5.2.5 Francia

La Francia rappresenta un'eccezione rispetto agli altri paesi civil law; dai risultati di Conyon, infatti, la componente della retribuzione equity-based dei managers era già altamente significativa sin dagli anni '80, paragonabile a quelle dei paesi common law. Il concetto di stock option fu introdotto già nel 1967, nonostante la diffidenza dell'allora presidente Charles de Gaulle sull'utilizzo di questi strumenti ad "alto rischio speculativo" e "stranieri" rispetto alla "tradizione francese". Nonostante l'opinione poco favorevole del presidente, le stock option furono approvate nel 1970, anche se, a causa della stagnazione degli anni '70, nessun piano fu creato fino al 1984. In quell'anno, politicamente differente rispetto al periodo "De Gaulle", il governo approvò un regime di tassazione agevolata per le stock option come plusvalenze (con un'aliquota massima del 19,4%) anziché come reddito ordinario (con un tasso massimo del 60%), favorendo notevolmente la loro attrattività. Il risultato di questi nuovi incentivi portò ad una diffusione dei piani di stock option simile a quella britannica nello stesso periodo. Le prime problematiche nacquero agli inizi degli anni '90 quando le prime opzioni basate sul regime fiscale, approvato nel 1984, iniziarono ad essere attivate. Nel maggio 1995, la commissione del Senato francese propose nuove e radicali regole sulla divulgazione di informazioni dettagliate sulle opzioni, vietando l'accesso alle agevolazioni fiscali nel caso in cui tali informazioni non venissero divulgate.

Executive compensation dei CEO francesi oggi

In un articolo dell'**HKP group**⁴⁰, si analizzano i livelli di remunerazione degli amministratori delegati nelle società quotate nell'indice principale francese CAC40 nel 2018, messi in paragone con l'indice STOXX, principale indice azionario dei titoli dell'eurozona. Negli anni finanziari 2015-2017, i livelli medi di retribuzione dei CEO in Francia sono stati costantemente al di sotto della media europea. Mentre il compenso totale medio dei CEO nelle società CAC40 ha quasi raggiunto la soglia dei 4,6 milioni di euro nel 2017, i CEO STOXX hanno ricevuto in media circa 6,0 milioni di euro nello stesso anno, Figura 46.

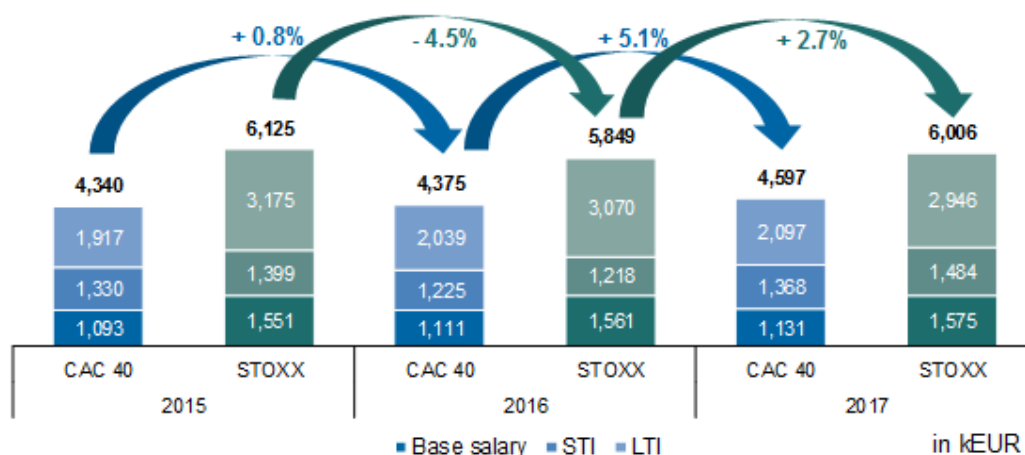


Figura 46 – Confronto dei livelli di remunerazione dei CEO delle società CAC40 e STOXX

La struttura retributiva dei CEO del CAC 40 e dello STOXX, in Figura 47, è molto simile, con elementi di retribuzione variabile (STI e LTI) che definiscono circa il 75% della retribuzione diretta totale sia nelle aziende europee che in quelle francesi. Ciò potrebbe essere dovuto ai requisiti normativi per la remunerazione del consiglio di amministrazione da parte del codice Afep-Medef in Francia, nonché a normative simili in altri paesi europei, ad esempio il codice di corporate governance tedesco o il codice di corporate governance britannico, che raccomandano una valutazione prevalentemente a lungo termine per gli elementi di remunerazione variabile per gli amministratori esecutivi.

⁴⁰ <https://www.hkp.com/article/398>

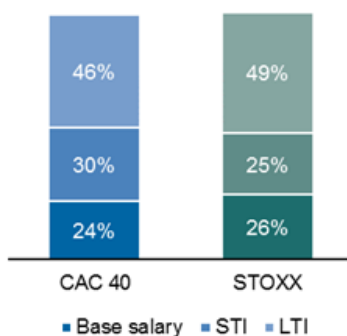


Figura 47 -Strutturazione della compensazione dei CEO CAC40 e STOXX

La quota di retribuzione variabile pluriennale (LTI) tra le società STOXX è un po' più alta di quella delle società francesi, che viene innescata prevalentemente dalle società britanniche, che hanno tradizionalmente una forte cultura azionaria nonché una regolamentazione fiscale favorevole alla retribuzione variabile pluriennale.

In un articolo⁴¹ del 2020, si riportano la remunerazione dei principali CEO delle società quotate CAC40, Figura 48.

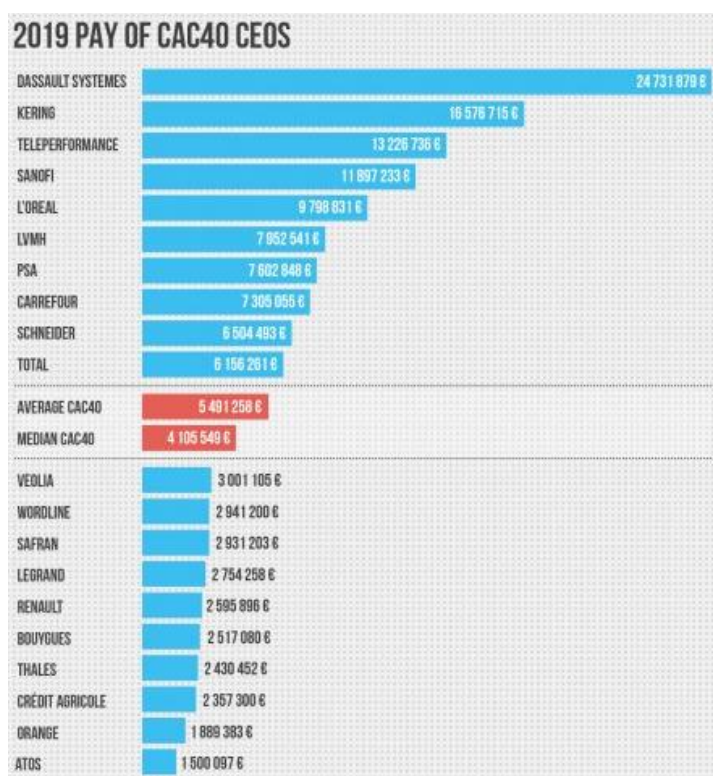


Figura 48 - Società francesi del CAC40 che più pagano i CEO

⁴¹ <https://multinationales.org/The-Exorbitant-Pay-of-CAC40-CEOs-And-What-s-Behind-It>

A seguito della pandemia COVID-19, il governo francese ha messo in atto un vasto programma di sostegno economico per prevenire licenziamenti di massa⁴². Parte del programma includeva il lavoro ad un orario ridotto sovvenzionato dal governo. Questo è stato massicciamente utilizzato dalle aziende che operano in Francia, con fino a 12,5 milioni di dipendenti nel settore privato che sono stati messi in lavoro a tempo ridotto. Durante il lavoro ad orario ridotto, i dipendenti hanno ricevuto solo l'84% del loro salario base abituale. Di conseguenza, il governo ha chiesto un po' di senso di solidarietà o di spirito civico da parte delle aziende, specialmente quelle più grandi.

La prima misura presa dalle aziende CAC 40 è stata quella di diminuire l'importo del dividendo pagato nel 2020 ai loro azionisti, mentre un terzo delle aziende ha annullato il pagamento del dividendo nel 2020. Dopo che il personale e gli azionisti hanno visto un calo delle loro entrate previste per il 2020, anche i CEO hanno dato il loro contributo. Circa la metà degli amministratori delegati del CAC40 hanno rinunciato a parte del loro stipendio (sia che si tratti del loro stipendio base o del loro bonus) per l'anno 2020. Gli importi in realtà differiscono molto tra le 40 aziende (Figura 49). Il CEO di Engie ha rinunciato al 15% del suo stipendio base per 2 mesi, che è meno di 50k euro, mentre il CEO di Kering ha rinunciato al 25% del suo stipendio base per 9 mesi e al 100% del suo bonus per l'anno 2019 da pagare nel 2020, che rappresenta 4 milioni di euro. Il CEO di LVMH ha rinunciato a circa 2,5 milioni di euro per il 2020, e il CEO di PSA a quasi 2 milioni di euro. Le somme di denaro messe a disposizione dai 7 CEO che hanno più rinunciato a parte del loro compenso, ammontano a 20 milioni di euro, mentre la somma degli altri 15 CEO ammonta solo a circa 2 milioni di euro.

⁴² <https://www.quantilia.com/cac-40-ceo-give-up-part-2020-salary/>

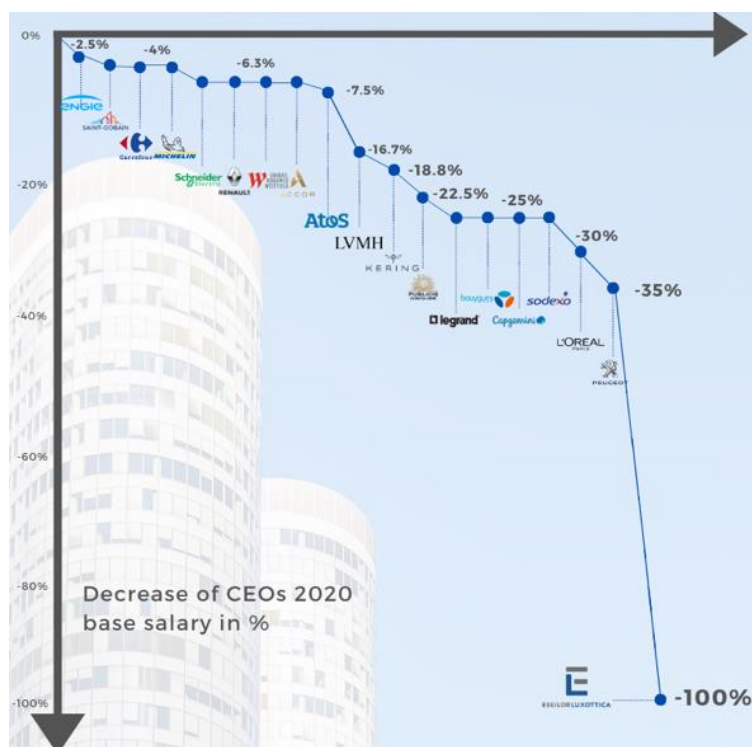


Figura 49 - Società, cui CEO hanno rinunciato a parte del compenso per via del COVID19

5.2.6 Germania

In Germania, sino al 1998, la legge tedesca vietò l'utilizzo delle stock option agli executives. L'unica eccezione era se tali opzioni provenissero da obbligazioni convertibili (Wandelschuldverschreibung). Pertanto, a metà degli anni '90, due delle più grandi società tedesche, Daimler-Benz e Deutsche Bank, annunciarono l'intenzione di offrire opzioni basate su obbligazioni convertibili ai propri dirigenti. Tali piani furono attaccati da media, tribunali, azionisti, politici....Nell'aprile 1998, con il "*Corporate Sector Supervision and Transparency Act*" (KonTraG) furono legalizzate le stock option distaccate dalle obbligazioni convertibili, tuttavia, a differenza delle opzioni in Francia e nel Regno Unito (o negli Stati Uniti negli anni '50 e '60), le opzioni in Germania erano tassate come reddito ordinario e non come plusvalenze, rendendole quindi meno attrattive delle corrispettive francesi ed inglesi. Tuttavia, diverse aziende iniziarono ad offrire piani di opzioni passando dal meno del 10% delle aziende del 1998, al 50% delle aziende prime del 2000. Le critiche nonostante il poco incentivo del governo tedesco non si fermarono. Uno dei principali critici dei piani di stock option fu il professor Ekkehard Wenger, che tentò di far ritardare il più possibile l'adozione di questi piani da parte di Volkswagen,

Daimler-Benz e Deutsche Bank. Secondo il suo pensiero gli schemi di opzioni statunitensi non potevano essere adottati nell'economia tedesca dell'epoca molto più povera rispetto a quella americana. Inoltre, giudicava gli incentivi USA basati sulle opzioni “*idiotic*” poiché, secondo il suo pensiero, premiavano la scarsa performance dei manager invece che disciplinarli.

