

POLITECNICO DI TORINO

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale

Tesi di Laurea Magistrale

I piani di Stock Options: tra incentivazione manageriale, governance aziendale e performance



Relatore

Chiarissima Prof.ssa Laura Rondi

Candidato

Giulio Scaglioso

Ottobre 2025

Sommario

Introduzione	3
Capitolo 1	5
Teoria Principale-Agente	5
1.1 Teoria dell’Agenzia	8
1.2 Tipologie di conflitti di agenzia	10
1.3 Le cause dei conflitti di agenzia	12
1.4 Misure volte a prevenire i conflitti tra principale ed agente	16
1.5 Performance aziendale, benessere e conflitti tra principale e agente	18
1.6 Misurare la performance aziendale	23
1.7 Strategia, attività e performance	27
1.8 Motivazione ed evoluzione degli incentivi	29
Capitolo 2	33
Rassegna della letteratura economico-aziendale	33
2.1 Origini e teorie di riferimento	34
2.2 Stock options come strumento di incentivazione	36
2.3 Esempi pratici di implementazione	37
2.4 Vantaggi e limiti	38
2.5 Aspetti contabili e fiscali	41
2.6 Stock options e allineamento degli interessi	42
2.7 Implicazioni per la governance e la performance aziendale	43
2.8 Prospettive future	45
Capitolo terzo:	48
Stock options negli Stati Uniti d’America	48
3.1 Definizione e struttura tecnica dei piani di stock options	49
3.2 La disciplina prevista dal Legislatore statunitense	51
3.3 Trattamento fiscale stock options	54
3.4 Regolamenti chiave sui piani di stock option	56
3.5 Reddito finanziario o contabile vs. reddito fiscale	59

3.6 Proposta di legge nel 112° Congresso	60
Capitolo 4	64
Stock Options in Europa.....	64
4.1 Modelli di governance aziendale in Europa	65
4.2 Definizione degli obiettivi e le modalità di verifica dei risultati da parte dei manager.....	69
4.3 Risk Assesment da parte della dirigenza	71
4.4 Stock Options in Europa: considerazioni iniziali.....	72
4.5 Il valore delle opzioni nelle scienze economiche.....	74
4.6 I diritti di opzione in Europa: vantaggi e criticità da valutare	76
4.7 Distribuzione dei diritti di opzione in Europa.....	83
4.8 Tassazione sui diritti di opzione in Europa	86
4.9 Ulteriori problematiche connesse ai diritti di opzione nel Vecchio Continente	88
Capitolo 5	90
Stock Options in Italia	90
5.1 La disciplina civilistica a cui fare riferimento	91
5.2 Dinamica retributiva e piani di incentivazione in Italia	92
5.3 Prassi contabile e rilevazione delle stock options	103
5.4 Ricerca empirica sulle stock options in Italia	107
5.5 Tipologie di strumenti incentivanti e loro utilizzo in Italia	111
Capitolo 6	114
Case study: Amazon	114
Conclusioni.....	119
Bibliografia	121
Sitografia.....	125

Introduzione

Oggetto di studio e di approfondimento della mia tesi finale sono i piani di stock options, che rappresentano interessantissimi strumenti per retribuire e motivare i dipendenti delle aziende, in particolare i manager aziendali, che sono considerati strategicamente importanti per le imprese, specie quelle quotate sul mercato borsistico. Attraverso l'assegnazione dei piani di incentivazione, l'organizzazione aziendale concede ai propri lavoratori il diritto di comprare un pacchetto azionario dell'azienda stessa o di un'altra impresa facente parte del gruppo ad uno strike price predeterminato. I piani di incentivazione prevedono tempistiche differenti durante le quali i top managers guadagnano il diritto di esercitare le opzioni, decidono di acquistare i titoli azionari oppure decidono se cedere il pacchetto azionario sul mercato. La finalità dei piani di partecipazione finanziaria è quella di vincolare una parte dello stipendio del lavoratore al trend del titolo sul mercato, incentivando la classe dirigenziale ad aumentare la propria produttività aziendale al fine ultimo di migliorare la redditività e l'efficienza dell'organizzazione aziendale stessa. Se le quotazioni dei titoli azionari crescono nel lasso di tempo che va dalla fase di assegnazione a quella di esercizio del diritto di opzione, il manager aziendale avrà il vantaggio di acquistare il titolo azionario al pricing originario, conseguendo un guadagno rispetto al valore corrente del titolo sottostante.

Nel presente elaborato ho posto molta attenzione alle criticità relative alla creazione di un piano incentivante, dopo aver analizzato i modelli di corporate governance ripresi dalla letteratura manageriale internazionale e nazionale, i quali sono importanti per capire quali sono i differenti contesti aziendali in cui sono chiamati i dirigenti ad operare. Oltre all'analisi della letteratura manageriale, per approfondire il tema dei piani di stock option è importante analizzare anche la cornice normativa delineata dal Legislatore statunitense, comunitario e da quello italiano.

La disamina si articola in cinque capitoli che seguono il fil rouge di analizzare attentamente la disciplina dei piani di stock options negli Stati Uniti d'America, in Europa e in Italia. Il primo capitolo analizza la teoria principale-agente, le tipologie di conflitti di agenzia, le cause dei conflitti di agenzia, le misure volte a prevenire i conflitti

e come misurare la performance in azienda. Il secondo capitolo passa in rassegna la letteratura manageriale, soffermandosi sui piani di stock options come strumento di incentivazione e fornendo esempi pratici di implementazione. Il terzo capitolo dell'elaborato analizza i piani di stock options negli Stati Uniti d'America, che vantano una lunga e consolidata tradizione. In questo capitolo si pone l'attenzione sulla disciplina legislativa prevista dal Legislatore a stelle e a strisce, sul trattamento tributario e sulle proposte legislative avanzate nel corso degli anni. Il quarto capitolo analizza la disciplina delle stock options in Europa, in particolare si pone l'attenzione sui modelli di governo aziendale nel Vecchio Continente, sul valore delle opzioni nelle scienze economiche, sui diritti di opzione in Europa, considerando i vantaggi e le criticità da valutare con attenzione e sulla tassazione e sul trattamento fiscale sui diritti di opzione in UE. Quinto e ultimo capitolo dell'elaborato avrà come oggetto i piani di stock options in Italia: molta attenzione sarà riposta alla disciplina civilistica, alla dinamica retributiva ed ai piani di incentivazione nelle imprese italiane ed alla prassi contabile nazionale. Chiude il capitolo un'interessante ricerca empirica che punta a dare una valida risposta alla domanda di ricerca: in Italia i piani di stock options sono impiegati per finalità di incentivazione della classe dirigenziale oppure mirano ad espropriare la minoranza azionaria?

Capitolo 1

Teoria Principale-Agente

I piani di stock option rappresentano strumenti contrattuali di incentivazione azionaria, ideati per premiare e fidelizzare figure chiave all'interno delle imprese, in particolare i dipendenti e i dirigenti, considerati stakeholder di rilevanza strategica, soprattutto nel contesto delle società quotate. Mediante tali piani, viene riconosciuto il diritto di acquistare azioni della stessa società o di un'altra appartenente al medesimo gruppo societario, a un prezzo prefissato (il cosiddetto *strike price*).

La letteratura, sia a livello nazionale che internazionale, ha ampiamente esplorato il tema dei piani di stock option, offrendo contributi eterogenei che testimoniano la complessità e la multidimensionalità dello strumento. Le stock option, infatti, si intrecciano con differenti dinamiche aziendali, rendendo necessaria un'analisi articolata e interdisciplinare. Tra gli studi più rilevanti in ambito italiano, si segnalano quelli di Lanzavecchia, che offrono un'utile chiave di lettura delle molteplici prospettive interpretative applicabili a tali strumenti. Queste includono, tra le altre, la metodologia di contabilizzazione, le implicazioni fiscali, nonché i profili legati all'incentivazione e alla fidelizzazione del management. Le interconnessioni tra queste diverse dimensioni generano catene complesse di relazioni causa-effetto, che evidenziano la rilevanza sistemica dell'adozione di piani di stock option all'interno della governance aziendale¹. Lanzavecchia propone un'analisi articolata delle diverse prospettive interpretative connesse ai piani di stock option, soffermandosi in particolare su alcune questioni centrali. Sotto il profilo finanziario, lo studioso si interroga su come determinare il *fair value* di tali strumenti e analizza gli impatti che questi possono avere sulle performance e sul valore complessivo dell'impresa. Dal punto di vista economico, invece, viene evidenziata la criticità legata alla mancata contabilizzazione di questi piani, questione che apre a riflessioni più ampie in merito alla trasparenza e alla rappresentazione del valore generato.

¹ Lanzavecchia A., Stock option e valore d'impresa, gli interessi degli azionisti sono da tutelare ASSI, The EVA I company, 2001

Alla base del processo di creazione di valore vi è la necessità di implementare un sistema di incentivi efficace, in grado di favorire un allineamento tra gli interessi dei manager e quelli degli azionisti. Una volta raggiunto il livello minimo di performance atteso da questi ultimi, risulta cruciale predisporre meccanismi premianti che consentano di redistribuire, in misura proporzionata, il valore aggiunto prodotto alla componente manageriale. In tale contesto, la funzione delle stock option si configura come un mezzo per riconoscere e attribuire tale valore, una volta verificato il superamento delle soglie prefissate.

Dal punto di vista dell'investitore razionale, l'analisi della performance di un titolo azionario avviene attraverso il confronto con altri investimenti analoghi per durata e profilo di rischio. L'aumento della quotazione delle azioni in un determinato arco temporale costituisce un indicatore fondamentale della redditività dell'investimento e, di conseguenza, legittima l'erogazione di compensi incentivanti alla dirigenza. La crescita della capitalizzazione di mercato riflette, infatti, un incremento del valore dell'impresa e, parallelamente, del patrimonio degli azionisti. Il differenziale tra il prezzo dell'azione alla data di assegnazione delle stock option e quello registrato alla data di esercizio rappresenta un surplus di valore, che si traduce in nuova ricchezza per l'azionariato. In tale scenario, gli azionisti possono accettare di condividere una parte di tale ricchezza con il management, come forma di riconoscimento per i risultati raggiunti.

Dal punto di vista giuridico e finanziario, l'emissione di stock option conferisce ai manager il diritto di sottoscrivere un pacchetto azionario della propria società a un prezzo predeterminato entro una data futura. Le stock option si configurano, a tutti gli effetti, come strumenti derivati appartenenti alla categoria delle opzioni finanziarie. Tali strumenti trovano la propria origine in un contratto che attribuisce al titolare il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare (o vendere) un determinato asset a un prezzo stabilito, entro (o alla) scadenza convenuta.

In quanto contratti bilaterali, le opzioni prevedono la presenza di due controparti: il detentore (*holder*), che acquisisce il diritto di esercitare l'opzione, e il sottoscrittore (*writer*), che assume una posizione passiva, vincolata all'obbligo di adempiere nel caso in cui il diritto venga esercitato. Le due posizioni sono pertanto complementari e speculari. Tra le principali tipologie di opzione si distinguono le opzioni di tipo europeo,

che possono essere esercitate esclusivamente alla data di scadenza, e quelle di tipo americano, che conferiscono al titolare la facoltà di esercizio in qualsiasi momento antecedente alla scadenza.

Secondo l'analisi proposta da Regalli, i piani di stock option destinati al management possono essere assimilati a opzioni *call* di tipo americano, le quali attribuiscono al beneficiario il diritto – ma non l'obbligo – di acquistare un determinato pacchetto azionario a un prezzo prestabilito entro una data futura. Tali strumenti, tuttavia, si differenziano sensibilmente dalle opzioni finanziarie tradizionali. Una delle peculiarità principali risiede nell'assenza di un *payoff* immediato a carico del destinatario: le stock option, infatti, non richiedono il pagamento di un premio iniziale per il loro ottenimento².

Dal punto di vista operativo, queste opzioni si rivelano vantaggiose nel momento in cui il valore delle azioni sottostanti supera il prezzo di esercizio fissato al momento dell'assegnazione. In tal caso, il beneficiario ha la possibilità di acquistare i titoli a un prezzo inferiore rispetto al valore di mercato, ottenendo così un guadagno dalla successiva rivendita al *fair value*.

Regalli evidenzia inoltre ulteriori elementi di discontinuità tra le stock option con finalità incentivanti e le opzioni comunemente utilizzate nei mercati finanziari. In particolare, propone una classificazione dei piani di stock option basata sulle modalità di determinazione del prezzo di esercizio (*strike price*), distinguendo tra:

- *Indexed stock option plan*: il prezzo viene collegato ad un benchmark esterno come un determinato indice azionario. Si ha convenienza ad esercitare l'opzione solo nel caso in cui il prezzo del titolo azionario ecceda la performance del benchmark,
- *Variable stock option plan*: al momento dell'assegnazione viene fissato solo il criterio di determinazione dello strike price. L'ammontare del beneficio è legato al raggiungimento di determinati risultati,
- *Fixed stock option plan*: le condizioni di esercizio sono stabilite al momento dell'emissione.

² Regalli M., Stock options e incentivazione del management, Il Sole 24 Ore, 2003

A seconda del legame tra le variabili di performance e il piano di stock option è possibile distinguere:

- *Enterprise performance plan*: sono previste ulteriori condizioni di esercizio riferite al raggiungimento di un certo valore di un indice di bilancio (ROE, ROI, ROA),
- *Market performance plan*: il computo di convenienza di natura economica nell'esercizio dell'opzione prende come riferimento il *fair value* del titolo azionario.

1.1 Teoria dell'Agenzia

La teoria dell'agenzia si fonda sull'analisi del rapporto contrattuale che intercorre tra gli azionisti, in qualità di principali, e il management aziendale, in qualità di agenti. Tale relazione è strutturata come un mandato attraverso il quale il principale delega all'agente lo svolgimento di determinate attività decisionali nell'interesse della proprietà. In tal senso, Jensen e Meckling definiscono la relazione di agenzia come *“un contratto attraverso il quale una o più persone (i principali) incaricano un'altra persona (l'agente) di svolgere un'attività per loro conto, delegandogli un certo grado di autorità decisionale”*. L'effetto principale di tale struttura è l'inevitabile separazione tra proprietà e controllo, condizione che può dar luogo a comportamenti opportunistici e conflitti di interesse.³ Nel contesto aziendale, gli azionisti delegano il controllo dell'impresa a figure manageriali, come l'amministratore delegato o i membri del Consiglio di amministrazione. Pur tuttavia, l'asimmetria informativa e la discrezionalità decisionale affidata ai manager possono portare questi ultimi ad anteporre i propri interessi personali a quelli della proprietà. I principali rischi derivanti da tale situazione includono il perseguimento di strategie che favoriscono la carriera o il prestigio del manager, piuttosto che la massimizzazione del valore per l'azionista, la divergenza nella propensione al rischio tra le due parti e l'utilizzo strategico dell'informazione da parte dell'agente.