Executive compensation dei CEO tedeschi oggi

In un recente articolo del 2020 **Beck, Friedl e Schäfer**⁴³: “*Executive compensation in Germany*”, gli studiosi si pongono come obiettivo quello di fornire un database contenente i dati sulle compensazioni dei dirigenti in Germania, dal 2006 ad oggi, che possa essere in futuro utilizzato per valutare in maniere approfondita “lo stato dell'arte” sulla retribuzione dei dirigenti tedeschi. Infine, i ricercatori cercano di valutare le determinanti dello sviluppo delle compensazioni in Germania. Tale raccolta è stata possibile solamente grazie ad alcune politiche di disclosure votate dal governo tedesco, tra cui l'ultima del 2005: *The Executive Compensation Disclosure Act (Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz, CDA)*. Oltre alle disposizioni obbligatorie del CDA, il Codice Corporate Governance tedesco (*Deutscher Corporate Governance Kodex*) definì anche i meccanismi di rendicontazione dei compensi dei dirigenti in Germania, tra i quali l'utilizzo dello standard contabile IFRS2.

Il database fornisce informazioni sulle compensazioni dei dirigenti di 80 delle più grandi aziende quotate in Germania, dei due maggiori indici azionari tedeschi DAX e MDAX. I dati sono strutturati al fine di rendere più facile ai ricercatori il confronto tra i livelli di compensazione e le strutture di compensazione tra i vari paesi, per questo motivo i dati sono adattati alla struttura utilizzata dall'ExecuComp, uno dei più importanti database che tiene traccia dei compensi dei dirigenti nelle aziende americane.

Al fine di comprendere al meglio il contesto all'interno del quale si definisce la struttura della compensazione manageriale, è bene ricordare che in Germania, a differenza degli altri paesi, la responsabilità di definire la compensazione è del consiglio di sorveglianza. I suoi membri dirigono la progettazione dei contratti di compensazione, spesso con il

⁴³ Beck, D., Friedl, G. e Schäfer, P. [2020], “*Executive compensation in Germany*”, *Journal of Business Economics*, Springer, vol. 90(5), pages 787-824.

supporto di consulenti di compensazione, e valutano anche la performance individuale dei dirigenti per determinare il pagamento dei bonus.

Come primo risultato, in Figura 50, sono rappresentati i valori delle retribuzioni nel tempo sia dei CEO che genericamente degli executives (dati in migliaia di euro).

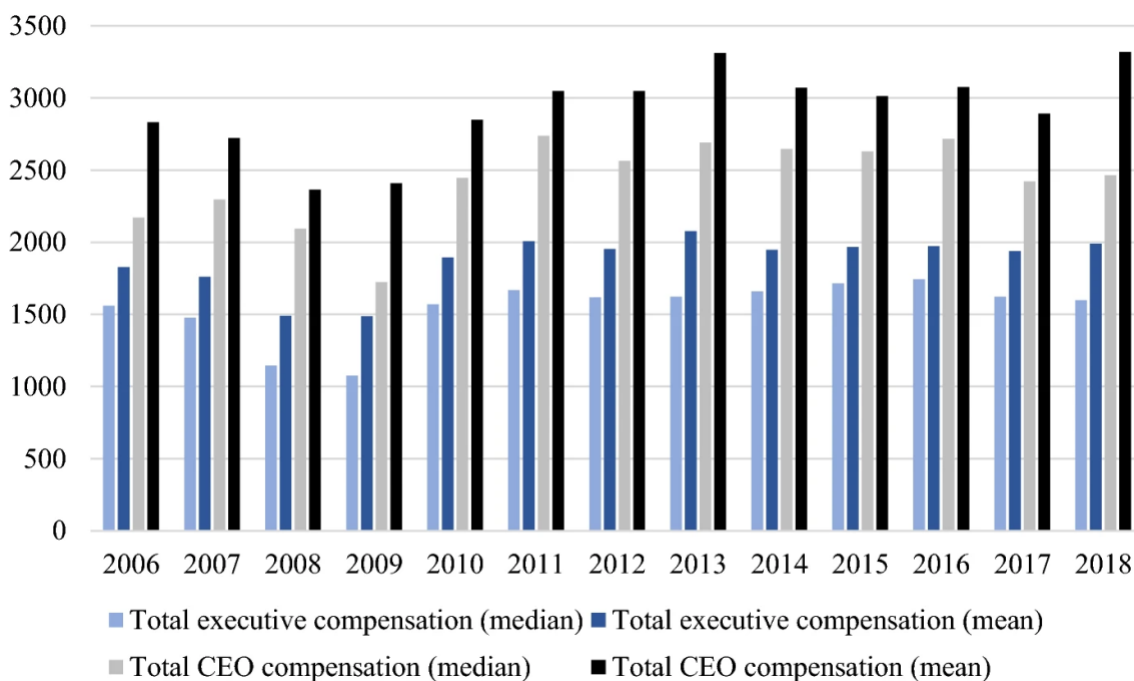


Figura 50 - Valori delle retribuzioni nel tempo sia dei CEO ed Executives (2006-2018)

Come mostrato in figura, la compensazione totale di un dirigente di una società quotata DAX o MDAX dal 2006 è aumentata in media del 9%, da 1,83 milioni di euro nel 2006 a 1,99 milioni di euro nel 2018. Questo corrisponde ad un tasso di crescita annuale dello 0,7%. Il compenso dei CEO invece, è aumentato ad un tasso leggermente superiore rispetto al compenso degli altri dirigenti: il compenso totale medio è aumentato del 17%, da 2,83 milioni nel 2006 a 3,32 milioni nel 2018. Se si confrontano tali trend di crescita con i dati dei CEO statunitensi, utilizzando i dati del database ExecuComp, si rileva che tra il 2006 e il 2018, il compenso medio dei CEO americani in tutte le aziende è aumentato da 5,81 dollari a 6,53 milioni di dollari, ciò costituisce un aumento in media del 12%.

La ricerca prosegue andando a valutare le determinanti delle compensazioni manageriali, costruendo un modello di regressione lineare simile a quello utilizzato da Edmans et al. (2017), per le aziende statunitensi. Nello specifico, sono state effettuate sei regressioni lineari nelle quali la variabile dipendente è definita come il logaritmo naturale della

retribuzione totale dei dirigenti; le variabili indipendenti sono aggiunte in maniera sequenziale. I risultati in Figura 51.

Table 1 The level and development of compensation

	Ln(Total compensation)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Time	0.013*** (0.004)	− 0.002 (0.004)	− 0.000 (0.004)	− 0.002 (0.004)	− 0.006 (0.005)	0.004 (0.006)
Time × 2006–2012 Dummy			0.014** (0.006)	0.009 (0.006)	0.004 (0.006)	
Ln(Market value)		0.271*** (0.032)	0.291*** (0.033)	0.317*** (0.032)	0.340*** (0.022)	0.326*** (0.047)
Return variance				0.355 (0.663)	2.276** (1.021)	2.012*** (0.729)
CEO dummy				0.499*** (0.022)	0.512*** (0.029)	0.491*** (0.028)
CFO dummy				0.031** (0.015)	0.034 (0.025)	0.021 (0.017)
Ln (Age)				0.094* (0.057)	0.298* (0.153)	0.100 (0.086)
Ln (Tenure)				0.054*** (0.014)	0.052** (0.020)	0.061*** (0.020)
Female dummy				− 0.072* (0.037)	0.005 (0.052)	− 0.069* (0.041)
Ln (TSR _t)						− 0.081 (0.061)
Ln (TSR _t − 1)						0.154*** (0.026)
Company FE	Yes	Yes	Yes	Yes	No	Yes
Observations	3828	3759	3759	3472	3472	2233
Adjusted R ²	0.625	0.657	0.658	0.796	0.578	0.815

This table shows results of regressions of the natural logarithm of the total value of compensation on a time variable starting 2006, the interaction between the time variable and a dummy variable equal to 1 in the years 2006 to 2012, and a set of company and person-level variables. The sample includes all executives in our person-year database that served more than 359 days in each of two consecutive years. Standard errors clustered at the company level are shown in parentheses
***, **, and * indicate statistical significance at the 1 percent, 5 percent, and 10 percent level

Figura 51 - Determinanti delle compensazioni manageriali tedesche

Nella regressione in colonna 1 troviamo il tempo come unico regressore; esso è statisticamente significativo, con una correlazione positiva, tuttavia economicamente piccola: ad un aumento unitario del time bucket, corrisponde un aumento della compensazione dell'1,3%. Tuttavia, se si aggiunge come regressore, quello che valuta le dimensioni dell'azienda (*Ln (Market Value)*), in colonna 2, non si trova una tendenza temporale significativa (colonna 2), mentre la dimensione dell'impresa lo è: ad un aumento unitario percentuale del Market Value, corrisponde un aumento della compensazione dello 0,271%. La colonna 3 fornisce qualche indicazione sul fatto che i tassi di crescita tra il 2006 e il 2012 erano più alti dei tassi di crescita tra il 2013 e il 2018. Inoltre, nelle colonne 4, 5, 6 si valuta che le dimensioni e il rischio dell'azienda, così come l'età e la permanenza di un dirigente sono associati positivamente ai livelli di retribuzione, inoltre, i CEO guadagnano livelli di retribuzione più alti rispetto agli altri dirigenti. Si valuta anche che, in media, le donne guadagnano meno dei loro colleghi maschi. Infine, si valuta che la compensazione totale è correlata positivamente al rendimento per gli azionisti rispetto all'anno precedente ma non a quello dell'anno in corso (colonna 6): in media un aumento unitario percentuale del ritorno degli azionisti nel periodo t-1, porta ad un aumento della compensazione del CEO dello 0,154 % nel periodo t. Molte delle evidenze empiriche rilevate, coincidono con quelle valutate in passato negli Stati Uniti da Murphy (1999), Gabaix e Landier (2008), Frydman e Saks (2010); Gabaix et al.

(2014). La Figura 52 mostra la struttura della compensazione media annuale dei CEO dal 2006 al 2018.

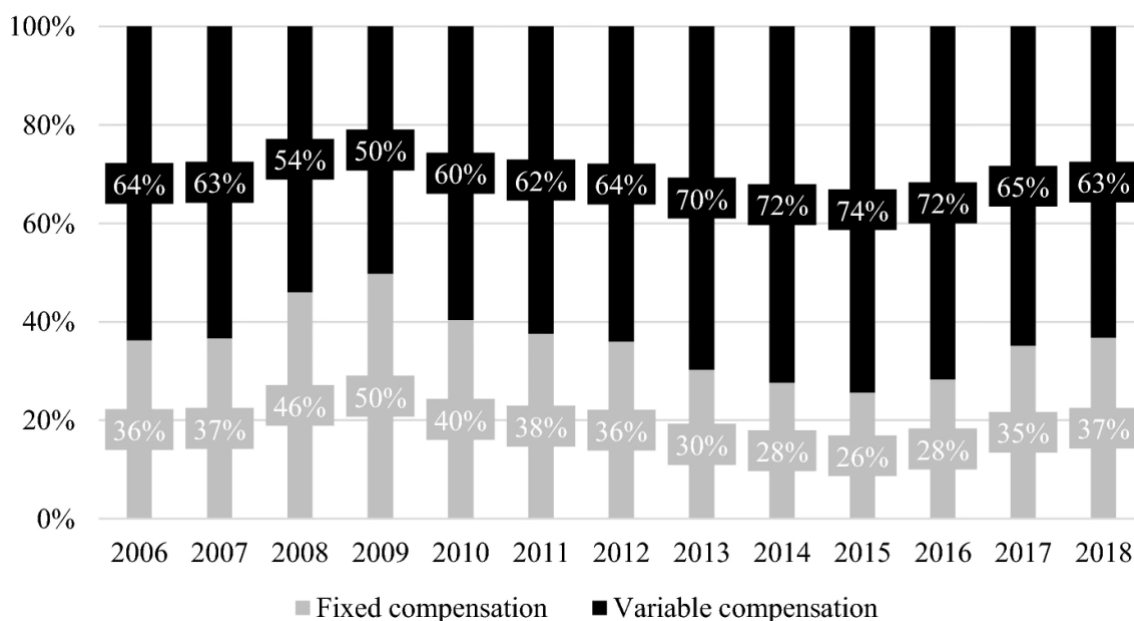


Figura 52 - Struttura della compensazione media annuale dei CEO tedeschi (2006-2018)

Come si nota dal grafico, il compenso variabile è diminuito dal 64% nel 2006 al 50% nel 2009, presumibilmente a causa delle conseguenze della crisi finanziaria: il calo della performance aziendale in questi anni ha portato infatti a bonus più bassi per i dirigenti. Negli anni successivi, la quota di retribuzione variabile è aumentata fino a un picco del 74% nel 2015 e poi è leggermente diminuita negli ultimi anni.