³ Melis A., Carta S., Gaia S., I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche, Giuffrè, 2011

Numerosi scandali finanziari documentano in maniera concreta come i manager, in assenza di adeguati meccanismi di controllo, possano operare in contrasto con gli interessi degli azionisti. Le condotte opportunistiche e la presenza di informazioni non simmetricamente distribuite tra i soggetti coinvolti rappresentano i principali fattori alla base di tali comportamenti devianti. Le ricerche di Jensen et al. hanno evidenziato che i dirigenti possono essere incentivati a espandere le dimensioni dell'impresa anche oltre i livelli efficienti, in quanto la crescita della struttura aziendale comporta un aumento del loro potere e delle risorse sotto il loro diretto controllo. Questo fenomeno è esemplificato da investimenti effettuati nonostante presentino un valore attuale netto (VAN) nullo o addirittura negativo, allo scopo di rafforzare la propria posizione all'interno dell'organizzazione⁴

Un contributo rilevante al dibattito sulla divergenza di comportamento tra principale e agente, in particolare in relazione alla diversa propensione al rischio, è offerto dagli studi di Grossman e Hart. Secondo questi autori, l'impegno del management aziendale incide in maniera diretta sulla produttività dell'impresa, mentre la proprietà, ovvero gli azionisti, aspira a ottenere il massimo rendimento possibile. In tale contesto, affinché l'agente sia incentivato ad agire in modo conforme agli interessi dei principali, è necessario prevedere un sistema di remunerazione che rifletta adeguatamente il livello di sforzo richiesto e i risultati attesi. Nonostante questo, la definizione di tale struttura retributiva è strettamente correlata al grado di informazione detenuto dalla proprietà: quanto più ampio è l'accesso informativo da parte dei principali, tanto più efficace sarà il monitoraggio sull'operato dell'agente.

Qualora il management risulti neutrale rispetto al rischio, non emergono particolari problematiche in merito alla sua condotta. Al contrario, in presenza di avversione al rischio da parte dell'agente, diventa cruciale predisporre adeguati strumenti di incentivazione e controllo per evitare comportamenti opportunistici.

La teoria dell'agenzia si articola principalmente in due approcci teorici distinti: il modello principale-agente e il modello positivista. Entrambi partono dal presupposto comune dell'esistenza di un contratto che vincola le due parti, ma divergono per impostazione metodologica e finalità analitiche. Il primo modello, più rigoroso sotto il

⁴ Fama E. & Jensen M., Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 1983, pp. 301–325

profilo matematico, si concentra sulle implicazioni derivanti dalla diversa tolleranza al rischio: gli azionisti sono generalmente propensi ad assumere rischi in cambio di potenziali profitti, mentre i manager mostrano una maggiore avversione al rischio, preferendo stabilità e sicurezza.

Il secondo filone, di natura più empirica, si sofferma sulle situazioni in cui emergono conflitti di interesse tra proprietà e gestione. Tale approccio metodologico, il modello positivista, si fonda su due proposizioni principali. La prima afferma che l'efficacia dell'accordo contrattuale dipende dalla struttura degli incentivi: se questi risultano ben calibrati, è più probabile che il comportamento dell'agente rispecchi gli obiettivi della proprietà. La seconda proposizione evidenzia l'importanza della disponibilità informativa: nel caso in cui i principali dispongano di un livello informativo sufficiente a monitorare con attenzione le attività del management, sarà più semplice assicurare che le decisioni assunte siano coerenti con l'interesse degli azionisti. In altre parole, la trasparenza e la tracciabilità dell'operato del management si configurano come elementi centrali nella risoluzione delle problematiche tipiche della relazione di agenzia.

1.2 Tipologie di conflitti di agenzia

La letteratura economico-aziendale ha ampiamente analizzato e sistematizzato le problematiche connesse al rapporto contrattuale tra proprietà e management, evidenziando come tale relazione possa generare situazioni di conflitto, inefficienze e comportamenti opportunistici. In particolare, Jensen e Meckling (1976), tra i primi studiosi ad approfondire il concetto di "costi di agenzia", hanno sottolineato come la separazione tra proprietà e controllo possa dare origine a decisioni manageriali non perfettamente allineate agli interessi degli azionisti, generando costi legati alla supervisione, al monitoraggio e all'eventuale perdita di valore derivante da azioni subottimali⁵.

Successivamente, Grossman e Hart (1983) hanno rafforzato l'approccio contrattualistico, ponendo l'accento sul ruolo dei diritti di controllo e sull'allocazione

⁵ Jensen M.C. & Meckling W.H., Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 1976, pp. 305–360.

dell'autorità decisionale, evidenziando come l'asimmetria informativa possa incidere in modo determinante sull'efficienza dell'impresa e sull'efficacia delle politiche di incentivazione⁶.

Holmström (1979), con il suo contributo sul moral hazard, ha ulteriormente chiarito come, in contesti aziendali complessi, la difficoltà di osservare direttamente l'impegno e le azioni del management renda necessaria l'introduzione di meccanismi strutturati di controllo e incentivazione, volti a ridurre il rischio di comportamenti opportunistici⁷.

Nel loro insieme, questi contributi teorici forniscono un quadro concettuale utile alla comprensione dei principali fattori che influenzano il comportamento della dirigenza e offrono strumenti interpretativi per progettare soluzioni organizzative e sistemi premianti capaci di allineare gli interessi dei manager con quelli degli azionisti, migliorando l'efficienza complessiva della governance aziendale⁸:

- la prima tipologia di conflitto si pone a causa dell'asimmetria informativa e della divergenza nelle condotte di condivisione del rischio,
- la seconda tipologia di conflitto si verifica tra azionisti di maggioranza e di minoranza e accade in quanto la proprietà prende decisioni a vantaggio dei primi,
- la terza tipologia di conflitto si verifica tra la proprietà e i creditori.

A causa della separazione tra proprietà e controllo nelle large corporations americane sorge il problema dell'agenzia tra azionisti e manager aziendali: ciò risale in seguito alla Seconda Rivoluzione Industriale, a cavallo tra il XIX ed il XX secolo⁹. Gli azionisti assegnano al management il compito di gestire l'organizzazione con la speranza che la dirigenza operi a beneficio dei detentori di capitale di rischio. Pur tuttavia, la dirigenza aziendale è interessata alla massimizzazione del proprio compenso: ciò si ricollega alla condotta auto appagante dell'agente che si basa sulla razionalità del comportamento¹⁰. I comportamenti umani sono razionali e volti a massimizzare i propri

⁶ Grossman S.J. & Hart O.D., An analysis of the principal-agent problem. *Econometrica*, 51(1), 1983, pp. 7–45.

⁷ Holmström B., Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 1979, pp. 74–91.

⁸ Panda B., Leepsa N., Agency theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspective. *Indian Journal of Corporate Governance*, 2017

⁹ Berle A. Means G., *The Modern Corporation and Private Property*, 1932

¹⁰ Williamson, O.E., *The Economic Institutions of Capitalism*. Free Press, New York, 1985

interessi: la discrepanza di interesse tra il principale l'agente e il mancato controllo da parte degli azionisti porta all'insorgenza del conflitto, noto in letteratura come conflitto tra principale e agente.

Alla base del conflitto che viene a sorgere tra azionisti di maggioranza e di minoranza, i proprietari maggiori sono coloro che detengono il pacchetto di maggioranza dei titoli azionari, mentre i proprietari minori sono un gruppo di azionisti che detengono una porzione ristretta della quota azionaria dell'azienda. Detenendo il potere di voto maggiore, gli azionisti di maggioranza assumono decisioni strategiche volte ad appagare i propri interessi: ciò ostacola gli interessi dei proprietari minori, i quali trovano non poche difficoltà nel proteggere la propria ricchezza¹¹.

Il conflitto che sorge tra proprietà e creditori deriva dalla strategia di finanziamento presa dall'azionariato: gli shareholders puntano ad investire sui progetti maggiormente rischiosi e da questi si attendono un rendimento maggiore¹². Il rischio incrementa il costo del finanziamento e riduce il valore del debito, che colpisce i creditori. Nel caso in cui il progetto di investimento abbia successo, l'azionariato godrà di enormi profitti, mentre l'interesse dei creditori è limitato. Nel caso in cui il progetto di investimento fallisca, i creditori sopporteranno anch'essi le perdite.

1.3 Le cause dei conflitti di agenzia

Il conflitto di agenzia è uno degli aspetti più discussi nell'ambito della teoria economica aziendale, poiché riguarda il disallineamento degli interessi tra due soggetti principali: il principale, ovvero gli azionisti, e l'agente, cioè il management o la dirigenza. Questo conflitto nasce dal fatto che i due soggetti hanno obiettivi spesso divergenti e motivazioni differenti. Gli azionisti, infatti, sono principalmente interessati a massimizzare il valore a lungo termine dell'impresa, mentre i manager, che si trovano a gestire l'impresa quotidianamente, possono essere motivati da incentivi che non necessariamente allineano i loro interessi con quelli degli azionisti. Il principale rischio derivante da questo conflitto è che i manager, se non opportunamente incentivati,

¹¹ Melis A., Carta S., Gaia S., Executive remuneration in blockholder-dominated firms. How do Italian firms use stock options? 2010

¹² Damodaran A., Corporate Finance: Theory and Practice, 1997

possano perseguire il proprio benessere personale a scapito della crescita e della sostenibilità a lungo termine dell'impresa.

Un fattore di estrema importanza che contribuisce al conflitto di agenzia è il problema dello sforzo. In assenza di incentivi adeguati, il management potrebbe non impegnarsi pienamente nel perseguire gli obiettivi aziendali, riducendo l'efficacia dell'organizzazione e limitando il potenziale di crescita. L'assenza di incentivi concreti per il management a perseguire il bene comune dell'impresa può portare a un comportamento opportunistico, che si manifesta attraverso l'adozione di strategie che soddisfano i suoi interessi a breve termine, senza curarsi degli effetti negativi sul lungo periodo per gli azionisti.

In questo contesto, emerge anche un altro aspetto fondamentale: l'avversione al rischio. Gli azionisti, in generale, sono più propensi a prendere rischi nell'ottica di ottenere rendimenti elevati nel lungo periodo, mentre i manager, che potrebbero non condividere gli stessi rischi a causa della loro posizione e della loro remunerazione più stabile, tendono ad avere una propensione al rischio più bassa. Questo disallineamento della propensione al rischio può accentuare il conflitto di agenzia, poiché il management potrebbe essere restio ad adottare politiche aziendali che comportano rischi elevati, ma che potrebbero anche generare ritorni significativi per gli azionisti. Un altro elemento che alimenta il conflitto di agenzia riguarda la partecipazione del management alle decisioni strategiche. Quando la dirigenza non è sufficientemente coinvolta o non ha una visione allineata con quella degli azionisti, si crea una separazione tra le decisioni di gestione e gli obiettivi degli azionisti, con conseguente inefficienza nel processo decisionale e nella realizzazione degli obiettivi aziendali. La mancanza di una comunicazione adeguata e di un coinvolgimento del management nelle scelte strategiche può portare a una gestione non ottimale delle risorse aziendali, indebolendo la posizione competitiva dell'impresa nel lungo periodo.

Un ulteriore fattore che contribuisce al conflitto di agenzia è rappresentato dai vincoli di compatibilità degli incentivi. Per ridurre il conflitto tra principale e agente, è essenziale che gli incentivi offerti al management siano progettati in modo tale da essere compatibili con gli obiettivi degli azionisti. In altre parole, i sistemi di incentivazione devono essere strutturati in modo che il successo dell'impresa e la creazione di valore per gli azionisti siano strettamente legati alla performance del

management. In realtà, l'allineamento completo tra gli interessi di entrambe le parti non è sempre facile da raggiungere e spesso gli incentivi possono essere disallineati, dando origine a conflitti che danneggiano l'impresa.

Oltre a questi fattori, un altro aspetto che genera conflitto di agenzia riguarda la gestione del rischio e degli utili aziendali non distribuiti. Spesso, gli azionisti di maggioranza preferiscono trattenere gli utili per finanziare progetti di investimento futuri, che potrebbero essere rischiosi, invece di distribuirli come dividendi. Questo approccio può risultare sfavorevole per gli azionisti di minoranza, che vedono ridurre i propri guadagni senza poter influenzare le decisioni strategiche dell'impresa. La gestione degli utili non distribuiti, infatti, può diventare un terreno di scontro tra le diverse categorie di azionisti, poiché le preferenze di ciascun gruppo non coincidono necessariamente.

Andando ad esplorare anche gli aspetti teorici e pratici suggeriti da autori come Jensen et al., il conflitto di agenzia può essere innescato da una serie di dinamiche legate alla separazione tra proprietà e controllo, alla durata della partecipazione, alla differente percezione del rischio, all'asimmetria informativa, e alla gestione degli utili. Questi elementi, se non gestiti correttamente, possono compromettere il funzionamento efficiente dell'impresa e minare la fiducia tra gli azionisti e il management. La soluzione a questo conflitto passa attraverso la progettazione di sistemi di governance che siano in grado di allineare gli interessi di entrambe le parti, incentivando il management a operare nel miglior interesse degli azionisti e, al contempo, garantendo che gli azionisti siano disposti a supportare la direzione strategica intrapresa.

Il conflitto di agenzia può essere ricondotto a una molteplicità di fattori, che la letteratura economico-aziendale ha ampiamente analizzato. Tra i contributi più rilevanti in materia, Jensen et al. evidenzia come tale disallineamento tra gli interessi del principale e quelli dell'agente possa derivare, da un lato, dalla necessità di condividere il rischio tra proprietà e management e, dall'altro, dalla netta separazione tra le due funzioni. Inoltre, situazioni di conflitto possono scaturire da sistemi di incentivazione ritenuti inadeguati dal management o da un limitato coinvolgimento degli agenti nei processi strategici e organizzativi, specialmente nel breve periodo. Questi elementi

concorrono a generare tensioni all'interno del rapporto fiduciario, compromettendo la piena convergenza tra gli obiettivi del management e quelli degli azionisti.¹³

Una delle principali cause che alimentano i conflitti di agenzia nelle grandi imprese è la separazione tra proprietà e controllo, che riduce l'efficacia del monitoraggio da parte degli azionisti sull'operato della dirigenza. In tale contesto, il management tende a concentrarsi sul massimo beneficio personale piuttosto che sugli interessi degli azionisti. Un altro fattore che contribuisce al conflitto di agenzia è la durata della partecipazione: mentre la proprietà aziendale è generalmente a lungo termine, la dirigenza ha una visione limitata nel tempo e quindi tende a concentrarsi sull'ottenimento di vantaggi immediati, pianificando il proprio futuro professionale altrove. Un ulteriore elemento che innesca il conflitto di agenzia riguarda la condivisione del rischio, poiché il principale e l'agente hanno una diversa propensione e percezione del rischio. In questo contesto, manager e creditori rappresentano due gruppi di interesse che, pur cercando di massimizzare i propri benefici, si trovano spesso in conflitto, dato che i manager sono più interessati a garantire la propria remunerazione, mentre i creditori sono focalizzati sul recupero degli interessi.