Nel tempo l'opinione pubblica tedesca ha nutrito il sospetto che la remunerazione dei dirigenti fosse troppo orientata al breve termine. Per affrontare questa critica, il legislatore tedesco ha esplicitamente incentivato schemi di bonus a lungo termine. Infatti, come mostrato nella Figura 53 , gli incentivi a lungo termine (multi-year bonus) rappresentano

una gran parte dell'aumento relativo della retribuzione variabile dal 2009 al 2013, mentre i bonus annuali sono rimasti piuttosto stabili, in un range tra il 23% e il 31%.

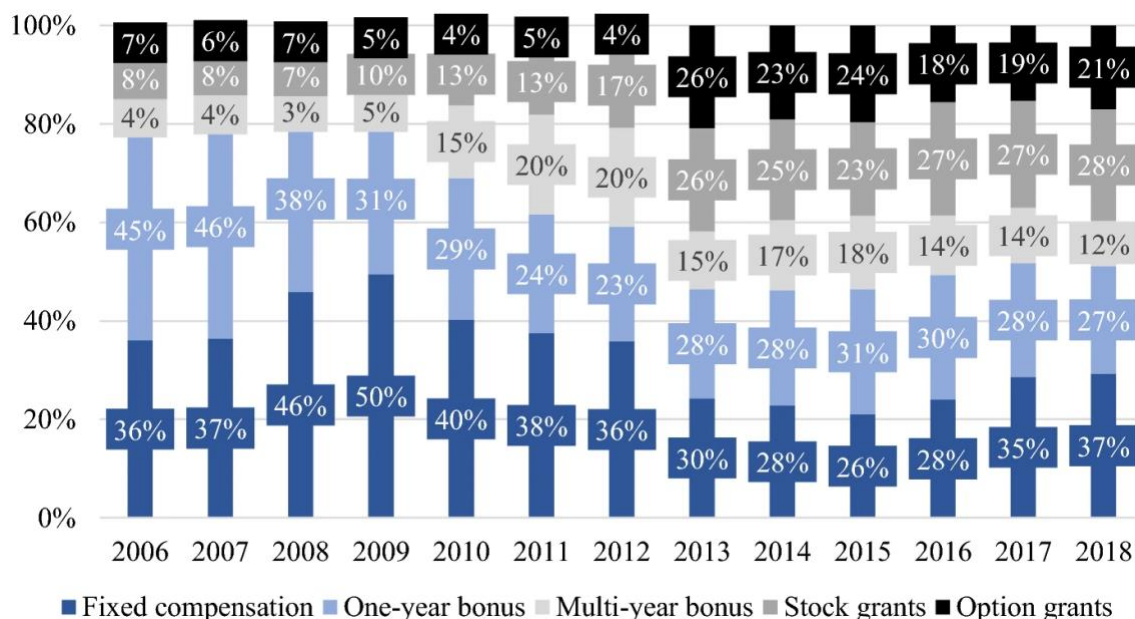


Figura 53 – Focus sulla componente variabile della compensazione

La quota complessiva di compensazione basata sulle azioni è aumentata dal 15% nel 2009 al 49% nel 2018. Da evidenziare è il particolare aumento di option grants che dal 2012 al 2013 sono passati dal 4% al 26% per poi raggiungere livelli più stabili nei successivi sei anni. Nonostante questo incremento, l'utilizzo di piani di stock option in Germania risulta ancora un fenomeno secondario, pertanto attualmente non ci sono numerosi papers specializzati nelle specifiche tipologie di piani adottati, tuttavia questo articolo, con il database ricavato, pone le basi per poter effettuare tale analisi. Tuttavia, da quanto riportato nel testo, attraverso un esempio, sembra essere elemento comune in Germania offrire piani di stock option indicizzati, con vesting period superiori ai tre anni. Pertanto, su queste basi si può ipotizzare che tali piani tentino di evitare l'ipotesi di rent-extraction da parte dei managers, inoltre l'utilizzo del consiglio di sorveglianza come organo che definisce tali piani, a differenza degli altri paesi, rappresenta sicuramente un incentivo ad allinearsi con la visione dell'optimal contracting.

L'evoluzione della struttura della compensazione manageriale è stata valutata attraverso modelli di regressione che assume come variabili dipendenti, i logaritmi naturali delle singole componenti di compensazione. Tali modelli sono stati valutati assumendo inizialmente il tempo come unico regressore, in seguito si aggiunge anche la dimensione aziendale (utilizzando sempre il $\text{Ln}(\text{Market Value})$); i risultati in Figura 54.

	Ln (Fixed comp.)		Ln (One-year bonus)		Ln (Multi-year bonus)		Ln (Total equity grants)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Time	0.017*** (0.004)	0.018*** (0.004)	- 0.058*** (0.011)	- 0.060*** (0.011)	0.013 (0.021)	0.029 (0.019)	0.035** (0.014)	0.038** (0.014)
Time × 2006–2012		0.002 (0.003)		- 0.023** (0.011)		0.067*** (0.013)		0.030** (0.012)
Ln (Market value)	0.032 (0.021)	0.036 (0.024)	0.477*** (0.079)	0.441*** (0.076)	0.157 (0.105)	0.330*** (0.110)	0.229** (0.094)	0.282*** (0.092)
Company FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	3759	3759	3276	3276	1633	1633	2708	2708
Adjusted R^2	0.613	0.613	0.565	0.567	0.650	0.664	0.670	0.673

This table shows results of regressions of the natural logarithm of executives' fixed compensation (columns 1 and 2), one-year bonuses (columns 3 and 4), multi-year bonuses (columns 5 and 6), and total equity grants (columns 7 and 8) on a time variable starting 2006, the interaction between the time variable and a dummy variable equal to 1 in the years 2006 to 2012, and company size. The sample includes all executives in our person-year database that served more than 359 days in each of two consecutive years. Standard errors clustered at the company level are shown in parentheses.

***, **, and * indicate statistical significance at the 1 percent, 5 percent, and 10 percent level

Figura 54 Evoluzione della struttura della compensazione manageriale -

I risultati mostrano che la crescita della retribuzione fissa è stabile, mentre le componenti variabili della retribuzione si sviluppano in modo dinamico. La compensazione fissa è aumentata significativamente nel tempo, a un tasso costante dal 2006 al 2018 (colonne 1 e 2). I bonus annuali sono diminuiti significativamente dal 2006 al 2018, specialmente nel periodo 2006-2012 (colonne 3 e 4). Sia i bonus pluriennali che i bonus equity-based sono cresciuti significativamente di più dal 2006 al 2012 che dal 2013 al 2018 (colonne 6-8). Questi risultati indicano che la struttura della retribuzione è cambiata significativamente dal 2006 al 2012 ed è rimasta piuttosto stabile in seguito.

Nel complesso, gli attuali schemi di compensazione in Germania differiscono fondamentalmente dagli schemi utilizzati prima della crisi finanziaria: i dirigenti nel 2018 hanno guadagnato una quota maggiore della loro retribuzione totale da componenti variabili rispetto al 2006. I sistemi di incentivi a lungo termine e le componenti azionarie sono diventati più importanti.

5.2.7 Spagna

In Spagna, i piani di stock option sono poco utilizzati rispetto alle principali potenze europee (la componente della compensazione equity based calcolata da Coynon è pari al 2,9% nel 2008), essi furono introdotti in Spagna intorno ai primi anni '90. La legge spagnola sull'imposta sul reddito delle persone fisiche (legge 18/1991) esentava inizialmente dall'imposta tutte le opzioni detenute dai dipendenti di una società. Tuttavia, tale esenzione fu successivamente ritirata; questo portò ad un drastico calo delle società che offrivano piani di stock option (nel 2002 erano circa 40).

In un articolo del 2016 di **J. Samuel Baixauli e Gregorio Sánchez-Marín**⁴⁴: “*Executive compensation and corporate governance in Spanish listed firms*”, gli autori analizzano l’executive compensation di alcuni CEO spagnoli e l’influenza che ha la concentrazione della proprietà sull’efficacia nella progettazione dei pacchetti di compensazione. Essi rilevano infatti che in Spagna, al contrario dei paesi dell’Europa continentale (anche se vi sono diverse analogie con l’Italia) le strutture di proprietà delle imprese sono più concentrate e la differenziazione tra manager e proprietari è meno netta. Gli amministratori nei consigli di amministrazione sono, in molti casi, dirigenti della società stessa o rappresentanti degli azionisti di maggioranza, e possono essere legati indirettamente ad altre imprese con cui fanno affari. In questa situazione, anche se gli azionisti di controllo hanno il potere di supervisionare i dirigenti e compensarli di conseguenza, possono anche avere un incentivo di complicità con quei dirigenti, riducendo l’efficacia del monitoraggio e aumentando la possibilità di espropriare le rendite delle aziende (rent extraction) attraverso la compensazione. Oltre alla proprietà altamente concentrata, le aziende spagnole quotate in borsa sono controllate da pochi azionisti dominanti con significative partecipazioni incrociate tra loro (Salas 2002; Gutierrez e Saez 2012). Questa situazione, insieme all’assenza di un mercato di “external corporate control”, alla mancanza di strutture di governo duali e di governance interna, come in Germania, e al basso livello di protezione legale disponibile per gli azionisti di minoranza, a differenza dell’Italia (post legge Draghi) o della Germania, possono facilitare significativamente gli azionisti di controllo ad ottenere benefici extra, a spese degli azionisti di minoranza.

Executive compensation dei CEO spagnoli oggi

Juan-Pedro Gómez, professore associato dell’università IE Business School di Madrid, in un recente articolo pubblicato nel **CNMV BULLETIN Quarter I 2019**⁴⁵ dal titolo: “*Remuneration and incentives for executive directors in the Ibex 35 companies between 2013 and 2017*” si pone come obiettivo quello di analizzare le diverse componenti della remunerazione dei direttori esecutivi e degli amministratori delegati (CEO) nelle società

⁴⁴ Baixauli, J. e Sánchez-Marín, Gregorio. [2014], “*Executive compensation and corporate governance in Spanish listed firms*”, Review of Managerial Science.

⁴⁵ https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_I_2019_WEBen.PDF

incluse nell'Ibex 35 tra il 2013 e il 2017, al fine di quantificare gli incentivi di tali amministratori e la misura con cui essi si allineano con gli obiettivi degli azionisti che rappresentano. Il campione originale consiste in 2377 osservazioni, ognuna delle quali

Panel A. Executive directors											
Item	Mean	Std. dev.	Min.	p1	p10	p25	Median	p75	p90	p99	Max.
Salary	715,867	559,630	0	0	0	345,000	589,000	1,000,000	1,568,000	2,231,000	2,368,000
Fixed remuneration	108,735	187,888	0	0	0	0	55,000	92,000	240,000	907,000	960,000
Membership of committees	29,076	84,809	0	0	0	0	0	0	170,000	550,000	550,000
Attendance fees	23,166	45,335	0	0	0	0	0	28,000	80,000	250,000	250,000
Savings schemes	498,739	1,837,932	0	0	0	0	0	392,000	1,040,000	9,856,000	19,252,000
Severance payments	89,299	830,588	0	0	0	0	0	0	0	2,405,000	11,003,000
Other items	102,512	371,893	0	0	0	0	9,000	54,000	184,000	1,468,000	3,769,000
Short-term variable	540,417	694,753	0	0	0	58,000	302,000	783,000	1,396,000	3,304,000	4,027,000
Long-term variable	98,521	283,022	0	0	0	0	0	0	478,000	1,360,000	2,101,000
Gross profit on shares	273,791	631,130	0	0	0	0	0	127,000	1,142,000	2,729,000	3,914,000
Gross gain on options	78,829	680,832	0	0	0	0	0	0	0	1,660,000	9,383,000
Effective remuneration for the year	2,558,953	2,873,883	0	5,000	460,000	882,000	1,590,000	3,337,000	5,605,000	15,258,000	20,545,000
Observations	211										

Figura 55 – Statistiche descrittive del dataset per direttori esecutivi

corrisponde alla retribuzione annuale di un amministratore. Da questo campione, i direttori esecutivi (non CEO - 211) e gli amministratori delegati (167) sono trattati separatamente, Figura 55.