L'asimmetria informativa rappresenta un'altra causa significativa di conflitto: il management, essendo quotidianamente a contatto con le operazioni aziendali, dispone di un ampio bagaglio informativo, mentre gli azionisti dipendono dalle informazioni fornite dalla dirigenza. Inoltre, gli azionisti di maggioranza, grazie ai loro diritti di voto, hanno maggiore influenza sulle decisioni strategiche rispetto agli azionisti di minoranza, il cui potere decisionale risulta limitato.

Un ulteriore fattore che alimenta i conflitti tra principale e agente è il fenomeno del moral hazard, che si verifica quando una parte, isolata dal rischio, modifica il proprio comportamento rispetto a come si comporterebbe se fosse esposta al rischio in modo diretto. In tal senso, il moral hazard sorge proprio perché la dirigenza e la proprietà hanno finalità spesso divergenti. Infine, la gestione degli utili aziendali non distribuiti rappresenta un'altra causa di conflitto: quando gli azionisti di maggioranza decidono di trattenere gli utili per finanziare progetti futuri rischiosi, invece di distribuire i

¹³ Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, 1976

dividendi, gli azionisti di minoranza vedono ridotti i loro guadagni, con conseguente insoddisfazione.

1.4 Misure volte a prevenire i conflitti tra principale ed agente

Per prevenire e risolvere i conflitti che possono sorgere tra principale e agente, è fondamentale adottare una serie di misure che consentano agli azionisti di riporre fiducia nella gestione aziendale e assicurino che i manager prendano decisioni che siano coerenti con gli interessi dei proprietari. Tra i meccanismi più comuni e efficaci per affrontare tale disallineamento, possiamo citare i seguenti:

- *Sistema di compensazioni*: un adeguato sistema di incentivi è essenziale per motivare il management a lavorare verso il miglioramento delle performance aziendali. Questi sistemi di compensazione, se progettati correttamente, possono allineare gli interessi dei manager con quelli degli azionisti, contribuendo a massimizzare il valore dell'impresa. Un esempio di tale meccanismo può essere rappresentato da bonus legati al raggiungimento di obiettivi specifici e misurabili che riflettono il benessere e la crescita dell'impresa nel lungo periodo.
- *Proprietà manageriale*: l'assegnazione di pacchetti azionari ai manager, noto come "equity-based compensation", ha il vantaggio di allineare direttamente gli interessi del management con quelli degli azionisti. Quando i manager possiedono una parte significativa delle azioni, hanno un interesse diretto nel miglioramento del valore azionario, poiché il loro guadagno personale dipende direttamente dal successo e dalla crescita dell'impresa.
- *Nomina di amministratori indipendenti*: l'introduzione di amministratori indipendenti, che non sono coinvolti nelle operazioni quotidiane e che provengono da un contesto esterno, può migliorare la trasparenza e il controllo sul management. Questi amministratori, infatti, sono in una posizione migliore per monitorare in modo imparziale l'operato della dirigenza e garantire che le decisioni strategiche siano in linea con gli interessi degli azionisti. L'indipendenza di questi membri del Consiglio di amministrazione riduce anche il rischio di conflitti d'interesse interni.

Tuttavia, l'adozione di questi meccanismi non è priva di costi, noti come costi di agenzia. Questi oneri, definiti in letteratura economica come i costi associati al disallineamento degli interessi tra proprietà e management, comprendono una varietà di spese interne necessarie per monitorare e gestire efficacemente il rapporto tra le due parti. Tra questi costi troviamo quelli relativi alla raccolta e all'analisi delle informazioni necessarie per monitorare le azioni dell'agente, i costi per la selezione e la formazione dei dirigenti, e le perdite derivanti da decisioni errate adottate dalla dirigenza.

Per ridurre questi costi di agenzia, è necessario che gli azionisti adottino politiche di monitoraggio più efficaci. Ciò comporta l'investimento di risorse, sia in termini finanziari che di tempo, per garantire che il management operi in conformità con gli obiettivi aziendali. Il monitoraggio delle performance del management aziendale può comportare spese considerevoli, come quelle per la sorveglianza delle attività aziendali o per la valutazione periodica della condotta dei dirigenti. In particolare, la nomina di membri all'interno del Consiglio di amministrazione può rappresentare una spesa diretta di monitoraggio. Ciò include i costi associati all'assunzione, alla formazione e alla gestione della classe manageriale, ma anche i costi impliciti legati alla possibilità di decisioni errate. La continua e attenta supervisione da parte della proprietà garantisce che gli interessi degli azionisti siano rappresentati, riducendo al minimo il rischio che il management prenda decisioni in contrasto con quelli del principale. Tuttavia, come evidenziato da Williamson, la separazione tra proprietà e controllo porta inevitabilmente a una perdita residua legata ai costi di agenzia, che si manifestano in una forma di inefficienza nelle decisioni aziendali. Per ridurre questa perdita, è essenziale che il principale assuma oneri di monitoraggio, che costituiscono il prezzo da pagare per ottenere che le decisioni della dirigenza siano sempre in linea con gli obiettivi a lungo termine dell'impresa¹⁴.

¹⁴ Williamson, *Corporate finance and corporate governance*. Journal of Finance, 43, 1988

1.5 Performance aziendale, benessere e conflitti tra principale e agente

Per salvaguardare i propri interessi, la dirigenza aziendale può lasciare in secondo piano le finalità stabilite dai vari stakeholders aziendali interni ed esterni (soci, fornitori, creditori, banche, etc.), ovvero massimizzare i profitti aziendali. Bower e Paine sostengono che la massimizzazione del profitto per gli azionisti è il primo punto dell'agenda dei manager, nella quale la reale salute dell'impresa perde di rilevanza e scivola verso il fondo. La contrapposizione “shareholders' wealth” e “company's health” è nodale¹⁵: per quanto possa sembrare un cambiamento di poco conto, la soluzione prospettata riduce la vulnerabilità aziendale e alimenta la tensione nel medio-lungo termine. Il focus nella Teoria dell'Agenzia deve essere riequilibrato a vantaggio dell'impresa, dipendenti, clienti e vari portatori di interessi, tornando al vero interesse dell'azienda. Sassoon sostiene che *“i risultati migliori in termini economico-finanziari vengono raggiunti dalle aziende che, sotto la guida di accorti manager, perseguono obiettivi di lungo termine anziché di breve”*¹⁶.

Al centro della teoria di Robert Edward Freeman vi sono gli stakeholders, ovvero i portatori di interessi, senza i quali non è possibile il raggiungimento del pieno valore esprimibile dall'attività imprenditoriale e la sua sostenibilità¹⁷. L'aspetto innovativo di tale orientamento risiede nella sua visione strategica: la “Stakeholder resource-based theory” suggerisce che un'impresa possa essere considerata come un intreccio di stakeholders, rendendo quindi poco utile la distinzione tra l'impresa da un lato e gli stakeholders dall'altro. Un contributo significativo in questa direzione è fornito da Savage, Nix, Whitehead e Blair, i quali, pur riconoscendo il valore della tradizionale distinzione tra stakeholders primari e secondari, propongono una visione più funzionale per la valutazione e gestione di tali gruppi. Secondo questi autori, è più rilevante esaminare la potenziale minaccia che ogni stakeholder può rappresentare per l'organizzazione aziendale o, al contrario, la possibilità di instaurare una relazione di collaborazione efficace, al fine di sviluppare politiche manageriali più orientate al lungo termine¹⁸.

¹⁵ Bower, J.L. and Paine, L.S., *The Error at the Heart of Corporate Leadership*. Harvard Business Review, 2017

¹⁶ Sassoon E., *Proprietà dell'azienda, responsabilità dei manager*, 2017

¹⁷ Parman B., Freeman E., *Stakeholder Theory: The State of the Art*, Cambridge University Press, 2010

¹⁸ Savage G., Nix T., Whitehead J., *Strategies for assessing and managing organizational stakeholders*, Academy of Management Executive, n.2, 1991

Definire le possibilità di minaccia consente agli agenti (manager) di progettare lo scenario peggiore (worst-case scenario). Al contrario, la possibilità di attivare un rapporto collaborativo definisce lo scenario migliore per l'impresa (best-case scenario) ed è un'informazione cruciale. Essa permette all'agente di comprendere in quali situazioni può allearsi con gli stakeholder, al fine di gestire le diverse problematiche in modo più efficace. In generale, uno stakeholder ha maggiori possibilità di rappresentare una minaccia quanto più l'impresa dipende da esso. D'altra parte, uno stakeholder è considerato più collaborativo quanto più dipende dall'impresa stessa. Gli autori sottolineano che esistono numerosi fattori che influenzano la propensione degli stakeholder ad essere minacciosi o collaborativi. Di seguito, vengono riportati i principali fattori che determinano la possibilità di minaccia o collaborazione degli stakeholder:

Fattori che influiscono sulle possibilità di minaccia o collaborazione:

1. *Dipendenza reciproca*: un'impresa che dipende fortemente da uno stakeholder ha più probabilità di subire una minaccia se questo decidesse di adottare una posizione antagonista. Viceversa, se l'impresa è percepita come fondamentale per lo stakeholder, questo avrà maggiori incentivi a collaborare, piuttosto che minacciare.
2. *Flessibilità e potere di negoziazione*: stakeholder con una forte capacità di negoziazione o che controllano risorse vitali per l'impresa, come finanziamenti o canali distributivi, sono più propensi a esercitare una forma di minaccia. Al contrario, se l'impresa ha il potere di influenzare o controllare le risorse dello stakeholder, la relazione tende a essere più collaborativa.
3. *Stabilità e prevedibilità dei rapporti*: quando una relazione con uno stakeholder è stabile e ben definita, ci sono meno probabilità che sorgano conflitti. Le relazioni instabili o soggette a frequenti cambiamenti sono invece terreno fertile per potenziali minacce.
4. *Allineamento degli obiettivi*: gli stakeholder che condividono gli stessi obiettivi dell'impresa sono più inclini a cooperare, poiché vedono il successo dell'impresa come un beneficio anche per sé stessi. Se, al contrario, gli obiettivi degli stakeholder sono divergenti, aumenta il rischio di conflitto e di minaccia.

Nella figura sottostante sono riportati i fattori che influiscono sulla possibilità di minaccia o di collaborazione degli stakeholders.

Fattori	Aumenta o diminuisce la possibilità di minaccia da parte dello stakeholder?	Aumenta o diminuisce la possibilità di adozioni da parte dello stakeholder?
Lo stakeholder controlla le risorse chiave (necessarie per l'impresa)	Aumenta	Diminuisce
Lo stakeholder non controlla le risorse chiave	Diminuisce	Aumenta
Stakeholder più potente dell'impresa	Aumenta	Diminuisce
Stakeholder meno potente dell'impresa	Diminuisce	Aumenta
Stakeholder propenso ad adozioni di supporto per l'impresa e che non coalizza con altri stakeholder contro l'impresa	Diminuisce	Aumenta
Stakeholder propenso a coalizzarsi con altri stakeholder contro l'impresa	Aumenta	Diminuisce

Tab 1. Le strategie degli stakeholders

Fonte: Savage G., Nix T., Whitehead J., *Strategies for assessing and managing organizational stakeholders*, Academy of Management Executive, n.2, 1991, pg. 64

Attraverso la rappresentazione delle due variabili dimensionali (potenziale minaccia e potenziale collaborazione) in una tabella a doppia entrata e assegnando loro un valore elevato o basso, si può sviluppare una matrice che permetta agli agenti di classificare gli stakeholders in base a questi criteri.

Possibilità di Minaccia	Alta	Bassa
Alta	Shareholder: Non orientato (Mixed Blessing)	Shareholder: Amichevole (Supportive)
	Strategia: Collaborazione (Collaborate)	Strategia: Coinvolgimento (Involve)
Bassa	Shareholder: Avversario (Nonsupportive)	Shareholder: Marginale (Marginal)
	Strategia: Difesa (Defend)	Strategia: Monitoraggio (Monitor)

Tab 2. Classificazione degli stakeholders

Fonte: Savage G., Nix T., Whitehead J., *Strategies for assessing and managing organizational stakeholders*, Academy of Management Executive, n.2, 1991, pg. 65

Nel quadrante in alto a destra, caratterizzato da una bassa probabilità di minaccia e un'alta probabilità di collaborazione, si trovano gli stakeholders che supportano l'organizzazione, i quali richiedono da parte del management una strategia partecipativa. Nel quadrante in alto a sinistra, con un'alta probabilità di minaccia e un'alta probabilità di collaborazione, si trovano gli stakeholders ambivalenti, per i quali è necessaria una strategia di collaborazione. Nel quadrante in basso a destra, dove sia la minaccia che la collaborazione sono basse, si trovano gli stakeholders marginali, poco interessati all'organizzazione, per i quali il management dovrebbe adottare una strategia di monitoraggio. Infine, nel quadrante in basso a sinistra, con una bassa probabilità di minaccia e di collaborazione, si trovano gli stakeholders contrari, per i quali il management dovrebbe impiegare una strategia difensiva.

Per evitare conflitti derivanti dal disallineamento degli interessi tra i principali e gli agenti, vengono introdotti pacchetti di incentivi legati alla performance aziendale. Questi pacchetti sostituiscono parte della retribuzione dei dirigenti e possono includere stock options, performance shares e restricted stock. Le stock options offrono ai

dirigenti il diritto di acquistare azioni a un prezzo prefissato. Se la performance dell'azienda è positiva, il valore delle stock options aumenta, consentendo al management di realizzare un guadagno sulla differenza tra il prezzo di mercato e il prezzo di esercizio. Se invece il valore delle azioni diminuisce, si verifica una perdita per l'azienda e il management non beneficia di alcun guadagno, incentivando in tal modo il comportamento orientato al benessere dell'organizzazione¹⁹.