Le osservazioni provengono da 42 aziende, appartenenti a 11 settori differenti. I dati sulla remunerazione degli amministratori sono stati ottenuti dai report che ogni società presenta ogni anno alla CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores). I dati sui prezzi delle azioni (dai quali sono stati calcolati i rendimenti annuali), sui dividendi per azione, sul numero di azioni della società, sono stati ottenuti da Bloomberg. In figura sono mostrate le statistiche sulla remunerazione effettiva degli amministratori esecutivi (non CEO).

Nel presente articolo si definisce:

- *Salario*: l'importo della remunerazione non variabile maturata dagli amministratori per il loro lavoro esecutivo.
- *Remunerazione fissa*: l'ammontare del compenso fisso, con una frequenza di pagamento prestabilita, che può o meno scadere nel tempo, e maturato dall'amministratore per la sua partecipazione al consiglio, indipendentemente dalla sua effettiva presenza alle riunioni del consiglio.

- *Remunerazione per l'appartenenza a comitati del consiglio di amministrazione:* compensi percepiti dagli amministratori per l'appartenenza a comitati del consiglio di amministrazione o a comitati consultivi, diversi dai gettoni di presenza e percepiti indipendentemente dall'effettiva partecipazione dell'amministratore alle riunioni di tali comitati.
- *Gettoni di presenza:* compensi per la partecipazione alle riunioni del consiglio di amministrazione e, se del caso, alle riunioni dei comitati del consiglio.
- *Piani di risparmio a lungo termine:* includono i piani di pensionamento e qualsiasi altro beneficio, finanziato parzialmente o interamente dalla società, e assegnato internamente o esternamente.
- *Trattamento di fine rapporto:* remunerazione maturata dall'amministratore per la cessazione del rapporto che lo lega alla società.
- *"Other items":* compensi maturati nell'anno non compresi nelle voci precedenti o successive.
- *Remunerazione variabile a breve termine:* importo variabile legato alla performance o al raggiungimento di una serie di obiettivi individuali o di gruppo (quantitativi o qualitativi) in un periodo pari o inferiore a un esercizio finanziario.
- *Remunerazione variabile a lungo termine:* importo variabile legato alla performance o al raggiungimento di una serie di obiettivi individuali o di gruppo (quantitativi o qualitativi) in un periodo superiore a un anno finanziario.
- *Gross profit:* parte della remunerazione derivante da due casi distinti:
 - In caso di stock option, rappresenta la differenza positiva tra il prezzo quotato delle azioni alla data di liquidazione dell'opzione e il prezzo di esercizio, moltiplicato per il numero di azioni oggetto dell'opzione di esercizio.
 - In caso dei diritti di rivalutazione delle azioni, è la differenza positiva tra il prezzo di listino delle azioni alla data di liquidazione dei diritti di rivalutazione delle azioni e il prezzo di esercizio, moltiplicato per il numero di azioni.

Si utilizza la formula di Black-Scholes-Merton per la valutazione delle opzioni. In totale sono state rilevate 26 osservazioni con emissioni di opzioni durante il periodo del campione, corrispondenti a 8 direttori esecutivi non CEO e 6 CEO. I dati statistici rilevano che queste opzioni sono state emesse "at the money". Il periodo medio di esercizio delle

opzioni emesse è stato di 3,3 anni, con un minimo di 1,7 e un massimo di 5,8. Non sono stati esplicitati informazioni sul vesting period. Quando vengono concesse, le opzioni sono valutate alla data di emissione. Successivamente, quando l'opzione è "in circolazione" (prima della data di scadenza), viene valutata all'inizio e alla fine dell'anno come parte del portafoglio di attività dell'amministratore fino al momento della sua scadenza, quando viene inclusa nella remunerazione dell'anno come Gross profit delle opzioni.

Per ogni osservazione l'autore analizza i dati definendo sia la remunerazione effettiva che quella stimata. Nell'articolo si definisce come:

- *Remunerazione effettiva dell'anno*: la retribuzione che comprende salario, remunerazione fissa, i gettoni di presenza, i compensi per la partecipazione a comitati, le indennità di licenziamento, contributi annuali per piani di risparmio a lungo termine, remunerazione variabile a breve e lungo termine e l'utile lordo di operazioni con azioni e opzioni nell'anno.
- *Remunerazione stimata per l'anno*: la retribuzione che comprende salario, remunerazione fissa, i gettoni di presenza, i compensi per la partecipazione a comitati, le indennità di licenziamento, contributi annuali per piani di risparmio a lungo termine, remunerazione variabile a breve e lungo termine e il valore stimato delle azioni e delle opzioni concesse nel corso dell'anno.

La distinzione tra remunerazione effettiva (*cash principle*) e retribuzione stimata (*accrual principle*) è importante al fine di analizzare correttamente gli incentivi del dirigente e risulta in analogia con il "modus operandi" effettuato su articoli precedenti in tema di executive compensation (Jensen e Murphy, 1990).

Osservando i dati in figura, un primo elemento osservabile è la grande variabilità nella remunerazione complessiva, con pochi valori molto alti che appaiono nell'ultima colonna come massimi. Senza considerare valore massimo e minimo, la remunerazione effettiva per l'anno varia tra 5.000 e 15,2 milioni di euro. Se si considera il valore mediano della retribuzione complessiva, nell'anno assume un valore di 1,6 milioni di euro, di cui il circa il 37% è costituito dal salario (589.000 euro). La remunerazione fissa e le altre voci registrano un contributo marginale, seppur positivo. L'aspetto più degno di nota è che le voci che sono in teoria più strettamente associate agli incentivi per la creazione di valore per gli azionisti (bonus variabile a lungo termine, azioni e opzioni) hanno un valore mediano nullo. Il bonus a lungo termine è positivo solo per il 10% del campione. Il

profitto lordo sulle opzioni è positivo solo per l'1% del campione di amministratori esecutivi.

In Figura 56 sono invece rappresentate le statistiche della retribuzione dei CEO.

Item	Panel B. CEOs										
	Mean	Std. dev.	Min.	p1	p10	p25	Median	p75	p90	p99	Max.
Salary	999,940	732,509	0	0	147,000	460,000	831,000	1,344,000	2,044,000	3,250,000	3,250,000
Fixed remuneration	90,946	157,911	0	0	0	0	55,000	100,000	177,000	881,000	1,043,000
Membership of committees	20,150	48,886	0	0	0	0	0	0	127,000	177,000	200,000
Attendance fees	19,425	42,605	0	0	0	0	0	28,000	49,000	275,000	275,000
Savings schemes	934,431	6,225,135	0	0	0	0	55,000	438,000	1,601,000	8,910,000	79,834,000
Severance payments	168,042	1,354,041	0	0	0	0	0	0	0	8,375,000	15,081,000
Other items	59,108	165,574	0	0	0	0	7,000	30,000	129,000	1,000,000	1,381,000
Short-term variable	972,096	1,008,747	0	0	0	217,000	629,000	1,352,000	2,678,000	3,627,000	4,225,000
Long-term variable	172,683	584,004	0	0	0	0	0	0	734,000	3,502,000	5,520,000
Gross profit on shares	564,772	1,458,903	0	0	0	0	0	231,000	2,022,000	4,548,000	14,105,000
Gross gain on options	113,371	683,291	0	0	0	0	0	0	0	4,565,000	6,619,000
Effective remuneration for the year	4,114,964	6,822,240	34,000	125,000	600,000	1,118,000	2,547,000	5,570,000	9,351,000	16,423,000	80,801,000
Observations	167										

Figura 56 - Statistiche descrittive del dataset per i CEO spagnoli

Nonostante i valori siano generalmente più alti, la distribuzione è molto simile a quella dei “non-CEO”. La remunerazione annuale effettiva degli amministratori delegati varia tra 125.000 euro e 16,4 milioni di euro (senza considerare valore massimo e minimo), con un valore mediano che ammonta a 2,5 milioni di euro, anche se questo non include alcuna componente legata ad azioni o opzioni. C'è un leggero “spostamento a sinistra” nella distribuzione di alcune voci legate agli incentivi, rispetto ai non-CEO. Ad esempio, il bonus variabile a breve termine è superiore allo stipendio per il 25% degli amministratori delegati. Tuttavia, gli incentivi a lungo termine, come il gross profit su azioni o il bonus variabile a lungo termine, mantengono una proporzione rispetto allo stipendio simile a quella mostrata per i non-CEO. I profitti derivanti dalle opzioni rimangono a zero per il 90% del campione. I contributi a piani di risparmio (quasi 80 milioni), le indennità di licenziamento (15 milioni) e i gross profit su azioni (14 milioni) sono le tre componenti più alte del campione.

Da questa analisi, si può concludere che sia la remunerazione dei direttori esecutivi che degli amministratori delegati delle società IBEX 35 sono principalmente costituite dal

salario e dai bonus variabili a breve termine. Per quanto riguarda la componente maggiormente incentivante: bonus a lungo termine non equity, azioni e opzioni, sono attribuiti rispettivamente solo al 10% e 1% degli amministratori delegati: sono pertanto rilevanti solo per una proporzione molto piccola dei CEO delle società IBEX 35.

La Figura 57, presenta i valori medi della retribuzione, per ogni componente, discriminati per anno, sia per i direttori esecutivi non CEO che per i CEO. Come si nota dalla tabella, non ci sono particolari cambiamenti negli anni: si denota un leggero trend crescente della componente salario che nel 2017 ha superato il 40%.

%

Panel A. Executive directors							
Year	Salary	Fixed rem.	Sav. schemes	Other	Bonus	Shares	Options
2013	39.3	9.2	9.5	12.2	24.7	3.9	1.3
2014	37.1	7.9	10.5	11.7	28.4	2.9	1.5
2015	39.4	7.4	13.2	8.0	28.3	3.7	0.0
2016	38.8	9.1	11.8	5.8	29.9	4.4	0.2
2017	40.4	6.2	12.0	4.0	30.8	6.2	0.5

Panel B. CEOs							
Year	Salary	Fixed rem.	Sav. schemes	Other	Bonus	Shares	Options
2013	36.8	10.2	10.8	15.1	21.9	3.0	2.1
2014	36.2	8.5	10.0	15.7	24.9	2.3	2.5
2015	38.3	10.5	15.3	9.5	22.5	4.0	0.0
2016	38.7	11.3	12.9	7.7	25.6	3.6	0.3
2017	42.2	8.3	9.9	4.0	29.4	5.5	0.7

Figura 57 - Valori medi della retribuzione per i direttori esecutivi non CEO e CEO (2013-2017)

La componente "Other" è scesa significativamente, con un valore nel 2017 che è diminuito di più del 30% rispetto al 2013. Il bonus negli ultimi quattro anni ha rappresentato circa il 30% della retribuzione in entrambe le tabelle. La percentuale di opzioni è scesa nell'ultimo tratto del campione, mentre quella delle azioni ha seguito il percorso opposto ed è aumentata. La remunerazione fissa e i contributi ai piani di risparmio non hanno seguito un particolare trend e hanno mostrato una certa volatilità all'interno del campione.

Come ultima analisi, al fine di effettuare un confronto con gli altri paesi europei, Gomez, riprende i dati sugli altri paesi dall'articolo di Edmans et al. del 2017, esprimendoli in termini medi percentuali. Dalle tabelle si può notare che i CEO dell'IBEX 35 ricevono

una percentuale fissa di remunerazione (salario e remunerazione fissa) inferiore alla media degli altri paesi europei (46% rispetto al 53%). La componente "Other" è tuttavia superiore rispetto alla media (16% rispetto al 10%), molto probabilmente a causa degli alti contributi sui piani di risparmio osservati nelle remunerazioni spagnole. Inoltre, i CEO dell'IBEX 35 ricevono una percentuale della loro remunerazione in bonus che è molto più alta della media europea (33% contro il 18%). Al contrario, la percentuale di azioni e opzioni è notevolmente più bassa (5% rispetto al 19%). Il paese che più si avvicina alla struttura delle remunerazioni delle società dell'IBEX 35 è la Germania, ad eccezione della componente "Other".