Il grado di benessere aziendale può avere un impatto determinante sulle prestazioni dei dipendenti e può essere concepito come *“bene organizzativo importante, dal momento che un lavoratore felice è un buon lavoratore”*²⁰. Il fatto che la stessa organizzazione aziendale possa preoccuparsi di wellness può apportare notevoli vantaggi di natura economica e sociale: non a caso gli ambienti organizzativi che sono caratterizzati da un'elevata produttività e da un'elevata performance, sostengono oneri economici assai ridotti. I ricercatori della University of Virginia mettono in evidenza il fatto che i lavoratori più soddisfatti producono reddito, contribuiscono ad aumentare i profitti aziendali e incrementano la competitività. Jonathan Haidt, nello studio *“The Happiness Hypothesis; Putting Ancient Wisdom to the Test of Modern Science”*, sottolinea che il benessere organizzativo assume un ruolo rilevante e assumono un valore sempre maggiore i benefit monetari e non monetari²¹.

A proposito delle forme di incentivo sopra richiamate, esistono altre forme di incentivazione:

- piano di bonus discrezionale, piano in cui il management determina l'entità del livello di bonus e gli importi da assegnare ai singoli dopo un periodo di prestazione,
- piano retributivo che premia il raggiungimento di risultati specifici, che vengono fissati all'inizio del ciclo di performance,
- piano di partecipazione agli utili,
- premi spot,

¹⁹ Breakley R. Myers S. & Allen F., *Principles of Corporate Finance*, 11th Global Edition. McGraw-Hill Higher Education, 2013

²⁰ De Carlo N., Falco A., Capozza D., *Stress, benessere organizzativo e performance*, Franco Angeli, 2013

²¹ Jonathan Haidt, *The Happiness Hypothesis; Putting Ancient Wisdom to the Test of Modern Science*, Random House, London, 2006, 297 pp, ISBN 9780434013364

- bonus di progetto,
- bonus di ritenzione.

Analizzando la correlazione intercorrente tra benessere e performance, un forte orientamento al benessere può comportare prestazioni superiori: migliori risultati di natura economica potrebbero incrementare il successo aziendale. Un forte senso di appartenenza all'organizzazione potrebbe contribuire al potenziamento della motivazione e della soddisfazione tali da indurre un miglioramento della performance d'azienda. Grazie alla maggiore disponibilità di risorse economiche, l'organizzazione potrebbe investire e beneficiare di piani di sviluppo che contribuiscano a migliorare l'ambiente. L'influenza di variabili contingenti all'ambiente potrebbe contribuire ad un netto miglioramento dei risultati²².

1.6 Misurare la performance aziendale

La misurazione dello sforzo e la relazione tra paga e performance aziendale sono elementi fondamentali nel contesto della gestione delle risorse umane e nel tentativo di allineare gli interessi tra principale e agente, soprattutto in un sistema aziendale complesso. Il legame tra la retribuzione dei manager e le performance aziendali, in particolare la redditività e la performance di mercato, è al centro della teoria dell'Agenzia, la quale esplora come gli incentivi legati alla performance possano ridurre il conflitto di interessi tra gli azionisti (principale) e il management (agente). In tale contesto, misurare lo sforzo dei manager diventa cruciale per determinare se gli incentivi siano adeguati a motivarli a raggiungere gli obiettivi aziendali, che vanno ben oltre il semplice aumento dei profitti a breve termine. Gli sforzi possono essere misurati attraverso indicatori di performance specifici, come il ritorno sugli investimenti (ROI), il ritorno sul capitale (ROE), o misure più ampie che considerano la crescita a lungo termine, la sostenibilità e il valore per gli stakeholder.

La relazione tra paga e performance si manifesta attraverso diversi strumenti di incentivazione, come le stock options, i bonus legati alla performance e altri pacchetti retributivi che si basano sulla redditività aziendale o sulla performance di mercato. Tali

²² Schneider, B., *Organizational climate and culture*, 1° ed., San Francisco: Jossey Bass Publishers, 1990

strumenti sono progettati per allineare gli interessi dei manager con quelli degli azionisti, riducendo così i conflitti di agenzia. Ad esempio, le stock options offrono ai manager il diritto di acquistare azioni a un prezzo prefissato, incentivando la gestione orientata all'incremento del valore azionario. Se la performance dell'azienda è positiva, il valore delle azioni aumenta, creando un guadagno per il management. Al contrario, se la performance dell'azienda è negativa, non si verificano guadagni per il management, incentivando un comportamento che favorisca il benessere e la stabilità a lungo termine dell'impresa. Tuttavia, la misurazione della performance non si limita solo ai risultati finanziari immediati, ma deve considerare anche indicatori legati alla crescita sostenibile, alla fidelizzazione dei clienti, al benessere dei dipendenti e alla reputazione aziendale, che sono aspetti fondamentali per la competitività e la sostenibilità a lungo termine dell'impresa.

Nel contesto della misurazione dello sforzo, si deve anche considerare la dimensione del benessere organizzativo. Un lavoratore motivato, che percepisce il benessere come un valore all'interno dell'azienda, è più incline a impegnarsi e a contribuire alla performance complessiva dell'organizzazione. Le politiche aziendali che favoriscono un ambiente di lavoro positivo, che supportano la motivazione intrinseca e l'appartenenza, non solo riducono il turnover, ma possono anche portare a un incremento della produttività, e quindi della redditività aziendale. In tal senso, il benessere si intreccia strettamente con la performance, con effetti che si manifestano sia nel breve che nel lungo periodo.

Le forme di incentivazione, come i piani di bonus discrezionali, i premi legati a progetti o gli bonus di ritenzione, sono altrettanti strumenti per misurare e legare direttamente la paga alla performance aziendale. L'efficacia di questi strumenti dipende dal loro corretto allineamento con gli obiettivi aziendali e dalla loro capacità di misurare e premiare il giusto tipo di performance. La relazione tra paga e performance deve essere attentamente progettata in modo tale da evitare fenomeni di "effetto corto" – dove il management si concentra esclusivamente su obiettivi a breve termine, come il profitto immediato, piuttosto che su una performance sostenibile e duratura.

La retribuzione basata sulle azioni comporta il perseguimento della massimizzazione del valore aziendale, ma comporta anche delle imperfezioni. I maggiori incentivi potrebbero portare la classe dirigenziale a comunicare ai mercati informazioni false o

errate sull'andamento dell'organizzazione, oltre a manipolare le informazioni, mostrando un incremento del prezzo delle azioni. Gli agenti mireranno ad investire risorse sui progetti maggiormente rischiosi in vista di un maggiore Return On Investment (ROI), ma potrebbe comportare una *loss* per la proprietà e per il management. Inoltre, bisogna considerare il fatto che il prezzo dei piani di stock option non dipenda solo dall'operato dei manager, ma anche dal market risk, il quale sorge da oscillazioni indesiderate dei prezzi, nei saggi di interesse e nella volatilità delle opzioni. Le tecniche di valore al rischio rappresentano il primo step dei sistemi di risk management finalizzato a stimare le probabilità di perdita monetaria²³.

Dal momento che le quotazioni delle azioni dipendono dalle attese dei risparmiatori rispetto agli utili futuri, i tassi di ritorno dipendono dalla prestazione aziendale rispetto alle attese. A tale proposito occorre ricordare il contributo di Coda in merito alla relazione che intercorre tra disegno strategico e performance, la quale risulta essere mediata dalle attività: tutte le attività svolte dalla stessa organizzazione aziendale generano costi e benefici da cui dipendono la performance, ovvero i risultati reddituali, competitivi e sociali. Le attività modellano e si dispiegano secondo un disegno racchiuso nella strategia operante, il quale può essere oggetto di interventi (di cambiamenti o di consolidamento) che necessariamente si esplicitano nell'espletamento di azioni decise dall'agente²⁴.

Per incidere sulle performance, il management deve intervenire sulle attività e sulle loro coordinazioni, revisionandone il disegno strategico o implementandolo in modo quanto più efficiente possibile per rivitalizzare o cambiare l'impostazione strategica. Le attività, secondo lo studioso, sono riconducibili a due sottosistemi di natura differente, ma tra loro interagenti, a cui corrispondono due differenti tipologie di strategia operante. I sottosistemi sono riconducibili a quello delle "attività correnti" e a quello delle "attività non correnti", regolati da una strategia realizzata ed una in fase di realizzazione.

Riportiamo nella sottostante figura le relazioni tra strategie, attività e performance. Le attività correnti sono attività a svolgimento ricorrente e circolare, mentre le altre attività sono realizzatrici o modificatrici delle condizioni di svolgimento delle attività correnti.

²³ Orsi F., *Misurazione del rischio di mercato*, Plus, 2009

²⁴ Coda V., *Strategia aziendale e vantaggio competitivo*, McGraw-Hill, 2008

Compito dell'agente, ovvero del management, di gestire allo stesso tempo questi due sottosistemi, venendo ad innestare il primo sul secondo. Le performance aziendali dipendono dal dispiegarsi della dinamica gestionale complessiva, la quale dipende dalla strategia ad essa soggiacente, ossia dal disegno sistemico, unitario e dinamico, di fatto operante e soggetto a mutare, in conseguenza degli svolgimenti gestionali e dei risultati prodotti.

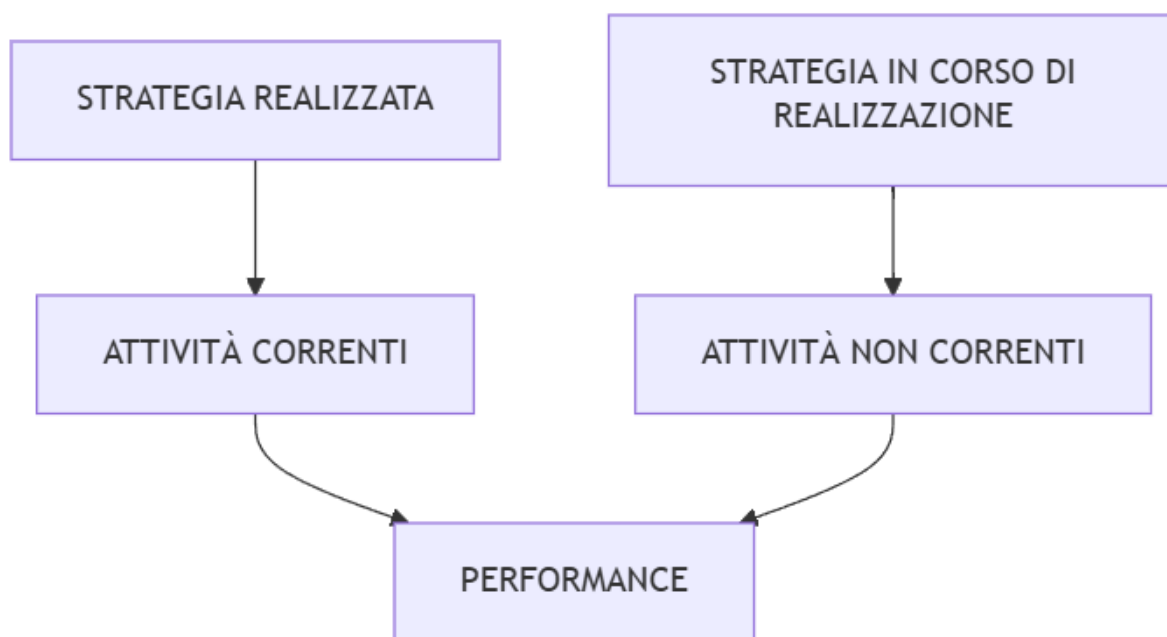


Fig. 1. Dalla strategia alla performance attraverso le attività correnti e non correnti

Fonte: Coda V., *Strategia aziendale e vantaggio competitivo*, McGraw-Hill, 2008

Per determinare se le decisioni prese dall'agente siano efficienti ed etiche, la performance aziendale viene valutata utilizzando un approccio contabile. In questo modo, la proprietà ha la possibilità di giudicare il comportamento del management sulla base di fattori che fanno parte della struttura organizzativa, di cui il manager è responsabile. Tra questi fattori, si annoverano i costi, i ricavi, la fornitura di beni e servizi, oltre a molteplici altri indicatori.

L'utilizzo del metodo contabile per misurare la performance presenta diversi vantaggi, come la possibilità di considerare la performance assoluta e di valutare l'operato dei

manager junior. Le aspettative della proprietà nei confronti del management riguardano gli investimenti, che dovrebbero avere un valore attuale netto positivo, ovvero un tasso di ritorno superiore al costo del capitale impiegato.

1.7 Strategia, attività e performance

Come precedentemente sottolineato, la performance aziendale dipende dalla dinamica complessiva della gestione, che include sia le attività correnti che quelle non correnti. Il termine “gestionale”, in questo contesto, si riferisce a tutte le operazioni amministrative che un’organizzazione aziendale svolge, e non solo alle attività gestionali in senso stretto. Queste attività, che si sviluppano all’interno di un determinato contesto ambientale, influenzano direttamente le performance aziendali. Questo concetto è supportato dalla letteratura economico-aziendale, che definisce il reddito di esercizio come il “cambiamento del capitale netto iniziale derivante dalla gestione aziendale”.

Questo legame causale tra gestione e performance richiede una distinzione tra le attività correnti e non correnti. Le prime sono tipiche delle organizzazioni aziendali già avviate e riflettono le operazioni ricorrenti che determinano la movimentazione del capitale circolante. Esse seguono i cicli di gestione monetaria ed economica propri dell’azienda, che comprendono l’acquisizione degli input necessari alla produzione, la loro trasformazione in beni e servizi destinati a soddisfare i bisogni dei consumatori, e la successiva distribuzione e commercializzazione, accompagnate dalle relative operazioni monetarie (incassi e pagamenti).

Tali attività sono generatrici di flussi di cassa e di reddito su cui si impernia l’equilibrio economico-finanziario globale della gestione. Le attività correnti sono il fondamento di un vantaggio o di uno svantaggio competitivo, nella misura in cui sono svolte rispettivamente meglio e/o a costi minori oppure peggio e/o a costi maggiori dei competitors. Le attività correnti possono essere rappresentate in termini statici

utilizzando la catena del valore²⁵ o, in termini dinamici, utilizzando un modello di rappresentazione del “sistema della gestione corrente”.

Le attività non correnti realizzano le condizioni che rendono possibile lo svolgersi delle attività correnti in determinati ambiti e con determinati livelli di efficacia e di efficienza oppure consentono di migliorarle o di innovarle in modo radicale. Esse determinano la configurazione e l'evoluzione del posizionamento strategico e della struttura organizzativa dell'azienda. Stante la funzione delle attività non correnti, esse non possono rappresentarsi se non all'interno di un modello che vada a rappresentare la dinamica strategica dell'azienda. I percorsi dinamici impressi all'organizzazione aziendale dalle attività sono quelli risultanti da uno o più dei seguenti processi:

- processi di ristrutturazione
- processi di consolidamento,
- rimozione delle inefficienze,
- difesa delle strutture dedicate alle attività critiche.

La distinzione tra attività correnti e non correnti è di cruciale rilevanza ai fini della focalizzazione degli agenti (manager), che sono chiamati a gestire l'azienda in avviato funzionamento e a gestire l'azienda in sviluppo. Inoltre, la distinzione sopra richiamata risulta importante ai fini dell'apprezzamento delle performances reddituali, che possono beneficiare di un'accorta gestione strategica svolta in esercizi trascorsi e di un'attuale gestione attuale improntata a logiche di “spremitura”. Il management che assume la responsabilità della guida di un'organizzazione aziendale deve essere in grado di rispondere al seguente quesito: *“Quale disegno strategico costituisce il tessuto connettivo delle innumerevoli attività, correnti e non?”*. Gestire in modo consapevole un'azienda significa gestirne la strategia operante, ovvero il disegno strategico che soggiace alle attività. La strategia operante si tratta di una duplice strategia, “realizzata” e “in corso di realizzazione”.

La strategia realizzata, che soggiace ai processi in cui si dispiegano le attività correnti aziendali in avviato funzionamento, consta di un sistema di scelte tra loro interdipendenti che definiscono la struttura operante al servizio delle attività correnti

²⁵ Porter M., *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, Simon and Schuster, 30 giugno 2008

ed il posizionamento delle aree strategiche di affari funzionanti. La strategia in corso di realizzazione, che soggiace ai processi in cui si dispiegano le attività non correnti, consta delle decisioni ed azioni che determinano l'evolversi della struttura e del posizionamento operanti dell'azienda.

Strategia realizzata ed in corso di realizzazione si connettono in maniera dinamica in un intreccio che rispecchia le relazioni dinamiche colleganti gli svolgimenti della gestione corrente a quelli della gestione strategica. Tali relazioni fanno delle attività correnti l'alveo da cui possono germinare innovazioni strategiche, gestionali ed operative, che si inscrivono nei processi di gestione strategica²⁶.

1.8 Motivazione ed evoluzione degli incentivi

Nel moderno contesto economico-finanziario, la motivazione alla base dell'uso di strumenti incentivanti per i manager risiede nell'esigenza di risolvere i problemi generati dalla separazione tra proprietà e controllo all'interno delle imprese, specialmente quelle quotate. Questo problema è stato formalizzato dalla teoria dell'agenzia, sviluppata da Jensen e Meckling, secondo cui il principale (l'azionista) delega potere decisionale all'agente (il manager), con il rischio che quest'ultimo agisca in modo opportunistico e contrario agli interessi del primo²⁷.

In assenza di strumenti di controllo adeguati, l'agente può scegliere strategie subottimali, evitare investimenti rischiosi ma potenzialmente redditizi, perseguire interessi personali o manipolare le informazioni. Per contrastare questo disallineamento, la letteratura economica suggerisce l'introduzione di sistemi retributivi variabili che colleghino la remunerazione del manager alla performance dell'azienda. L'incentivo agisce da meccanismo di "auto-correzione" che stimola il dirigente ad agire in modo coerente con gli obiettivi aziendali, riducendo i costi di agenzia²⁸.

Tra gli strumenti incentivanti più noti e discussi vi sono le stock options, che danno al manager il diritto di acquistare azioni della società a un prezzo prefissato, in una data futura. Se la performance dell'impresa è positiva, il valore dell'azione aumenta e il

²⁶ Bianchi Martini S., *Introduzione all'analisi strategica dell'azienda*, Giappichelli editore, 2009

²⁷ Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, 1976

²⁸ Fama E.F., Jensen M.C., *Separation of Ownership and Control*, Journal of Law and Economics, 1983

manager ottiene un guadagno, beneficiando direttamente del successo aziendale. Questo tipo di incentivo è ritenuto particolarmente efficace perché trasferisce una parte del rischio d'impresa al manager, che viene così motivato a massimizzare il valore azionario dell'azienda²⁹.

Pur tuttavia, diversi studi hanno mostrato come i piani di compensazione basati su azioni possano anche generare effetti distorsivi nel comportamento dei CEO, portandoli a prendere decisioni che massimizzano il valore azionario nel breve termine, a scapito della sostenibilità aziendale. Un'analisi approfondita di queste dinamiche è proposta da Benmelech, Kandel e Veronesi (2008), i quali, nel loro intervento presso la Banca d'Italia, evidenziano come tali meccanismi possano produrre incentivi perversi che compromettono l'efficacia della governance aziendale³⁰.

Storicamente, l'utilizzo sistematico degli incentivi legati alla performance manageriale si è sviluppato a partire dagli Stati Uniti nella seconda metà del Novecento. Durante gli anni '50 e '60, alcune multinazionali iniziarono a introdurre stock options come forma di compensazione per i dirigenti, ma è solo a partire dagli anni '80 che il loro utilizzo divenne strutturale, specialmente in risposta alla crescente pressione degli azionisti per migliorare la corporate governance e ridurre le inefficienze manageriali³¹.

La diffusione delle stock options negli anni '90 è stata favorita anche da una serie di modifiche fiscali e contabili che ne hanno incrementato la convenienza, almeno nel contesto statunitense³². Parallelamente, il dibattito accademico ha iniziato a distinguere tra visioni contrastanti sull'efficacia di tali strumenti. Secondo la "Optimal Contracting View", le stock options rappresentano il modo più efficiente di motivare i manager. La "Managerial Power View", invece, sottolinea i rischi di abusi, manipolazioni e uso eccessivo del potere contrattuale da parte dei dirigenti.

²⁹ Murphy K.J., *Executive Compensation*, in: Ashenfelter O., Card D. (eds.), *Handbook of Labor Economics*, Vol. 3B, Elsevier, 1999

³⁰ Benmelech E., Kandel E., Veronesi P. (2008), *Stock-Based Compensation and CEO (Dis)Incentives*, seminario presso Banca d'Italia, 27 marzo 2008, disponibile su: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/altri-atti-seminari/2009/veronesi_benmelech.pdf

³¹ Hall B.J., Liebman J.B., *Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?*, *Quarterly Journal of Economics*, 1998

³² Boynton C., DeFilippes P., Legel E., *A first look at schedule M-3 Reporting by large corporations*, Tax Notes, 2006

In Europa, la diffusione di questi strumenti ha avuto un'evoluzione più graduale, con significativi ritardi culturali, normativi e fiscali rispetto agli Stati Uniti. Inizialmente considerati con diffidenza, i sistemi di incentivazione legati al valore azionario sono stati progressivamente introdotti in molte aziende europee a partire dagli anni Duemila, soprattutto nei settori più competitivi e globalizzati come il bancario, il tecnologico e l'energetico³³.

In Italia, l'adozione delle stock options è avvenuta ancora più lentamente. Le prime esperienze significative risalgono alla seconda metà degli anni '90, principalmente nelle grandi società quotate. Tuttavia, fino ai primi anni 2000, gli incentivi variabili erano utilizzati con prudenza, a causa di un tessuto imprenditoriale dominato da imprese familiari, dove la separazione tra proprietà e controllo è ridotta e il sistema di governance meno formalizzato³⁴.

Oggi, le imprese italiane, anche grazie all'influenza delle direttive europee e delle best practices internazionali, stanno gradualmente adottando pacchetti retributivi più articolati, che comprendono non solo stock options ma anche performance shares, bonus legati ad obiettivi ESG e retention schemes. Ciononostante, il numero di imprese che adotta piani di incentivazione equity-based resta contenuto rispetto alla media europea, e molti piani vengono disegnati con formule conservative o vincoli stringenti³⁵.

L'evoluzione degli strumenti incentivanti riflette anche il passaggio da una logica orientata al breve termine – basata esclusivamente sul prezzo azionario – a una logica di lungo periodo, che incorpora elementi come la sostenibilità ambientale, il valore condiviso e la gestione del capitale umano. Le aziende più avanzate tendono oggi a introdurre sistemi multidimensionali di valutazione, che collegano la retribuzione variabile a risultati economici, sociali e ambientali³⁶.

³³ Conyon M.J., Murphy K.J., *The Prince and the Pauper? CEO Pay in the United States and United Kingdom*, Economic Journal, 2000

³⁴ Enriques L., Volpin P., *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, Journal of Economic Perspectives, 2007

³⁵ Ferrero G., Gotti G., Zang Y., *Corporate Governance Reforms and Earnings Management: Evidence from Italy*, Journal of International Accounting Research, 2014

³⁶ Eccles R.G., Ioannou I., Serafeim G., *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*, Management Science, 2014

Appare, dunque, evidente che la motivazione e l'evoluzione degli strumenti di incentivazione manageriale rispondono all'esigenza di allineare gli interessi tra agenti e principali, ma anche alla crescente complessità dei sistemi economici e alla pluralità di obiettivi aziendali. Le stock options ne rappresentano una delle forme più studiate ed emblematiche, la cui efficacia dipende dalla struttura contrattuale, dal contesto normativo e dalla capacità dell'impresa di integrare la performance economica con altri indicatori di valore a lungo termine.

Capitolo 2

Rassegna della letteratura economico-aziendale

Le stock options si configurano come uno strumento fondamentale nella gestione aziendale contemporanea, non solo come mezzo per incentivare i dirigenti, ma anche come strumento per allineare gli obiettivi del management a quelli degli azionisti. Questi strumenti, che rappresentano una forma di compenso variabile, permettono di legare la performance dell'impresa al successo individuale dei manager, favorendo così una visione strategica condivisa tra le due parti. La flessibilità delle stock options le ha rese adatte a contesti economici e normativi diversi, garantendo la loro rilevanza tanto nelle grandi aziende multinazionali quanto nelle startup in rapida espansione.

Nel corso degli ultimi decenni, l'evoluzione del contesto economico e il crescente rilievo della corporate governance hanno incrementato l'interesse verso strumenti di incentivazione innovativi, come le stock options. La globalizzazione dei mercati e la crescente competitività internazionale hanno reso necessari modelli di gestione che siano in grado di attrarre e trattenere talenti, allineando gli interessi del management con quelli degli azionisti. Ciò ha portato le aziende a sperimentare diverse configurazioni di stock options, integrando fattori di sostenibilità e obiettivi di performance a lungo termine.

Le implicazioni delle stock options vanno oltre la semplice incentivazione economica, influenzando la trasparenza e l'accountability aziendale, e contribuendo così a rafforzare le strutture di governance. Tuttavia, il loro impiego presenta anche diverse problematiche, come la necessità di bilanciare gli obiettivi di breve e lungo termine e garantire un'equa distribuzione del valore creato tra tutti gli stakeholder. Questi aspetti richiedono un'analisi approfondita delle dinamiche legate all'uso delle stock options e delle sue conseguenze sul piano aziendale e normativo.

Il presente capitolo si propone di esaminare queste tematiche attraverso una rassegna della letteratura esistente, focalizzandosi in particolare sul ruolo delle stock options nell'allineamento degli interessi tra manager e azionisti. Saranno analizzate le principali teorie economiche di riferimento, le applicazioni pratiche in vari contesti aziendali e le implicazioni normative e contabili, con l'obiettivo di offrire una

panoramica esaustiva su questo strumento cruciale per la gestione aziendale moderna.

2.1 Origini e teorie di riferimento

L'adozione delle stock options come strumento di incentivazione per i manager ha una solida base teorica nella teoria dell'agenzia. Questa teoria, sviluppata principalmente da Jensen e Meckling nel 1976, esamina i conflitti di interesse che possono emergere nei contratti tra principal (azionisti) e agent (manager). I manager, incaricati della gestione operativa dell'azienda, possono talvolta adottare comportamenti opportunistici che non corrispondono agli interessi degli azionisti, come ad esempio privilegiare strategie a breve termine o perseguire vantaggi personali³⁷.

Le stock options sono state pensate per ridurre questi conflitti, incentivando i manager a concentrarsi sull'aumento del valore azionario. Secondo la "Optimal Contracting View", pur riconoscendo che non esistono contratti perfetti, le stock options sono considerate una soluzione ottimale per ridurre i costi di agenzia. Tuttavia, la "Rent Extraction View" solleva preoccupazioni circa il possibile abuso di questi strumenti, che in alcune circostanze possono favorire solo gli azionisti di controllo a scapito degli azionisti di minoranza. Altre teorie, come la "Perceived Cost View", mettono in evidenza l'impatto delle stock options sulla percezione degli investitori, considerando queste come strumenti non solo di incentivazione ma anche di gestione della comunicazione aziendale.

Oltre alla teoria dell'agenzia, altre prospettive economiche e organizzative contribuiscono a comprendere il ruolo e l'efficacia delle stock options. La "Resource-Based View" sottolinea l'importanza delle risorse intangibili, come il capitale umano, nel generare vantaggi competitivi duraturi. In questo contesto, le stock options sono viste come uno strumento per attrarre e mantenere talenti chiave, trasformandoli in risorse strategiche per l'impresa. Inoltre, la Behavioral Economics esplora come i limiti cognitivi e i bias comportamentali possano influenzare le decisioni dei manager. Le stock options possono quindi essere percepite come un mezzo per ridurre l'avversione

³⁷ Jensen, M.C., Murphy, K.J., *Performance Pay and Top-Management Incentives*, Journal of Political Economy, 1990

al rischio dei dirigenti, incoraggiandoli ad affrontare progetti innovativi e rischiosi che, altrimenti, potrebbero evitare. Tuttavia, questo stesso incentivo può anche condurre a decisioni eccessivamente speculative, se non bilanciato da adeguate metriche di performance e controlli³⁸.

Un altro aspetto rilevante riguarda l'evoluzione storica delle stock options. Introdotte negli Stati Uniti negli anni '50, queste si sono progressivamente diffuse anche in Europa, dove l'utilizzo è stato influenzato da contesti normativi e culturali differenti. Negli Stati Uniti, le stock options hanno trovato terreno fertile grazie a un quadro regolamentare favorevole e a una cultura aziendale che promuove l'allineamento tra gli interessi dei manager e quelli degli azionisti. La diffusione è stata anche facilitata dall'integrazione delle stock options con politiche di incentivazione a lungo termine, in particolare nel settore tecnologico, dove la rapida innovazione richiede una forte motivazione manageriale. In Europa, l'adozione delle stock options ha seguito un percorso diverso, influenzato da differenze culturali e normative. Tuttavia, negli ultimi decenni, si è assistito a un progressivo allineamento alle pratiche statunitensi, spinto anche da iniziative comunitarie volte a promuovere la convergenza delle normative. Un esempio di questa armonizzazione è rappresentato dalle linee guida della Commissione Europea, finalizzate a uniformare il trattamento fiscale delle stock options tra i diversi Stati membri, con l'intento di rafforzare la competitività delle imprese. Nonostante questi sforzi, persistono differenze significative nell'implementazione e nella percezione di questi strumenti tra i vari paesi europei³⁹. In Italia, le stock options hanno visto una crescente diffusione a partire dagli anni '90, grazie a riforme normative che hanno favorito l'adozione di questo strumento, in particolare tra le grandi aziende quotate in borsa. Le discussioni accademiche e professionali si sono concentrate sulle modalità di utilizzo delle stock options, mettendo in luce sia i benefici che i rischi legati a un uso poco oculato. L'attenzione si è focalizzata, in particolare, sulle implicazioni fiscali e sulla trasparenza nella comunicazione con gli investitori.