Country	Obs.	Structure of the estimated remuneration			
		Salary	Other	Bonus	Stock & options
Belgium	218	60	11	20	10
France	1,455	63	3	18	16
Germany	582	42	8	40	10
Ireland	406	47	11	15	27
Italy	488	57	20	14	9
Netherlands	583	49	13	19	19
Norway	227	77	7	10	7
Sweden	659	65	20	13	2
Switzerland	210	51	10	14	24
United Kingdom	3,957	48	9	17	26
European average	8,785	53	10	18	19
United States	13,361	30	6	22	42
Spain (Ibex 35)	167	46	16	33	5

Figura 58 – Confronto con gli altri paesi

5.2.3. Italia

In Figura 38, si è valutata la composizione della retribuzione dei CEO italiani e la scarsa e poco significativa relazione tra performance manageriale e shareholders return. Tali considerazioni sono da attribuire al lavoro di Conyon et al (2017) e attraverso anche i dati ricavati dal report del 2001 di **Brunello, Graziano, Parigi**⁴⁶: “Executive compensation and firm performance in Italy”, il primo è più importante lavoro in tema di executive compensation degli executives italiani.

In Italia, i piani di stock option esistevano già prima del 1990, ma erano poco diffusi e limitati solo ad alcune grandi multinazionali. Nel corso degli ultimi 30 anni, la diffusione di tali strumenti, come anche in altri paesi, è stata regolamentata attraverso l’aumento o la riduzione dei benefici fiscali ad essi collegati: a inizio secolo, gli incentivi erano più alti, poiché tale meccanismo rispondeva all’esigenza di trovare una forma di retribuzione variabile per quelle società italiane quotate, caratterizzate da un certo grado di separazione tra proprietà e controllo. In tale contesto si giustificavano pienamente le disposizioni fiscali di esenzione, le quali miravano ad incentivare la massimizzazione del valore azionario e a trattenere in servizio i manager più capaci. Col tempo tuttavia tali agevolazioni divennero sempre più ristrette, poiché diversi studi empirici, dimostrarono una deviazione nell'utilizzo di stock option dalla loro funzione originaria.

Prima del 1998, coloro che esercitavano le opzioni erano soggetti all'imposta sul reddito da lavoro dipendente (articolo 48 – D.P.R. 22 dicembre 1986, n 917 (TUIR)).

In seguito, con il D.Lgs. n. 314 del 1997 e il successivo il D.Lgs. n. 505 del 1999, al fine di incentivare la diffusione di questi strumenti, non solo al top management ma anche ai dipendenti, si modifica l'art. 48 del TUIR, introducendo un trattamento fiscale agevolato per i piani di stock option. Il valore delle azioni o dei diritti di opzione non costituiva più reddito da lavoro dipendente ma erano riconosciuti come plusvalenze (capital gain). Le due modifiche prevedevano un regime di non imponibilità al verificarsi delle seguenti condizioni:

- Il prezzo di esercizio (strike price) dell'opzione non deve essere inferiore al valore dell’azione alla data dell'offerta.

⁴⁶ Brunello, G, Graziano, C., e Parigi, B., *Executive compensation and firm performance in Italy*, International Journal of Industrial Organization, 2001, vol. 19, issue 1-2, 133-161

- La somma delle opzioni offerte non deve essere superiore al 10% del capitale.

Il mancato rispetto di una delle condizioni, determinava la tassazione della plusvalenza, calcolata rispetto allo strike price, ad un regime fiscale agevolato del 12,50%.

Vi fu inoltre la completa esclusione dagli obblighi contributivi. A seguito di questi cambiamenti, l'uso delle opzioni incrementò notevolmente e tra il 1999 e il 2001, raddoppiarono le società che utilizzavano o intendevano introdurre piani di stock option. In questi anni in Italia iniziarono ad emergere i primi scandali legati alle discutibili cessioni di pacchetti di opzioni ai CEO aziendali; uno dei primi scandali sull'utilizzo delle stock option avvenne nel 2001 con il caso dell'acquisizione della casa di moda Gucci da parte di Pinault-Printemps-Redoute (l'attuale Kering). Secondo quanto riportato dall'agenzia web "*Milano Finanza*", l'offerente rivale (LMVHV) chiese all'epoca un'indagine sull'operato della società guidata allora da Domenico De Sole, circa l'assegnazione di una serie di pacchetti di stock option a seguito dell'acquisizione, a vari top managers di Gucci dal valore complessivo di più di 440 milioni di euro. Questo fece nascere il sospetto che all'interno dell'acquisizione ci fossero interessi personali dell'allora CEO.

Nel 2006, con il D.L. 223/2006 e il D.L. 262/2006, il governo italiano modificò ulteriormente il trattamento di esenzione fiscale delle stock option aggiungendo delle norme alla precedente legge: i provvedimenti erano principalmente due, uno di tipo temporale, legato al periodo minimo nel quale le azioni detenute non potevano essere vendute (cinque anni), ed uno legato al valore delle opzioni, che non doveva superare la retribuzione lorda dell'anno precedente.

L'agevolazione fiscale spettava quindi solamente se il valore delle azioni assegnate non era superiore al limite massimo individuato nella retribuzione lorda annua del periodo precedente. Il plusvalore da cessione, calcolato rispetto al prezzo pagato, rimaneva assoggettato all'imposta sostitutiva del 12,5%. A seguito delle ulteriori restrizioni, l'uso della retribuzione basata sui piani di stock option in Italia diminuì rapidamente.

Nell'agosto 2008 il governo italiano ha formalmente eliminato i vantaggi fiscali per le stock option, imponendo che tutte le opzioni fossero tassate come reddito ordinario all'atto dell'esercizio. Tuttavia, una modifica dell'ultimo minuto al decreto ha consentito delle eccezioni. Di seguito quanto scritto da **borsaitaliana.it**⁴⁷:

⁴⁷ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/stockoption203.htm>

“...Fino al 25 giugno 2008, data di entrata in vigore del DL 112/2008, il plusvalore realizzato non doveva essere inserito nella dichiarazione dei redditi con il sistema della tassazione ordinaria e progressiva per scaglioni, ma era assoggettato ad un'imposta sostitutiva del 12,50% secondo il regime del capital gain.

Il DL 112/08 ha invece annullato ogni regime di favore, prevedendone la tassazione integrale. All'esercizio delle opzioni, la differenza fra il valore delle azioni assegnate e il corrispettivo pagato concorrerà a formare il reddito imponibile del dipendente assoggettato alla tassazione Irpef.

L'Agenzia delle Entrate nella risoluzione 103/E del 4 dicembre 2012, rispondendo a un interpello in materia, ha inoltre chiarito che le stock option sono da considerare, ai fini fiscali, come redditi da lavoro dipendente o assimilato, e tassate in base al criterio del “valore normale”, stabilito dall'articolo 51, comma 3 del TUIR, il testo unico delle imposte sui redditi, mentre i dividendi sono da considerare redditi da capitale.

L'art. 33 del DL 78/2010, convertito con modificazioni dalla L.122/2010, ha introdotto per i dirigenti e i collaboratori di imprese che operano nel settore finanziario un'aliquota addizionale del 10% su specifici compensi. L'addizionale si applica sugli emolumenti variabili corrisposti sotto forma di bonus e stock option sull'ammontare che eccede l'importo corrispondente alla parte fissa della retribuzione. Nel caso in cui l'addizionale non sia stata trattenuta in tutto o in parte (ad esempio per i dirigenti del settore finanziario residenti in Italia con datore di lavoro estero), il contribuente stesso deve compilare questa sezione per determinare l'imposta addizionale del 10%.

I redditi derivanti dall'assegnazione di stock option concesse dalle startup innovative a dipendenti, collaboratori continuativi e amministratori sono esenti da imposte dirette e da obblighi contributivi. L'esenzione riguarda il momento in cui le azioni vengono assegnate e l'esercizio dei diritti che ne derivano, non la loro eventuale cessione per la quale è invece prevista l'applicazione della disciplina ordinaria in materia di tassazione delle plusvalenze a titolo oneroso. La norma di riferimento è il Decreto Crescita che ha istituito le start up innovative (DL 179/2012) e il DM 30 gennaio 2014 (G.U. del 20 marzo) che ha reso operative le agevolazioni fiscali...”.

Riassumendo brevemente le varie modifiche circa la disciplina fiscale delle stock option, attualmente, la situazione è la seguente: occorre per prima cosa distinguere tra le opzioni conferite alla “generalità dei dipendenti” cioè a tutte le categorie di dipendenti con

contratti uguali per tutti, e le stock option in senso proprio, inteso come piani “personali” per singole entità, come i managers.

Nel primo caso, le azioni concesse ai dipendenti per non essere soggette ad imposta devono avere le seguenti caratteristiche:

1. devono essere offerte a tutte le categorie di dipendenti;
2. il valore delle azioni offerte non deve superare euro 2.065,83 (i valori superiori saranno assoggettati a prelievo fiscale);
3. le azioni per mantenere le caratteristiche dell'esenzione non possono essere cedute prima che siano trascorsi almeno tre anni dalla percezione.

Se le condizioni di esenzione fiscale sono rispettate le azioni non risultano assoggettabili a contribuzione.

Nel secondo caso, i piani di stock option generano esenzione contributiva e imponibilità fiscale. Sotto l'aspetto fiscale, contrariamente a quanto avviene a livello contributivo, non è prevista alcuna agevolazione in capo ai lavoratori dipendenti. Il reddito derivante dall'esercizio dei diritti di opzione viene tassato come reddito da lavoro dipendente nel momento in cui viene esercitato il diritto. Sotto l'aspetto contributivo per essere ritenuto esente il piano di stock option deve avere le seguenti caratteristiche:

1. deve riferirsi a specifiche categorie di dipendenti o a singoli dipendenti e non a tutti;
2. l'attuazione del piano deve essere subordinata al verificarsi delle condizioni in esso previste, ad esempio dovranno essere rispettate la previsione di un periodo minimo (vesting period), decorso il quale i dipendenti maturano il diritto di ricevere le azioni il raggiungimento di determinati risultati aziendali prefissati dal piano, la previsione di un termine minimo per la cessione delle azioni assegnate (cinque anni);
3. deve prevedere esclusivamente l'assegnazione di titoli azionari.

Al fine di comprendere le motivazioni legate alla scarsa sensitività pay-performance, in particolare attraverso l'utilizzo di strumenti di incentivo come le stock option, **Simona Catuogno**⁴⁸, professoressa all'Università degli Studi di Napoli “Federico II” descrive

⁴⁸ Catuogno, S. [2012], “I piani di Stock Option: Governance, Valuation e Accounting”, Aracne Editrice.

all'interno del suo libro: *"I piani di Stock Option: Governance, Valuation e Accounting"* e nell'articolo: *"Extract Or Not Extract? The Effect of Familism on Stock Option Plans"*⁴⁹, un'indagine statistica da lei condotta che si pone come obiettivo quello di verificare empiricamente la "situazione italiana" in tema di utilizzo di piani di incentivazione tramite stock option. Il contesto italiano, scrive la ricercatrice, è differente da quello statunitense, in cui si individuano asset proprietari fortemente concentrati (che poco si allineano al concetto di impresa manageriale), molte imprese a gestione familiare, modelli di Governance che si sono sviluppati solamente negli ultimi anni e un forte accentramento dei poteri, in particolare all'interno del consiglio di amministrazione. Tutto questo crea un contesto nel quale l'applicazione di strumenti di incentivo come le stock option non è quello ideale. Per tale motivo nasce l'ipotesi che l'impiego delle stock option in Italia non abbia come obiettivo l'allineamento degli interessi divergenti tra shareholders e manager; la domanda iniziale della ricerca mira proprio a comprendere quale sia la principale finalità economica che si persegue attraverso l'utilizzo delle stock option. L'ipotesi è che i piani di remunerazione devino dall'optimal contracting view ed esproprino ricchezza dagli azionisti, portando i managers a guadagnare più di quanto preventivato dal piano ottimale di incentivo. Il dataset utilizza tutti i dati di bilancio e documenti relativi ai piani di stock option delle aziende italiane quotate al 31 dicembre 2010 (240 imprese). Al fine di "valutare" un piano di stock option, il modello considera una serie di variabili che descrivono l'asset proprietario e di governo della società, nello specifico tali variabili mirano a valutare:

- **La presenza di soggetti controllanti.**
- **La valutazione dell'indipendenza del consiglio di amministrazione** (T.U.F – art. 147 e art. 148).
- **La CEO duality:** il CEO è anche presidente del consiglio di amministrazione.