³⁸ Desreumaux A., *La Resource-based View et les sources de l'avantage concurrentiel soutenable*, Éditions EMS, 2015

³⁹ Bowles, S., Edwards, R., Roosevelt, F., *Introduzione all'economia politica, le dinamiche del capitalismo*, Springer Verlag Italia, 2011

Infine, una prospettiva storica più ampia rivela come le stock options siano emerse e si siano sviluppate in parallelo con l'evoluzione delle teorie moderne di corporate governance, le quali sottolineano l'importanza di strumenti che allineano gli incentivi tra i diversi attori aziendali, promuovendo una gestione aziendale sostenibile nel tempo. Nonostante le critiche ricevute, le stock options rimangono uno degli strumenti più utilizzati dalle imprese per affrontare le sfide di un contesto economico sempre più globalizzato e competitivo.

2.2 Stock options come strumento di incentivazione

Le stock options rappresentano uno strumento di incentivazione che consente ai manager di acquistare azioni dell'azienda a un prezzo prestabilito (strike price) entro un determinato periodo. Questo tipo di modello retributivo lega la performance sia individuale che aziendale al valore di mercato delle azioni, promuovendo così un approccio meritocratico alla gestione. Tuttavia, è importante distinguere tra le diverse tipologie di piani di stock options, ognuna delle quali presenta caratteristiche e implicazioni specifiche:

- *Fixed stock option plans*: questi piani attribuiscono il diritto di opzione in funzione esclusivamente del valore di mercato delle azioni. Sebbene semplici, possono rivelarsi problematici in contesti caratterizzati da alta volatilità, in quanto potrebbero incentivare comportamenti speculativi. In tali situazioni, i manager potrebbero preferire strategie orientate al breve termine, sacrificando la sostenibilità e la crescita a lungo termine dell'azienda.
- *Performance stock option plans*: questi piani legano l'esercizio delle opzioni a obiettivi di performance specifici, come il ritorno sugli investimenti (ROI), il ritorno sul capitale (ROE) o l'utile per azione (EPS). Questa tipologia di piano consente di mitigare i rischi legati alle fluttuazioni di breve termine del mercato azionario e risulta particolarmente utile nel promuovere una gestione orientata a obiettivi di lungo periodo, allineando gli interessi dei manager con quelli strategici dell'impresa.

- *Broad-based stock option plans*: in questi piani, un numero maggiore di dipendenti, e non solo i top manager, ha accesso alle opzioni. L'obiettivo è quello di diffondere i benefici tra una platea più ampia, rafforzando la coesione aziendale e incentivando un maggiore coinvolgimento nella crescita dell'impresa. Questo approccio migliora la cultura organizzativa e motiva i dipendenti a contribuire al successo complessivo dell'azienda.

Numerosi studi empirici hanno evidenziato l'efficacia delle stock options, in particolare nelle public companies caratterizzate da una proprietà distribuita e una struttura decisionale decentralizzata. In tali contesti, le stock options possono agire come una leva strategica per aumentare la produttività, attrarre talenti e garantire una maggiore resilienza alle sfide del mercato. Un altro aspetto importante riguarda il ruolo delle stock options nelle start-up e nelle imprese innovative. In queste realtà, le stock options si rivelano fondamentali per attrarre personale altamente qualificato, che spesso è disposto a sacrificare salari più elevati in cambio di una partecipazione al potenziale successo futuro dell'azienda. Tuttavia, per massimizzare i benefici di questi strumenti, è essenziale garantire una gestione trasparente e monitorare gli effetti a lungo termine, evitando possibili squilibri interni e conflitti con altri stakeholder aziendali.

2.3 Esempi pratici di implementazione

L'implementazione delle stock options è visibile in una vasta gamma di settori e contesti aziendali. Nel settore tecnologico, aziende di rilievo come Google e Microsoft hanno adottato piani di stock options fin dai loro inizi, utilizzandoli non solo per attrarre talenti altamente qualificati, ma anche per fidelizzare i dipendenti chiave. Questi piani generalmente prevedono lunghi periodi di vesting, incentivando i dipendenti a rimanere all'interno dell'azienda per ottenere i benefici legati all'aumento del valore delle azioni. Tale approccio ha consentito a queste aziende di trattenere personale altamente qualificato in un settore caratterizzato da rapida innovazione e una forte competizione per le risorse umane.

In Italia, esempi significativi di adozione delle stock options sono rappresentati da aziende come Luxottica e FCA (Fiat Chrysler Automobiles), che hanno utilizzato questi strumenti per incentivare i manager in momenti di transizione strategica. Nel caso di

Luxottica, le stock options sono state impiegate per allineare gli interessi del top management con gli obiettivi di espansione internazionale dell'azienda, mentre FCA le ha adottate come strumento di motivazione durante la fusione con Chrysler, cercando di stimolare la creazione di sinergie operative.

Le startup costituiscono un ulteriore esempio di utilizzo strategico delle stock options. Queste aziende, pur non avendo risorse finanziarie ingenti, le utilizzano come parte integrante della loro strategia di remunerazione per attrarre talenti e promuovere una cultura aziendale orientata alla crescita collettiva. In Italia, numerose startup innovative nei settori della tecnologia e delle biotecnologie hanno adottato questa pratica per consolidare team coesi e motivati all'innovazione.

Anche in Europa, aziende come SAP e Airbus hanno implementato piani di stock options, noti come "Broad-Based Stock Option Plans", con l'obiettivo di incentivare non solo il management, ma anche una fascia più ampia di dipendenti. Questi piani hanno contribuito a promuovere una maggiore coesione interna e a rafforzare il senso di appartenenza organizzativa. In particolare, SAP ha utilizzato tali piani per sostenere la propria espansione globale, mentre Airbus li ha utilizzati per incentivare il personale impegnato nello sviluppo di progetti innovativi come l'A350, motivandolo nelle fasi critiche di lancio.

Infine, negli Stati Uniti, aziende di grande successo come Tesla e Amazon hanno sviluppato approcci innovativi nelle loro politiche di stock options, legando questi piani a obiettivi di sostenibilità e a metriche finanziarie a lungo termine. Tesla, in particolare, ha strutturato i suoi piani in modo da premiare i dirigenti solo al raggiungimento di traguardi ambiziosi, come il superamento di specifici livelli di capitalizzazione di mercato. Questi esempi evidenziano come le stock options possano essere adattate a contesti aziendali differenti per massimizzare la loro efficacia e favorire il raggiungimento degli obiettivi strategici.

2.4 Vantaggi e limiti

L'introduzione di stock options come parte della retribuzione aziendale è spesso vista come un meccanismo di incentivazione che mira a allineare gli interessi dei manager con quelli degli azionisti, legando direttamente la performance aziendale alla remunerazione dei dirigenti. In un'ottica economica, le stock options sono considerate

uno strumento che stimola i manager a lavorare per accrescere il valore azionario dell'impresa, migliorando così la redditività aziendale e, di conseguenza, la performance di mercato. Il meccanismo di incentivazione fondato sulle stock options si basa sul principio che i manager, vedendo una parte significativa della loro remunerazione dipendere dal valore delle azioni dell'azienda, saranno motivati a implementare strategie che generino valore per gli azionisti, mirando a una crescita sostenibile nel lungo periodo.

Dal punto di vista economico, le stock options presentano alcuni vantaggi tangibili per l'impresa:

- *Incentivazione alla performance aziendale:* le stock options fungono da motore per una gestione orientata alla crescita, poiché i manager traggono beneficio dall'aumento del valore azionario. Ciò promuove un comportamento che punta a migliorare la redditività dell'impresa, in particolare attraverso l'adozione di politiche che favoriscano l'efficienza operativa, l'innovazione e la competitività sul mercato.
- *Ottimizzazione della struttura del capitale:* le stock options non comportano un esborso immediato di liquidità, permettendo alle aziende, in particolare quelle in fase di espansione o in settori ad alta crescita, di mantenere risorse finanziarie per altri investimenti strategici. Questo rende il piano vantaggioso soprattutto per le aziende che necessitano di capitali freschi per finanziare l'innovazione o la crescita.
- *Fidelizzazione e retention del talento:* l'effetto di retention derivante dalle stock options, che spesso sono legate a periodi di vesting, aiuta a ridurre il turnover del personale dirigenziale. Da un punto di vista economico, questa stabilità manageriale è cruciale per evitare costi associati alla ricerca e formazione di nuovi dirigenti, nonché per garantire la continuità nella strategia aziendale.

Tuttavia, l'introduzione delle stock options non è priva di problematiche economiche:

- *Rischio di incentivi distorti:* se mal progettato, il piano di stock options potrebbe spingere i manager a perseguire strategie di breve periodo per massimizzare il valore immediato delle azioni, trascurando la sostenibilità a lungo termine. In

particolare, possono esserci incentivi a manipolare i risultati finanziari o a perseguire politiche di crescita non sostenibile che gonfiano temporaneamente il valore azionario.

- **Complessità nella misurazione della performance:** l'efficacia delle stock options dipende dalla scelta delle metriche di performance. Se le metriche non riflettessero adeguatamente la crescita reale e sostenibile dell'impresa, i manager potrebbero essere incentivati a prendere decisioni che non riflettono gli interessi a lungo termine dell'azienda. In questo senso, la misurazione della performance economica e finanziaria diventa cruciale per evitare che le stock options favoriscano una gestione miope.
- **Impatto fiscale e contabile:** le implicazioni fiscali e contabili delle stock options possono variare notevolmente da giurisdizione a giurisdizione, creando potenziali complicazioni economiche. La difficoltà di contabilizzare correttamente il valore delle stock options e gli effetti fiscali associati può generare inefficienze nei piani di incentivazione, oltre a creare disparità tra i beneficiari in contesti diversi.

Sebbene le stock options possano essere un potente strumento di incentivazione economica, il loro impatto sulla redditività e sulla performance di mercato dell'impresa dipende dalla loro corretta progettazione e dall'allineamento delle metriche di performance con gli obiettivi strategici di lungo periodo⁴⁰.

Inoltre, è fondamentale considerare come l'implementazione delle stock options debba essere attentamente gestita per garantire che i benefici superino i rischi. Le aziende devono adottare un approccio strategico e ben ponderato nella progettazione di piani di stock options, selezionando metriche di performance chiare e adeguate che riflettano gli obiettivi a lungo termine. È essenziale, infatti, che l'azienda comunichi in modo trasparente le finalità e le implicazioni dei piani ai propri dipendenti, per evitare malintesi e comportamenti opportunistici. Le politiche fiscali e contabili devono essere allineate con le normative locali, per evitare problematiche legate alla compliance, e l'azienda dovrebbe considerare possibili soluzioni per mitigare il rischio di conflitti con

⁴⁰ Catuogno s., *Le stock option in Italia tra finalità incentivanti ed espropriazione delle minoranze*, Cedam, Padova, 2013, p. 17; Commissione Europea, *Diritti d'opzione dei dipendenti: Quadro giuridico e amministrativo dell'UE*, Relazione finale del Gruppo d'esperti, 2003, p. 13.

gli azionisti di minoranza, garantendo che l'incentivazione dei manager non danneggi gli interessi di altri stakeholder. Una corretta implementazione, dunque, non solo sostiene la crescita aziendale, ma rafforza anche la fiducia degli investitori e la sostenibilità a lungo termine dell'impresa.

2.5 Aspetti contabili e fiscali

Le implicazioni contabili e fiscali delle stock options rappresentano un aspetto cruciale nella loro implementazione. Dal punto di vista contabile, le stock options devono essere trattate come un costo per l'azienda, riflettendo il loro impatto sul bilancio. Gli standard internazionali, come l'IFRS 2, richiedono che il valore delle stock options sia contabilizzato al fair value, calcolato al momento della concessione, e ripartito nel periodo di maturazione⁴¹. Questo approccio garantisce una maggiore trasparenza, ma può comportare sfide significative in termini di valutazione. Dal punto di vista fiscale, il trattamento delle stock options varia notevolmente tra le diverse giurisdizioni. In Italia, ad esempio, le opzioni sono generalmente soggette a tassazione al momento dell'esercizio, con aliquote che possono differire a seconda che le opzioni siano considerate reddito da lavoro dipendente o reddito finanziario⁴².

Questo trattamento crea una distinzione importante: nel primo caso, le opzioni vengono tassate con aliquote progressive, mentre nel secondo si applicano aliquote proporzionali più basse. A livello internazionale, alcuni paesi prevedono incentivi fiscali per incoraggiare l'utilizzo delle stock options come strumento di remunerazione⁴³. Negli Stati Uniti, ad esempio, le *"Incentive Stock Options"* (ISOs) offrono vantaggi fiscali significativi, purché rispettino determinate condizioni, come un periodo minimo di detenzione delle azioni. In Francia, invece, il regime fiscale distingue tra *"stock options qualificate"* e *"non qualificate"*, applicando trattamenti fiscali più favorevoli alle prime. Un ulteriore aspetto riguarda la deducibilità fiscale per l'azienda. In Italia, le aziende possono dedurre il costo delle stock options solo se queste sono tassate come

⁴¹ Bulow, J., Shoven, J.B., *Accounting for Stock Options*, The Journal of Economic Perspectives, 2005

⁴² Carletti, A., I nucci, A., *IFRS 2: pagamenti basati su azioni. Guida alla contabilità e bilancio*, 2006

⁴³ Catuogno, S., Peta, M., *La transizione all'IFRS 2 per le stock option: gli effetti economici sull'informazione di bilancio*. Allegato a: "Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale", Quaderni monografici RIREA, Roma, vol. 69, 2008

reddito da lavoro per i beneficiari. Questa condizione, se da un lato favorisce la trasparenza, dall'altro limita l'attrattiva dello strumento rispetto ad altri paesi. Infine, le implicazioni fiscali e contabili delle stock options richiedono una gestione accurata per evitare controversie legali o fiscali. Le aziende devono implementare sistemi di monitoraggio e reporting che garantiscano la conformità alle normative locali e internazionali, minimizzando al contempo i rischi di sanzioni o contenziosi.

2.6 Stock options e allineamento degli interessi

Uno degli obiettivi principali delle stock options è garantire l'allineamento degli interessi tra manager e azionisti, incentivando i primi a prendere decisioni che massimizzino il valore delle azioni, poiché il loro guadagno dipende direttamente dal valore di mercato. Tuttavia, per ottenere un allineamento autentico, è fondamentale definire chiaramente i meccanismi di implementazione e monitoraggio dei piani. Tra gli strumenti che contribuiscono a rafforzare tale allineamento si trovano i piani basati su obiettivi di performance, che si avvalgono di indicatori come il ritorno sugli investimenti (ROIC), il rendimento totale per azione rispetto a un indice di riferimento (TSR), o la crescita degli utili per azione (EPS). L'adozione di queste metriche aiuta a ridurre il rischio di adottare strategie focalizzate esclusivamente sulla crescita a breve termine del prezzo delle azioni, promuovendo, al contrario, una gestione orientata alla sostenibilità e alla creazione di valore nel lungo periodo.

Oltre a questo, l'integrazione di obiettivi di performance diversificati funge da salvaguardia contro il rischio di manipolazioni contabili o sovrainvestimenti a breve termine. Un altro elemento cruciale per garantire l'efficacia di questi piani è il ruolo del Consiglio di amministrazione e dei comitati di remunerazione, i cui compiti includono la supervisione della progettazione, implementazione e revisione delle stock options. La funzione di questi organi è essenziale per garantire che le condizioni di esercizio delle opzioni siano chiare, realistiche e adeguate a prevenire comportamenti opportunistici da parte dei manager. Ad esempio, l'introduzione di periodi di vesting più estesi può incentivare un approccio più orientato al lungo termine, riducendo la propensione ad azioni speculative o a obiettivi di breve respiro. Infine, la crescente

attenzione alla sostenibilità sta influenzando la strutturazione dei piani di stock options. Molte aziende stanno ora integrando criteri ESG (Environmental, Social, Governance) nelle loro politiche di incentivazione, rispondendo alle nuove aspettative degli investitori e adottando un modello di business che bilanci la creazione di valore economico con un impegno verso la responsabilità sociale e ambientale⁴⁴.

Alcune aziende hanno introdotto target specifici legati alla riduzione delle emissioni di carbonio o al miglioramento delle condizioni lavorative come parte integrante delle condizioni per l'esercizio delle opzioni. Infine, l'utilizzo delle stock options per l'allineamento degli interessi non è privo di sfide. La complessità nella definizione dei piani e la necessità di adattarli a contesti normativi e culturali diversi possono rappresentare ostacoli significativi. Tuttavia, un approccio integrato che combini trasparenza, criteri di performance ben definiti e obiettivi di sostenibilità può contribuire a massimizzare i benefici di questo strumento sia per i manager che per gli azionisti, garantendo una crescita equilibrata e duratura dell'impresa.

2.7 Implicazioni per la governance e la performance aziendale

Le stock options svolgono un ruolo cruciale nella governance aziendale, contribuendo a migliorare la trasparenza e l'accountability⁴⁵. Nelle imprese con proprietà concentrata, è essenziale garantire che i piani di incentivazione siano progettati in modo da:

- Prevenire conflitti di interesse tra azionisti di controllo e minoranze.
- Promuovere decisioni strategiche orientate alla sostenibilità a lungo termine.
- Migliorare la performance complessiva dell'azienda, favorendo una distribuzione equa del valore creato.

L'integrazione delle stock options nelle politiche aziendali deve essere attentamente gestita. I Consigli di amministrazione hanno un ruolo chiave nel monitorare i piani di incentivazione, garantendo che siano allineati agli obiettivi strategici e che non

⁴⁴ Capiello, S., *Stock options e corporate governance*. Analisi giuridica dell'economia, 2003

⁴⁵ Shleifer A., Vishny R.W., *A Survey of Corporate Governance*, *Journal of Finance*, Vol. 52, 1997, pp. 737-783.

favoriscano comportamenti opportunistici. In particolare, l'adozione di indicatori chiave di performance (KPI) legati a metriche di sostenibilità e governance sta emergendo come una pratica diffusa nelle grandi aziende quotate. Questi KPI possono includere obiettivi legati alla diversità, alla riduzione delle emissioni di carbonio o al miglioramento delle relazioni con gli stakeholder, rafforzando il legame tra le politiche di incentivazione e il valore condiviso.

Studi recenti hanno evidenziato che l'adozione di stock options può avere un impatto significativo sulla performance aziendale, aumentando la competitività e la capacità di attrarre investimenti esterni⁴⁶. Ad esempio, le aziende che utilizzano piani basati su obiettivi di lungo termine mostrano una crescita più sostenibile e una riduzione del turnover tra i dirigenti chiave. Inoltre, l'introduzione di piani di stock options diversificati, che coinvolgono non solo i top manager ma anche i dipendenti di livello intermedio, ha dimostrato di migliorare la motivazione e il senso di appartenenza organizzativa, contribuendo a una cultura aziendale più coesa. Le stock options possono anche contribuire a migliorare la reputazione aziendale, specialmente in settori ad alta visibilità come la tecnologia e la finanza. La trasparenza nei piani di incentivazione e la comunicazione efficace con gli stakeholder favoriscono un'immagine aziendale positiva⁴⁷, che a sua volta può attrarre investitori eticamente orientati. Ad esempio, le aziende che promuovono piani di incentivazione trasparenti e legati a metriche ESG spesso ricevono valutazioni più elevate nei rating di sostenibilità, aumentando la loro attrattiva nei confronti di fondi di investimento responsabili.

Tuttavia, il successo di tali strumenti dipende dalla loro integrazione con le politiche aziendali e dalla capacità del management di utilizzarli in modo responsabile. Una gestione inadeguata può portare a inefficienze o addirittura a scandali legati a retribuzioni percepite come eccessive, con conseguenze negative per l'immagine e la stabilità dell'azienda. Un caso emblematico è rappresentato dagli scandali legati alla manipolazione delle date di assegnazione delle stock options (backdating), che hanno sollevato dubbi sulla trasparenza e sull'equità di questi strumenti in alcune grandi imprese. Di conseguenza, è fondamentale adottare pratiche di monitoraggio e

⁴⁶ Murphy K.J., *Executive Compensation*, in Handbook of Labor Economics, vol. 3, 1999, pp. 2485-2563.

⁴⁷ Freeman R.E., Harrison J.S., Wicks A.C., *Managing for Stakeholders: Survival, Reputation, and Success*, Yale University Press, 2007.

revisione costante dei piani di stock options per garantirne la conformità agli obiettivi aziendali e normativi. Un approccio proattivo potrebbe includere l'implementazione di audit interni periodici, la creazione di comitati di remunerazione indipendenti e l'utilizzo di strumenti digitali per tracciare e analizzare i dati relativi alle opzioni. Tali misure non solo migliorano la governance, ma rafforzano anche la fiducia degli investitori e degli altri stakeholder nell'integrità delle politiche aziendali.

2.8 Prospettive future

Le prospettive future per le stock options si delineano lungo tre principali direttrici: l'evoluzione normativa, l'integrazione dei criteri ESG e il contributo dell'innovazione tecnologica.

Evoluzione normativa

L'evoluzione normativa costituisce una sfida continua per le imprese, che devono rispondere a regolamentazioni sempre più complesse. Negli ultimi anni, l'introduzione di standard contabili severi, come l'IFRS 2, e le riforme fiscali in numerosi paesi, hanno spinto le aziende a rivedere la progettazione dei propri piani di stock options. A livello europeo, l'Unione ha avviato un processo di armonizzazione normativa con l'obiettivo di ridurre le disparità tra i diversi Stati membri, aumentando la trasparenza e uniformando la contabilizzazione di questi strumenti. In Italia, le recenti modifiche fiscali hanno reso più onerosa la gestione delle stock options, riducendo la loro attrattività rispetto ad altri strumenti di remunerazione. Tuttavia, sono attualmente in discussione proposte legislative volte a favorire l'uso di questi strumenti, in particolare per le piccole e medie imprese. A livello internazionale, nazioni come Stati Uniti e Regno Unito stanno esaminando approcci che incentivino l'adozione delle stock options nelle startup e nelle imprese innovative, con l'introduzione di agevolazioni fiscali per piani legati a obiettivi di sostenibilità o a risultati a lungo termine. Questi sviluppi indicano la necessità per le imprese di monitorare costantemente le normative globali e di adattare le proprie strategie per mantenere la competitività.

Integrazione con metriche ESG

Un altro trend rilevante è l'integrazione di criteri ESG (Environmental, Social, Governance) nei piani di incentivazione. L'introduzione di queste metriche consente di premiare i manager non solo sulla base di obiettivi finanziari, ma anche in relazione agli impatti ambientali e sociali delle loro decisioni. Aziende come Unilever e Microsoft hanno già incorporato indicatori di sostenibilità nei propri piani di stock options, legando l'esercizio delle opzioni a traguardi come la riduzione delle emissioni di CO2 o il miglioramento della diversità nel consiglio di amministrazione. Sebbene l'integrazione di questi criteri possa presentare delle difficoltà, come la selezione di indicatori misurabili e la trasparenza nella loro valutazione, rappresenta un'opportunità importante per le aziende che desiderano posizionarsi come leader nella sostenibilità. Inoltre, le normative in evoluzione, come la Direttiva Europea sulla rendicontazione di sostenibilità (CSRD), potrebbero accelerare il processo, imponendo requisiti più stringenti sulla trasparenza e sulla comunicazione dei risultati ESG. La crescente pressione da parte degli investitori istituzionali per una gestione responsabile sta spingendo le aziende ad includere sempre più i criteri ESG nelle loro politiche di incentivazione, rafforzando non solo la creazione di valore economico ma anche la reputazione aziendale, rendendole più attraenti per investitori e talenti orientati a principi etici.

Innovazione tecnologica

L'innovazione tecnologica sta trasformando la gestione delle stock options, offrendo nuove soluzioni per aumentare la trasparenza e la sicurezza. Tecnologie come la blockchain possono facilitare la registrazione delle transazioni in un registro distribuito, migliorando la sicurezza e riducendo il rischio di frodi. Inoltre, i contratti intelligenti (smart contracts) permettono l'automazione dei processi, semplificando la gestione amministrativa e rendendo i piani di stock options più accessibili anche alle piccole imprese. Parallelamente, l'intelligenza artificiale consente di analizzare grandi volumi di dati per ottimizzare la struttura dei piani e prevedere il comportamento dei beneficiari. Ad esempio, algoritmi avanzati possono essere utilizzati per creare piani personalizzati in base alle esigenze specifiche di un'azienda e per identificare eventuali rischi di disallineamento tra gli obiettivi aziendali e gli incentivi individuali. Tuttavia, l'adozione di queste tecnologie richiede investimenti significativi e una regolamentazione adeguata, che rappresentano una sfida per molte imprese. Un'altra

innovazione emergente riguarda l'utilizzo di piattaforme digitali per la gestione dei piani di stock options, che migliorano l'interazione tra le aziende e i beneficiari, facilitando il monitoraggio in tempo reale del valore delle opzioni e semplificando la comprensione dei benefici, aumentando così la trasparenza.

Il futuro delle stock options dipenderà dall'evoluzione normativa, dall'integrazione di criteri ESG e dalle opportunità offerte dall'innovazione tecnologica. Le aziende che sapranno adattarsi a questi cambiamenti non solo miglioreranno la propria competitività, ma contribuiranno a creare un valore sostenibile e condiviso. Questo processo richiede una visione strategica e un impegno costante nell'equilibrare innovazione, sostenibilità e conformità normativa, elementi essenziali per il successo nel contesto economico globale.

Capitolo terzo:

Stock options negli Stati Uniti d'America

L'utilizzo delle stock options come componente della retribuzione aziendale ha trovato terreno particolarmente fertile negli Stati Uniti sin dagli anni Settanta, ma è a partire dagli anni Novanta, con l'espansione del settore tecnologico e delle start-up, che tale pratica ha conosciuto una diffusione sistemica. Le stock options si sono affermate come strumenti di incentivazione e fidelizzazione del personale dirigenziale e tecnico, specialmente in imprese caratterizzate da elevata volatilità e capitalizzazione potenziale, ma con disponibilità finanziarie limitate nella fase iniziale.

L'adozione su larga scala di questi strumenti è stata sostenuta da una precisa filosofia di corporate governance orientata all'allineamento tra gli interessi degli azionisti e quelli del top management. In particolare, Jensen e Murphy hanno sostenuto che legare la remunerazione dei dirigenti al valore di mercato dell'impresa fosse un mezzo efficace per migliorare la performance aziendale⁴⁸. Tale approccio ha trovato applicazione soprattutto nelle imprese quotate al NASDAQ, molte delle quali hanno sperimentato tassi di crescita accelerati grazie all'elevato coinvolgimento del personale.

Pur tuttavia, a partire dai primi anni Duemila, numerosi studi e inchieste giornalistiche hanno sollevato interrogativi sull'efficacia e sull'etica dell'uso indiscriminato delle stock options, specie nei livelli apicali delle corporations. Bebchuk e Fried hanno evidenziato come tali strumenti possano essere facilmente manipolati dai dirigenti per massimizzare i propri guadagni, a scapito della trasparenza e dell'efficienza⁴⁹. Inoltre, casi come quelli di Enron e WorldCom hanno messo in luce i rischi di abuso legati all'autoreferenzialità dei Consigli di amministrazione e alla scarsa separazione tra controllori e controllati.

⁴⁸ Jensen M.C., Murphy K.J., *Performance Pay and Top-Management Incentives*, Journal of Political Economy, 1990

⁴⁹ Bebchuk L.A., Fried J.M., *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, 2004

Parallelamente, anche l'informazione mainstream ha iniziato a occuparsi del fenomeno: Beth White del *Washington Post* ha parlato di una vera e propria "corsa alle opzioni", in cui le dinamiche meritocratiche rischiano di cedere il passo a logiche speculative⁵⁰. Questa attenzione ha spinto il legislatore e gli enti regolatori statunitensi, come la SEC e l'IRS, a intervenire con nuove normative e criteri di trasparenza per garantire una rendicontazione più accurata dei costi legati alle stock options.