Altre variabili invece hanno l'obiettivo di definire alcune caratteristiche intrinseche dei piani:

- **La lunghezza del vesting period:** è dimostrato empiricamente, infatti, che più lungo è il vesting period, più è probabile che il piano allinei in maniera ottimale interessi di shareholders e managers. Al contrario un vesting period corto è

⁴⁹ Catuogno, S. [2016], *"Extract Or Not Extract? The Effect of Familism on Stock Option Plans"*, International Journal of Business and Management, Vol. 11.

sinonimo di una potenziale estrazione della ricchezza da parte dei manager a discapito degli azionisti.

- **Valutazione dello strike price:** l'utilizzo prevalente di opzioni at the money, rende quasi inesistente l'effetto incentivante e potrebbe invece celare l'intento di rent extraction.
- **La presenza di meccanismi di indicizzazione di mercato** a cui potrebbero essere collegati i diritti di opzione per finalità di allineamento ed incentivazione. La mancanza assoluta dei suddetti meccanismi potrebbe prevedere comportamenti opportunistici.
- **La presenza di clausole di lock-up** come il divieto di vendere immediatamente le azioni acquisite o limiti all'ammontare delle azioni vendibili. Anche in questi casi potrebbe nascondersi una intenzione di rent extraction.

Dalle 240 imprese iniziali del dataset, è stato ricavato un campione di 161 imprese, eliminando le imprese liquidate o trasformate nel corso del periodo di riferimento. In Figura 59, si presentano i risultati circa la frequenza di impiego di piani di opzioni (si sono considerati soltanto gli strumenti option based indirizzati ai top manager).

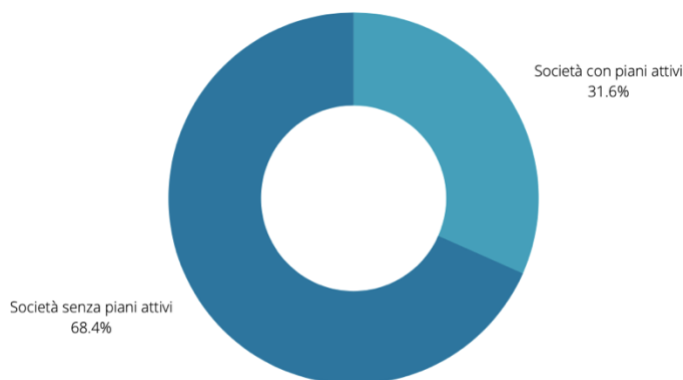


Figura 59 – Frequenza di impiego di piani di opzioni

L'utilizzo di piani di stock option in Italia sembrerebbe essere ancora marginale rispetto alla totalità delle imprese quotate: nel 2010 solo 59 delle 161 imprese valutate, possiedono piani di opzioni attivi; tuttavia, tali società sono quelle maggiormente rappresentative dell'andamento del mercato borsistico italiano: nel complesso, infatti, rappresentano una capitalizzazione del 61,56%.

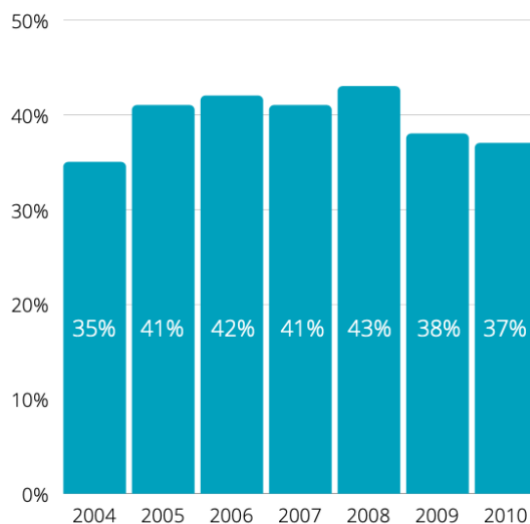


Figura 60 – Andamento nel tempo delle società con piani di opzioni attivi

Negli anni presi in considerazione, in Figura 60, si osserva dal 2004 al 2008 vi è stato un incremento delle società con piani attivi dal 35% al 43%, invece dal 2008, il trend si inverte con una lieve decrescita. Tale decremento può avere come ragione i cambiamenti di regolamentazione a livello fiscale e accounting applicati alle stock option, che le hanno rese meno “appetibili” agli occhi dei managers.

Per quanto riguarda le caratteristiche interne delle società, prese in analisi al fine di cogliere l’eventuale incentivo del contesto istituzionale a favorire comportamenti opportunistici dei managers atti ad espropriare gli azionisti, si possono osservare alcuni risultati in Figura 61.

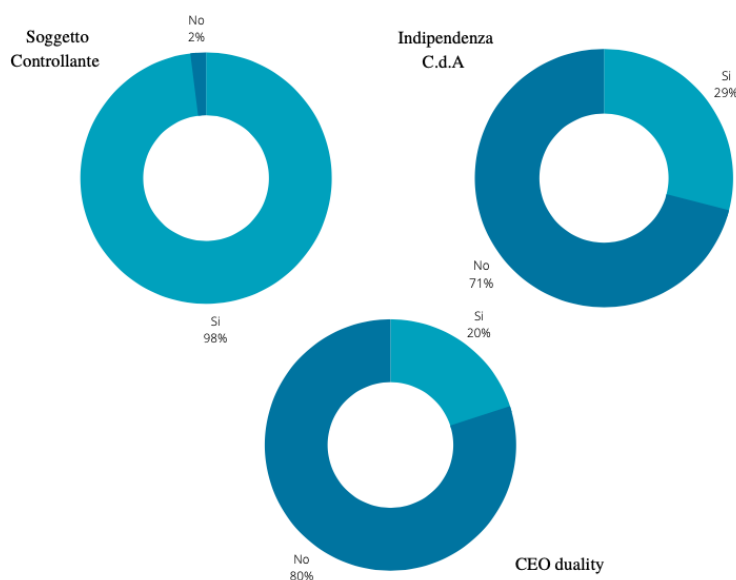


Figura 61 - Contesto istituzionale delle società

Per quanto riguarda la presenza di un soggetto controllante, si rileva che tale figura è presente in quasi le 59 imprese con piani di opzioni attivi. Si trattano infatti di imprese con proprietà concentrata con particolari meccanismo di potenziamento del controllo come il controllo familiare, partecipazioni incrociate, strutture piramidali etc... Per questi motivi non sembra che le stock option siano utilizzate in Italia secondo la visione dell'optimal contracting, poiché in strutture di proprietà di questo genere, esiste un'azionista di controllo che potrebbe e dovrebbe garantire il monitoraggio delle attività del manager e provvedere al suo licenziamento in caso di scarse performance: non è pertanto necessario l'utilizzo di meccanismi di incentivo.

Per quanto riguarda l'indipendenza del consiglio di amministrazione, inteso come assenza di relazioni con la società per le quali può essere influenzata la loro autonomia di giudizio, si rileva una scarsa indipendenza del consiglio (29%) che contribuisce all'aumento del managerial power.

La CEO duality, invece, è presente solo nel 20% delle società; pertanto, si presume non possa essere una variabile fondamentale per apportare una crescita del potere manageriale.

Considerando invece le variabili di controllo delle caratteristiche dei piani di opzioni, in Figura 62 troviamo i risultati.

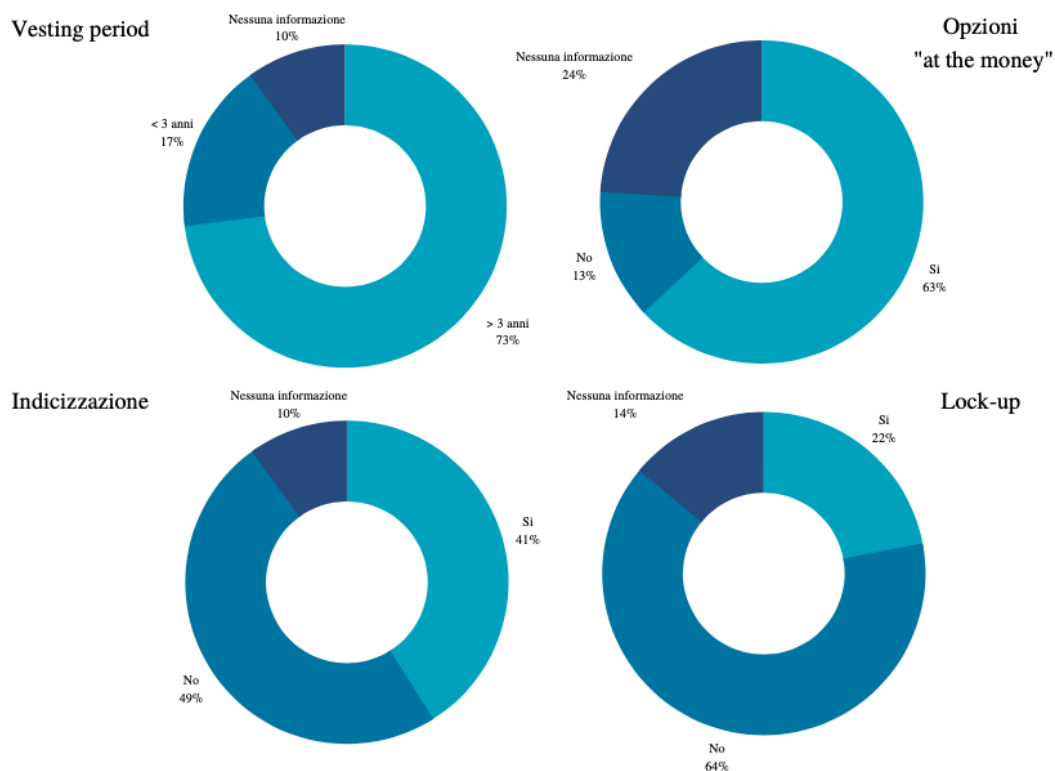


Figura 62 - Variabili di controllo delle caratteristiche dei piani di opzioni

Solo il 17% di tutte le aziende analizzate, possiede un vesting period superiore ai 3 anni, inoltre, il 63% di queste aziende adotta piani con opzioni “at the money”, quindi piani nei quali lo strike price eguaglia il valore di mercato delle azioni alla grant date. Solo il 49% delle aziende adotta piani con meccanismi di indicizzazione e solo il 22% adotta clausole di lock-up. Tutti i risultati dell’analisi propendono per l’ipotesi che i piani di stock option offerti dalle società quotate italiane escludano le finalità di allineamento di interessi, ma vengano utilizzati con l’intento di rent extraction.

Executive compensation dei CEO italiani oggi

In un recente report di dicembre 2020, dell’**Assonime**⁵⁰ (Associazione fra le società italiane per azioni): “*Report on Corporate Governance in Italy: the implementation of the Italian Corporate Governance Code (2020)*”, l’ente analizza l’adesione al Codice di Corporate Governance italiano, per tutte le società italiane quotate sul mercato principale italiano gestito da Borsa Italiana SpA (di seguito “MTA”). A tal fine, l’analisi si basa sulle informazioni pubblicamente disponibili, divulgate nelle Relazioni sulla Corporate Governance e sulla Remunerazione delle società. L’analisi 2020 considera 220 società italiane, quotate sul MTA al 31 dicembre 2019, le cui Relazioni erano disponibili al 15 luglio 2020: il campione rappresenta, sostanzialmente, tutte le società italiane quotate sul MTA³. In tema di remunerazione degli executives, il Codice italiano raccomanda che la retribuzione degli amministratori includa sia una componente fissa che una variabile e che una parte significativa della retribuzione dei dirigenti sia legata a specifici obiettivi di performance, che dovrebbero essere definiti in anticipo ed essere coerenti con la politica retributiva dell’azienda (Codice di Corporate Governance Italiano 2018, criterio 6.C.1). Dai risultati si è evidenziato una divisione della remunerazione dei CEO rappresentata nelle Figura 63, 64 e 65.

⁵⁰ Assonime, [2020]: “*Report on Corporate Governance in Italy: the implementation of the Italian Corporate Governance Code (2020)*”

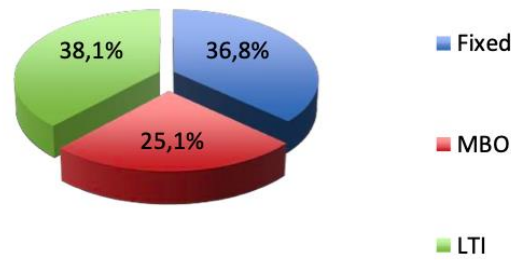
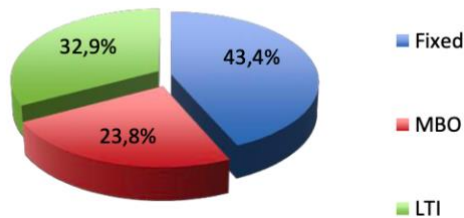


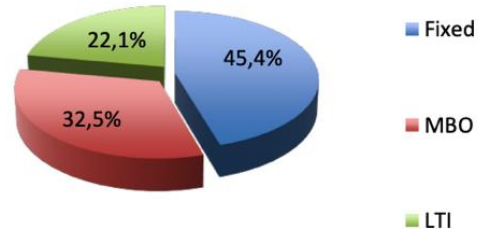
Figura 63 – Struttura della remunerazione dei CEO per le società FTSE MIB (2019)

Mid Cap companies:
CEO remuneration components
on target weight (in %)



*Figura 65 - Struttura della remunerazione dei CEO
per le società MID Cap (2019)*

Small Cap companies:
CEO remuneration components on
target weight (in %)



*Figura 64 - Struttura della remunerazione dei CEO per
le società Small Cap (2019)*

In media, la retribuzione fissa rappresenta il 43% della retribuzione totale, mentre gli MBO (incentivi di breve periodo, inferiori ad un anno) e LTI (incentivi di lungo periodo) sono rispettivamente il 27% e il 30%. Il peso della componente LTI è maggiore nelle aziende FTSE Mib (38% in media) rispetto alle Small Cap (22%).

La maggior parte delle aziende considerate in analisi forniscono incentivi a lungo termine (80%), spesso combinati anche con incentivi a breve termine (72%). Il rimanente 20% fornisce solo incentivi a breve termine (Figura 66).

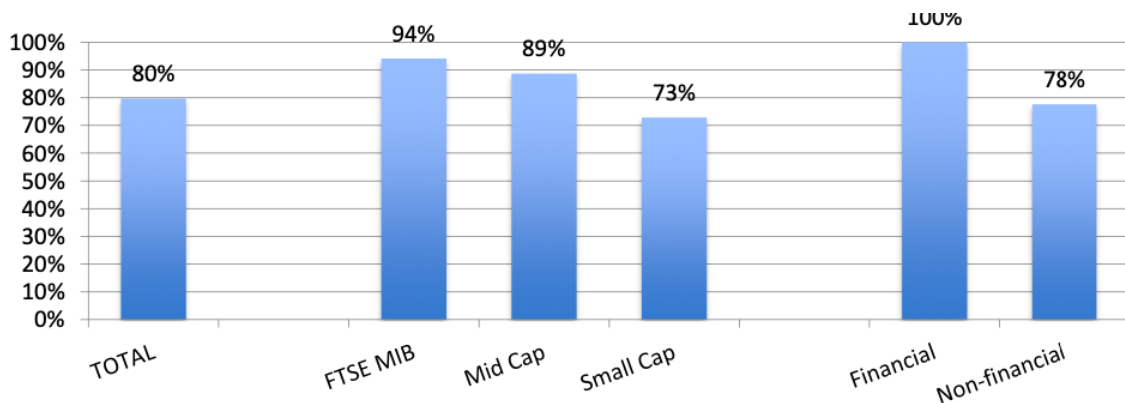


Figura 66 – Tipologie di imprese che forniscono incentivi a lungo termine

Nel 2020, come si vede in Figura 67, la retribuzione media totale (parte fissa e variabile) dei CEO in tutte le società quotate, è di circa 1,3 milioni di euro. Essa varia significativamente in base alle dimensioni dell'azienda (2,8 milioni nel FTSE MIB, 1,77 milioni nel Mid Cap e 0,56 milioni nelle aziende Small Cap). Rispetto al 2019, la remunerazione totale media per tutte le aziende è diminuita del 7%. La variazione è stata più forte nelle piccole aziende (-12%) rispetto alle medie e grandi aziende (rispettivamente +3% e -7%).

Il calo rispetto al 2019 è dovuto soprattutto alla remunerazione equity-based (-30%), mentre le altre componenti sono rimaste pressoché stabili, figura.

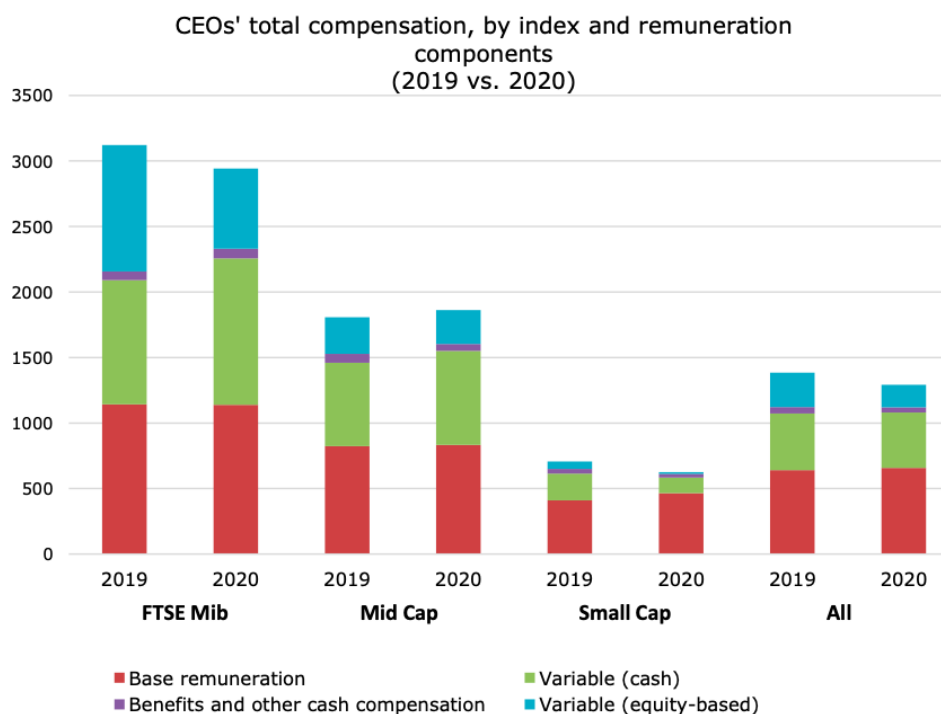


Figura 67 – Remunerazione complessiva dei CEO (2019 vs 2020)

6. Sintesi e Conclusioni

6.1 Considerazioni finali

Attraverso le pagine della presente tesi si è voluto presentare un summary delle principali teorie ed evidenze empiriche sull'executive compensation e sui meccanismi di incentivo (performance based), che trovano la loro massima utilità nelle imprese manageriali, società che necessitano di meccanismi di allineamento dei conflitti di interesse dei managers e shareholders, elementi generatori del problema di agenzia.

In accordo con la optimal contracting view, le stock option rappresentano un efficace strumento di governance, indirizzato alla shareholder value maximization e utile a limitare i comportamenti opportunistici dei CEO.

Nonostante gli incentivi equity-based come le stock option sia strumenti efficaci, gli stessi sono finiti al centro di numerosi dibattiti con riferimento alla loro effettiva capacità di garantire l'allineamento degli interessi di manager e azionisti. Le stock option si sono diffuse infatti in società con asset proprietari e di governance differenti rispetto alle imprese manageriali, caratterizzate da azionariato diffuso senza nessuno a controllo. In questo contesto nasce, in contrasto con la optimal contracting view, la rent extraction view. La tematica della valuation e dell'iscrizione a bilancio degli option plan, contesi tra fair value e valore intrinseco, unitamente agli incentivi fiscali ad essi collegati, hanno fatto nascere una terza visione, definita perceived cost view, utilizzata per spiegare e definire la vera funzione delle stock option e la loro incrementale diffusione nel tempo. Nonostante le varie correnti di pensiero, nessuna isolatamente, è in grado di spiegare empiricamente lo sviluppo e andamento nel tempo di questi strumenti. Ognuna offre il proprio "contributo" e peso, che varia nel corso del tempo.

L'executive compensation, come visto, è anche influenzato dal grado di tutele fornite agli azionisti di minoranza, che differiscono in base al sistema legale in vigore, e che li "protegge" dal fenomeno del tunneling. Per questo motivo la struttura della retribuzione dei CEO assume forme diverse, in relazione anche agli incentivi fiscali, più o meno favorevoli che nel corso degli anni sono stati offerti dai vari governi. Gli scandali che si sono susseguiti nei vari paesi hanno profondamente influenzato le strutture di compensazione, favorendo non solo regimi fiscali ordinari ma anche politiche di disclosure più o meno intense.

Negli ultimi mesi la pandemia COVID 19 ha profondamente scosso gli equilibri del mondo ed anche l'executive compensation dei manager ne ha subito l'influenza. Nel prossimo capitolo si illustrerà un breve articolo che cerca di comprendere come tutti gli stakeholder abbiano reagito all'evento e quali sono le prospettive future post-pandemiche.

6.2 CEO Compensation vs COVID-19: a new era?

Negli ultimi mesi, diversi studiosi hanno tentato di prevedere gli orizzonti che l'executive compensation potrebbe prendere in seguito alla crisi pandemica che ha colpito il mondo dall'inizio del 2020.

Il Dottor **Dan Konigsburg**, Global Corporate Governance Leader presso l'azienda di consulenza Deloitte, scrive a riguardo un articolo⁵¹: *"CEO Compensation in a Post-Covid-19 World"*, in cui spiega come l'executive compensation dovrebbe adattarsi in base alla recente crisi pandemica e non solo, che ha intaccato, in maniera più o meno intensa, qualsiasi realtà del pianeta. Il contesto descritto nell'articolo, è la situazione americana a settembre 2020, quando molte realtà erano ancora chiuse.

Konigsburg scrive che con la crisi del COVID-19 ancora in corso, le incertezze dei commercianti continuano ad accumularsi, e anche quando le imprese torneranno ad aprire, le preoccupazioni continueranno se i consumatori non si sentiranno a loro agio a spendere di nuovo. In questo contesto l'intera supply chain ne soffre e tale sofferenza è avvertita in tutti i settori e a tutti i livelli in maniera più o meno impattante.

Se consideriamo la situazione dei CEO, pochissimi amministratori delegati riusciranno in questa situazione a raggiungere i loro obiettivi di performance. Questo porterebbe potenzialmente come conseguenza ad un minore ritorno economico per gli azionisti. Alla luce di questi eventi, ci si chiede come possano reagire i comitati di compensazione dei consigli di amministrazione e gli azionisti a tale cambiamento: appoggeranno lo stesso i pacchetti retributivi dei CEO?

Tramite una serie di interviste effettuate dalla società Deloitte ad un gruppo di amministratori delegati, presidenti di comitati di compensazione e investitori si è cercato di comprendere al meglio le opinioni sulla retribuzione degli amministratori delegati da più punti di vista.

Tutti gli shareholders riconosco che la performance degli azionisti sia stata notevolmente

⁵¹ <https://www2.deloitte.com/global/en/pages/about-deloitte/articles/covid-19/ceo-compensation-in-a-post-covid-19-world.html>

alterata a causa della pandemia COVID-19, tuttavia riconoscono che le “vecchie” problematiche legate alla presunta bassa sensitività pay-performance, che allontana dell’idea di concentrarsi esclusivamente sulla massimizzazione del valore per gli azionisti non possono essere oscurati dal pretesto del problema della pandemia. Risulta inoltre ancora prematuro affermare se questi cambiamenti possano essere permanenti, o meno.

Nel raccogliere l’opinione dei CEO si è valutato un generale riconoscimento che il loro compenso dovrà essere “regolato” al fine di un maggior allineamento con tutti i potenziali sacrifici effettuati da dipendenti e azionisti. Si conferma inoltre che è altamente improbabile che raggiungano i loro (KPI) per l’anno 2020. Nell’ascoltare le varie storie, si è constatato che in alcune aziende si sono congelati gli aumenti di stipendio e nessun executive ha ricevuto nuovi incentivi azionari. Altri amministratori delegati si sono offerti di tagliare il loro salario al fine di dare l’esempio in un momento difficile. Le problematiche più grandi rimangono tuttavia quelle legate alle retribuzioni dei CEO a lungo termine, in particolare quelle equity-based. Quest’ultime dipenderanno molto dalle aspettative di ripresa post-COVID che, nel momento in cui si scrive l’articolo, non era ancora possibile prevedere. In queste circostanze senza precedenti, ciò che quindi preoccupa principalmente un amministratore delegato sono gli effetti negativi a lungo termine che il COVID potrebbe portare alle loro retribuzioni. Vi è per esempio l’ipotesi tra alcuni CEO che i KPI stiano già cambiando, al fine di tenere maggior conto di misure di performance non finanziarie.

Per i comitati di compensazione, il calcolo della corretta compensazione non è facile: il virus, infatti, non ha colpito ogni azienda allo stesso modo. Tra le varie figure, si è anche intervistato un presidente del comitato di compensazione di un grande produttore globale di prodotti per la pulizia della casa, i cui ricavi nella crisi sono saliti alle stelle. La stessa figura fa parte anche dei consigli di amministrazione di altre società che invece sono state colpite negativamente dal virus. Durante l’intervista egli ha espresso uguale preoccupazione sui profitti per azionisti e sui piani di retribuzione degli amministratori delegati in entrambe le situazioni.

Dal punto di vista degli azionisti e investitori intervistati, le preoccupazioni si sono concentrate sulla percezione dell’incoerenza e ingiustizia di alcuni pagamenti, ritenuti eccessivi, agli amministratori delegati di aziende sotto stress. In particolare, per quelle aziende che possono aver ricevuto aiuti governativi o altri finanziamenti, o in società che hanno tagliato i dividendi, fermato i riacquisti di azioni, o licenziato o messo in cassa

integrazione un gran numero di dipendenti. Altri investitori si preoccupano invece dell'ipotesi di abbassare gli obiettivi di performance dei manager al fine di compensarli con le perdite derivanti dalla crisi. Il capo della Governance di un grande fondo pensionistico governativo nordamericano dice a riguardo:

"I get that compensation is tied to performance and that this is an extraordinary event, and there may be a desire to change metrics. This might be reasonable in principle, but if these changes are disproportionate, this is a concern for us. We would have a problem if they lower targets, and then they all hit it out of the park because they've lowered the targets, and then they all get maximum bonuses. This is a particular issue if you're also laying off staff or furloughing people."

Un senior stewardship di un altro grande fondo pensionistico pubblico (USA) aggiunge a riguardo:

"Given these unprecedented times, we think it is important that there is an alignment between corporate executives, employees, and shareholders. If shareholders are feeling the pain, we feel executives should as well. In addition, we think this is the time to reinforce a focus on long-term metrics and the strategic direction of the company. I anticipate that we will review these 'revisions' with great scrutiny. There could be acceptance of revised KPIs if a company is truly changing their long-term strategy, but I think these will be rare."

Bibliografia

- Assonime, [2020]: “*Report on Corporate Governance in Italy: the implementation of the Italian Corporate Governance Code (2020)*”
- Akerlof, George A. [1970], *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, The Quarterly Journal of Economics, Volume 84, Issue 3, pp. 488–500.
- Baixauli, J. e Sánchez-Marín, Gregorio. [2014], “*Executive compensation and corporate governance in Spanish listed firms*”, Review of Managerial Science.
- Barnes, W., Harikumar, T., & Roth, G. [2006], *Determinants Of CEO Cash Compensation In Small, Young, Fast Growing Firms*, in “Journal of Business & Economics Research”.
- Bebchuk, Fried, Walker [2002], *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, The University of Chicago Law Review, Vol. 69, pp. 751-846.
- Beck, D., Friedl, G. e Schäfer, P. [2020], “*Executive compensation in Germany*”, Journal of Business Economics, Springer, vol. 90(5), pages 787-824.
- Berle, A. e Means, G. [1932], *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan Company.
- Bertrand, M. e Mullainathan S., *Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones Without Principals Are*, The Quarterly Journal of Economics, Volume 116, Issue 3, August 2001, Pages 901–932.
- Brunello, G, Graziano, C., e Parigi, B., *Executive compensation and firm performance in Italy*, International Journal of Industrial Organization, 2001, vol. 19, issue 1-2, 133-161.
- Catuogno, S. [2012], “*I piani di Stock Option: Governance, Valuation e Accounting*”, Aracne Editrice.
- Catuogno, S. [2016], “*Extract Or Not Extract? The Effect of Familism on Stock Option Plans*”, International Journal of Business and Management, Vol. 11.
- Choi, J., Gipper, B. and Shi, S. [2021], *Executive Pay Transparency and Relative Performance Evaluation: Evidence from the 2006 Pay Disclosure Reforms*, Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 3509307.

- Church, J.R., e Ware, R. [2000], *Industrial organization: a strategic approach*, Boston, Irwin McGraw Hill, Cap. 3
- Committee, Nobel Prize, [2007]. Leonid Hurwicz, Eric S. Maskin and Roger B. Myerson, “*Mechanism Design Theory*”, Nobel Prize in Economics documents 2007-2, Nobel Prize Committee.
- Conyon Martin, Fernandes Nuno, Ferreira Miguel, Matos Pedro, Murphy Kevin. [2013], *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*. Institute for Compensation Studies.
- Core J. E., Holthausen R.W., Larcker D. F., “*Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance*” in Journal of Financial Economics, 1999, vol. 51, issue 3, 371-406.
- De Angelis, D. and Grinstein, Y. [2011], *Relative Performance Evaluation in CEO Compensation: Evidence from the 2006 Disclosure Rules*, Johnson School Research Paper Series No. 39-2010, AFA 2012 Chicago Meetings Paper.
- De Vincenti, C. [1984], *Piano, impresa ed «effetto ratchet»*, Rivista Internazionale Di Scienze Sociali, vol. 92, no. 2/3, JSTOR, pp. 275–295.
- Di Noia, C. e Pucci, E. [2012], *Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate: motivazioni e principali novità*, in Rivista di Diritto Societario, 1, [ex Codice Preda].
- Edmans, A., Gabaix, X., Jenter, D. [2017], *Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence*. in “Handbook of the Economics of Corporate Governance”, Chapter 9, pp. 383-539
- Fama, E., [1980], “Agency Problems and the Theory of the Firm”, in Journal of Political Economy, Vol. 88, No. 2 (Apr. 1980), pp. 288-307
- Frydman, C., Jenter, D. [2010], *CEO Compensation*, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University, Working Paper No. 77.
- Garvey, Gerald & Milbourn, Todd. [2006], *Asymmetric Benchmarking in Compensation: Executives Are Rewarded for Good Luck But Not Penalized for Bad*, Journal of Financial Economics. 82. 197-225.
- Gong, Guojin et al. [2011], *Relative Performance Evaluation and Related Peer Groups in Executive Compensation Contracts*, The Accounting Review 86, pp. 1007-1043.

- Grubel, H. [1971] e Risk, *Uncertainty and Moral Hazard*. The Journal of Risk and Insurance, 38(1), pp. 99-106.
- Hall, Brian J., and Jeffrey B. Liebman., [1999] “*Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?*”, Quarterly Journal of Economics, vol. 113, no. 3, Oxford University Press, pp. 653–91.
- Hall, Brian, J., and Kevin J. Murphy. [2003], “*The Trouble with Stock Options.*”, in Journal of Economic Perspectives, 17, pp. 49-70.
- Jensen, M. e Meckling, W. [1976], *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in «Journal of Financial Economics», vol. 3, n. 4, pp. 305-360.
- Jensen, M. e Murphy, K. [1990], *CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, but how*, in Harvard Business Review 68, no. 3, pp. 138–153.
- Jensen, M e Murphy, K. [1990], *Performance Pay and Top-Management Incentives*, in Journal of Political Economy, 98, pp. 225-264.
- Joe Ueng, C., Wells, D.W. and Lilly, J.D. (2000), *CEO influences and executive compensation: large firms vs. small firms*, in “Managerial Finance”, Vol. 26 No. 8, pp. 3-12.
- Johnson, S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., [2000], “*Tunneling*” *American Economic Review*, 22-27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998), Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106, pp. 1113-1155.
- Lipczynski John, Wilson John O., Goddard John Pearson [2010], *Economia industriale. Concorrenza, strategie e politiche*, Pearson, Cap. 4
- Marris, R. [1963], *A Model of the “Managerial” Enterprise*, in «The Quarterly Journal of Economics», vol. 77, issue 2, pp. 185-209
- Marris, R. [1964], *The Economic Theory of ‘Managerial’ Capitalism*, Macmillan, London.
- Milgrom, P.R., e Roberts, J. [1992], *Economics, organization, and management*. Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall.
- Murphy, Kevin J. [2002], “*Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options*”, University of Chicago Law Review, Vol. 69 , Iss. 3 , Article 4.

- Ravazzi, P. [1990], *Produzione e finanza nell'impresa manageriale*, Il Mulino.
- Rondi, L. [2007], “*Analisi economica dell'impresa*”, in *L'Impresa*, di Ravazzi P. et al., Il Mulino, Cap. 1.
- Santella, P., Paone, G. e C. Drago [2005], *How Independent Are Independent Directors? The Case of Italy*, unpublished manuscript, October.
- Sarale, M. e Rivarò, R. [2018], *Percorsi di diritto commerciale*, CLUT
- Schaefer, S. [1998], *The Dependence of Pay-Performance Sensitivity on the Size of the Firm*, in “The Review of Economics and Statistics”, Vol. 80, No. 3, pp. 436-443.
- Shleifer, A. e Vishny, R. [1997], *A Survey of Corporate Governance*, in «Journal of Finance», vol. 52, n. 2, pp. 737-783.
- Schmidt, R. [2021], The Relationship between Shareholder Return and CEO Pay over a CEO's Full Period of Service, in “*Journal of Applied Corporate Finance*”, vol. 33, issue 1, pp. 68-84
- Sison A.J.G. [2006], *Governance and Government from an Aristotelian Perspective*, in «Global Perspectives on Ethics of Corporate Governance», Rossouw G.J.D., Sison A.J.G., ed. Palgrave Macmillan, New York, pp. 77-89.
- Smith, A [1776], “La ricchezza delle nazioni”, Londra.
- Williamson, O. [1964], “*The economics of discretionary behavior: managerial objectives in a theory of the firm*”, Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall.
- Yermack, D. [1997], *Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company New Announcements*, in “*Journal of Applied Corporate Finance*”, vol. 22, issue 2, pp. 449-476.
- Zingales, L. [1998], *Corporate Governance*, in «The New Palgrave Dictionary of Economics and Law», vol. 1. Peter Newman, ed. London: MacMillan, pp. 497–503.

Sitografia

- <https://www.wsj.com/articles/big-companies-pay-ceos-for-good-performanceand-bad-11558085402>
- <https://simon.rochester.edu/blog/deans-corner/delivering-what-counts-link-between-ceo-pay-and-shareholder-return>
- <https://www.altalex.com/documents/news/2005/01/03/action-plan-per-l-ammodernamento-del-diritto-societario-nell-unione-europea>
- <https://www.swissinfo.ch/ita/il-banchiere-svizzero-di-fronte-al-caso-del-secolo/3725366>
- <https://www.ilgiornale.it/news/ackermann-multa-3-milioni.html>
- <https://www.swissinfo.ch/eng/former-abb-ceos-to-pay-back-sfr137-million/2591332>
- <https://www.swissinfo.ch/ita/accordo-tra-abb-e-gli-ex-dirigenti/2591482>
- <https://ricerca.repubblica.it/repubblica/archivio/repubblica/2004/06/03/eldorado-delle-liquidazioni-per-top-manager.html>
- <https://www.mffashion.com/news/livestage/gucci-lvmh-la-parola-ai-giudici-906212>
- <https://www.hkp.com/article/398>
- <https://www.quantilia.com/cac-40-ceo-give-up-part-2020-salary/>
- <https://multinationales.org/The-Exorbitant-Pay-of-CAC40-CEOs-And-What-s-Behind-It>
- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=celex%3A52003DC0284>
- <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/stockoption203.htm>
- <https://ec.europa.eu/growth/content/study-employee-stock-options-eu-and-usa-0en>
- <https://www.studioguglielmi.com/stock-option-cosa-sono-come-funzionano-tassazione/04/2021>
- https://www.cipd.co.uk/Images/ftse-100-executive-pay-report_tcm18-82375.pdf
- https://insightplus.bakermckenzie.com/bm/attachment_dw.action?attkey=FRbANEucS95NMLRN47z%2BeeOgEFCt8EGQJsWJiCH2WAXW59W9rh3JQYOFX2vyvEDH&nav=FRbANEucS95NMLRN47z%2BeeOgEFCt8EGQbuwypnpZj

[c4%3D&attdocparam=pB7HEsg%2FZ312Bk8OIuOIH1c%2BY4beLEAeynKm
PptJsCo%3D&fromContentView=1](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_I_2019_WEBen.PptJsCo%3D&attdocparam=pB7HEsg%2FZ312Bk8OIuOIH1c%2BY4beLEAeynKmPptJsCo%3D&fromContentView=1)

- https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_I_2019_WEBen.PDF
- <https://www2.deloitte.com/global/en/pages/about-deloitte/articles/covid-19/ceo-compensation-in-a-post-covid-19-world.html>