3.1 Definizione e struttura tecnica dei piani di stock options

I piani di stock options rappresentano uno strumento di incentivazione e fidelizzazione utilizzato dalle imprese, in particolare quelle quotate in borsa, per legare la remunerazione dei dirigenti e dei dipendenti alla performance futura dell'azienda stessa. Tali piani offrono il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare un numero predefinito di azioni della società a un prezzo stabilito in precedenza (strike price), all'interno di un determinato periodo di tempo.

Dal punto di vista tecnico, le stock options si fondano su un meccanismo che consente ai beneficiari di trarre profitto dall'incremento del valore di mercato delle azioni rispetto al prezzo di esercizio. In pratica, se al momento dell'esercizio (exercise date), il valore delle azioni è superiore al prezzo stabilito (strike price), il beneficiario può acquistare le azioni a un prezzo inferiore rispetto a quello di mercato, realizzando così un guadagno. Tuttavia, nel caso in cui il valore di mercato delle azioni sia inferiore al prezzo di esercizio, le opzioni non vengono esercitate e il beneficiario non ottiene alcun vantaggio economico.

La struttura di un piano di stock options si articola in tre momenti distinti:

- *grant date*: rappresenta la data in cui le opzioni vengono ufficialmente assegnate al beneficiario. Questo è il momento in cui vengono definiti il numero di azioni, il prezzo di esercizio e la durata del piano. A partire da questa data, il beneficiario ha la possibilità di esercitare il diritto di acquisto, ma solo in seguito a determinate condizioni;

⁵⁰ White B., *Pushing Fast-Forward on Options*, The Washington Post, 2005

- *vesting date*: indica il momento in cui il beneficiario acquisisce il diritto effettivo di esercitare le opzioni. La vesting date è tipicamente legata a un periodo di permanenza all'interno dell'azienda, al raggiungimento di obiettivi specifici o a una combinazione di entrambi. La logica che sta alla base di questa condizione è quella di incentivare la lealtà e l'impegno a lungo termine da parte dei beneficiari;
- *exercise date*: è il momento in cui il beneficiario esercita effettivamente il diritto di acquistare le azioni. Questo può avvenire solo dopo che sono trascorsi i periodi di vesting e che siano soddisfatte le altre condizioni previste dal piano. In molti casi, il beneficiario può decidere di esercitare le opzioni in un'unica soluzione o in più fasi, in base all'andamento del mercato azionario.

La concezione delle stock options è strettamente legata alla teoria dell'allineamento degli interessi tra manager e azionisti. In base a questa visione, le stock options sono uno strumento per incentivare i manager a prendere decisioni orientate al lungo periodo, al fine di aumentare il valore per gli azionisti. La visione di Jensen e Meckling evidenzia che l'allineamento degli interessi tra dirigenti e azionisti, ottenuto tramite la distribuzione di opzioni, può ridurre il problema dei conflitti di agenzia, dove il manager potrebbe perseguire interessi contrastanti con quelli degli azionisti⁵¹.

Tuttavia, nonostante queste premesse teoriche, numerosi studi hanno messo in discussione l'efficacia dell'uso delle stock options. Per esempio, l'opera di Bebchuk e Fried ha sottolineato come in molti casi le stock options siano state utilizzate da parte dei dirigenti come strumento per arricchirsi personalmente, anche in situazioni in cui la performance dell'azienda non giustificava i guadagni derivanti dalle opzioni⁵². In effetti, i dirigenti possono influenzare le scelte aziendali in modo tale da massimizzare i propri benefici attraverso l'esercizio delle opzioni, anche in presenza di risultati societari non soddisfacenti.

Un'altra critica riguarda il periodo di *vesting*, che può essere visto come una forma di legame tra il dipendente e l'azienda, ma che può anche limitare la libertà di scelta del

⁵¹ Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, 1976

⁵² Bebchuk L.A., Fried J.M., *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, 2004

lavoratore. Alcuni studiosi, come Murphy, hanno discusso di come il design dei piani di stock options potrebbe essere migliorato per renderli più efficaci nel promuovere il comportamento desiderato, senza rischiare che diventino strumenti per l'autoesaltazione dei manager.⁵³

Impatti fiscali e contabili

Il trattamento fiscale delle stock options è stato oggetto di una serie di modifiche normative negli Stati Uniti. L'Internal Revenue Code (IRC) ha previsto un trattamento fiscale favorevole per alcuni tipi di stock options, come le Incentive Stock Options (ISO), che offrono vantaggi fiscali significativi, ma solo a condizione che vengano rispettate determinate condizioni. In particolare, le ISO non sono soggette a tassazione al momento del rilascio, ma solo quando le azioni vengono effettivamente vendute, con potenziali benefici in termini di guadagni in conto capitale⁵⁴.

Tuttavia, altre forme di stock options, come le Non-Qualified Stock Options (NSO), sono tassate diversamente, con un'imposizione fiscale immediata sul reddito al momento dell'esercizio. Questo crea una differenza significativa tra la contabilizzazione fiscale e quella finanziaria, che è stata descritta da alcuni come un "book-tax gap", ovvero una discrepanza tra il modo in cui le transazioni vengono trattate a fini contabili e fiscali⁵⁵.

3.2 La disciplina prevista dal Legislatore statunitense

La regolamentazione dei piani di stock option negli Stati Uniti si distingue per la sua robustezza e la sua evoluzione, soprattutto in risposta alla separazione tra la proprietà delle aziende e la gestione aziendale. La scissione tra il ruolo degli azionisti e quello del management ha infatti incentivato lo sviluppo di forme di compenso variabili legate alle performance, come le stock options. Questo fenomeno ha preceduto e influenzato, in maniera significativa, l'adozione di simili pratiche in Europa, dove molte aziende

⁵³ Murphy K.J., *Performance Pay and Top-Management Incentives*, Journal of Political Economy, 1999

⁵⁴ IRS, *Internal Revenue Code*, 26 U.S.C. § 422

⁵⁵ Scholes M.S., Wolfson M.A., *Taxes and Business Strategy: A Planning Approach*, Prentice Hall, 1992

hanno modellato i propri piani di stock option ispirandosi alla normativa statunitense, pur adattandoli alle specifiche esigenze fiscali e legali dei singoli Stati⁵⁶.

Negli Stati Uniti, la disciplina fiscale dei piani di stock option è definita principalmente nell'Internal Revenue Code (IRC), il codice che regola il trattamento fiscale di tali strumenti. Le disposizioni sono particolarmente orientate alla tutela fiscale dei beneficiari, a condizione che vengano rispettate specifiche modalità di assegnazione e di esercizio. L'Internal Revenue Code distingue tra diversi tipi di piani di stock option, includendo le Incentive Stock Options (ISO) e i Employee Stock Purchase Plans (ESPP), disciplinati rispettivamente nelle sezioni 422 e 423⁵⁷.

Incentive Stock Options (ISO)

Le ISO sono riservate ai dipendenti di una società e devono soddisfare una serie di requisiti affinché possano beneficiare di un trattamento fiscale favorevole. Queste opzioni possono essere esercitate solo dal beneficiario o dai suoi eredi, e devono essere concesse tramite un piano approvato dalla società, che definisce anche le modalità di esercizio e i tempi di assegnazione. Ad esempio, le opzioni devono essere esercitate entro dieci anni dalla loro assegnazione, e il prezzo di esercizio non può essere inferiore al valore di mercato delle azioni al momento dell'assegnazione. Un altro requisito fondamentale è che le azioni acquisite tramite l'esercizio delle ISO possano essere vendute solo dopo un periodo di attesa di almeno un anno dall'acquisto. Inoltre, l'assegnazione di queste opzioni è limitata a dipendenti che non detengano più del 10% dei diritti di voto della società⁵⁸.

Dal punto di vista fiscale, i guadagni derivanti dall'esercizio delle ISO sono trattati come long-term capital gains (guadagni in conto capitale a lungo termine), con una tassazione agevolata, che si traduce in un'imposta inferiore rispetto a quella applicata ai redditi ordinari. Inoltre, le aziende possono dedurre gli interessi relativi ai costi di acquisto delle azioni. Tuttavia, vi sono dei limiti: per esempio, il valore delle opzioni esercitate in un dato anno non può superare i 100.000 dollari⁵⁹.

⁵⁶ Gabaix, X., & Landier, A. (2008). "Why Has CEO Pay Increased So Much?" *The Quarterly Journal of Economics*, 123(1), 49-100

⁵⁷ IRS, "Publication 525 - Taxable and Nontaxable Income" (US Treasury)

⁵⁸ Internal Revenue Code, Section 421–424 (Incentive Stock Options and Employee Stock Purchase Plans)

⁵⁹ Larkin, S., & Waller, R. (2018). *Stock Option Compensation: Legal and Tax Issues*. New York: Wiley.

Employee Stock Purchase Plans (ESPP)

A differenza delle ISO, gli Employee Stock Purchase Plans (ESPP) sono soggetti a una tassazione più onerosa. Questi piani consentono ai dipendenti di acquistare azioni a un prezzo inferiore al valore di mercato (ma non oltre l'85% del valore di mercato), ma i guadagni derivanti da tali acquisti vengono trattati come redditi da lavoro, quindi tassati come tali. Questo tipo di piano comporta un onere maggiore per l'azienda, che deve sostenere il costo della differenza tra il prezzo di esercizio e il valore di mercato delle azioni. Se le azioni sono di nuova emissione, questo comporta un effetto simile a una emissione azionaria sotto la pari, trasferendo ricchezza ai dipendenti. Sebbene l'ESP non offra vantaggi fiscali come le ISO, rappresenta comunque una forma di incentivo per i dipendenti, permettendo loro di acquisire azioni della società a un prezzo scontato. (*Gabaix & Landier, 2008*)

Una delle principali criticità per i beneficiari di stock option è il costo finanziario legato all'esercizio delle opzioni, soprattutto nel caso delle ISO. Infatti, le opzioni possono essere esercitate solo dopo un periodo di attesa e, in alcuni casi, i beneficiari devono sostenere esborsi monetari significativi. Una possibile soluzione a questa criticità è rappresentata dalla possibilità di esercitare le opzioni utilizzando altre azioni della stessa società emittente, permettendo al manager di evitare un esborso immediato di liquidità⁶⁰.

Inoltre, per ridurre i costi, molte aziende offrono meccanismi come gli Stock Appreciation Rights (SAR). Questi diritti consentono ai beneficiari di ricevere la differenza tra il prezzo di esercizio e il valore di mercato delle azioni, ma sotto forma di liquidità. Sebbene questo strumento eviti l'incremento della compravendita di azioni sul mercato, il trattamento fiscale dei guadagni derivanti dai SAR è simile a quello dei redditi da lavoro, risultando così meno favorevole⁶¹.

Altri piani diffusi includono i *restricted stock option plans* e i *time accelerated restricted stock award plans*, che offrono modalità più flessibili per l'assegnazione e l'esercizio delle opzioni, spesso legate al raggiungimento di specifici obiettivi aziendali. Questi

⁶⁰ Internal Revenue Code, Section 421–424 (Incentive Stock Options and Employee Stock Purchase Plans)

⁶¹ Larkin, S., & Waller, R. (2018). *Stock Option Compensation: Legal and Tax Issues*. New York: Wiley.

piani consentono ai beneficiari di negoziare opzioni a condizioni favorevoli al raggiungimento di determinati traguardi, migliorando così il coinvolgimento e l'incentivazione dei manager⁶².

Il quadro normativo statunitense sui piani di stock option è complesso e articolato, ma offre un ampio ventaglio di soluzioni per incentivare e premiare i dipendenti attraverso meccanismi che combinano vantaggi fiscali e opportunità economiche. Le differenze rispetto alle pratiche europee sono notevoli, sia per la struttura dei piani che per il trattamento fiscale, e hanno influito in maniera significativa sulle politiche di incentivazione aziendale a livello globale⁶³.

3.3 Trattamento fiscale stock options

Il trattamento fiscale delle stock option qualificate negli Stati Uniti presenta caratteristiche peculiari che le distinguono dalle opzioni non qualificate e che contribuiscono alla loro attrattività sia per i dipendenti sia, in determinate circostanze, per i datori di lavoro. Ai sensi della normativa vigente, i beneficiari di stock option qualificate non sono soggetti a imposizione fiscale al momento della concessione né al momento dell'esercizio dell'opzione, bensì soltanto in occasione della vendita delle azioni. Se la vendita avviene dopo un periodo minimo di detenzione – pari a due anni dalla concessione dell'opzione e almeno un anno dall'esercizio – l'eventuale plusvalenza è soggetta a tassazione secondo le aliquote previste per i guadagni a lungo termine.

Qualora il prezzo di esercizio risultasse inferiore al valore di mercato delle azioni al momento della concessione, la differenza tra il valore effettivo e il prezzo pagato (lo "sconto") viene comunque considerata reddito ordinario e tassata come tale al momento della vendita. È importante osservare che le imprese non beneficiano, in linea generale, di una deduzione fiscale per l'assegnazione di stock option qualificate. Di conseguenza, il vantaggio fiscale è esclusivamente a favore del dipendente. Tuttavia, le società che operano in perdita – come spesso avviene nel caso delle start-

⁶² Gabaix, X., & Landier, A. (2008). "Why Has CEO Pay Increased So Much?" *The Quarterly Journal of Economics*, 123(1), 49-100.

⁶³ IRS, "Publication 525 - Taxable and Nontaxable Income" (US Treasury)

up – non potrebbero comunque avvalersi di tali deduzioni, il che rende questo tipo di compenso particolarmente funzionale in tali contesti.

Nonostante l'assenza di deducibilità per l'impresa, anche aziende fiscalmente attive e redditizie ricorrono talvolta a questo strumento, suggerendo che i benefici derivanti dalla fidelizzazione e dalla motivazione dei dipendenti possano superare il costo fiscale sostenuto. In alcuni casi, tale scelta potrebbe essere inoltre influenzata dal potere contrattuale degli stessi beneficiari, soprattutto nei livelli dirigenziali.

Nel caso in cui le condizioni di detenzione previste non siano rispettate, la tassazione si adegua: il guadagno realizzato è assoggettato all'imposta sul reddito secondo le aliquote ordinarie, e l'azienda può beneficiare di una deduzione equivalente all'importo tassato, trattandolo come compenso salariale per l'anno in cui le azioni vengono vendute.

Imposta minima alternativa (AMT)

Un ulteriore elemento di complessità è rappresentato dall'imposta minima alternativa (Alternative Minimum Tax, AMT), la quale può ridurre significativamente i vantaggi fiscali associati alle stock option qualificate. Essa si applica nell'anno dell'esercizio dell'opzione e prevede che il valore di mercato delle azioni al momento dell'esercizio costituisca la base imponibile ai fini AMT, tassata con un'aliquota del 26% o del 28%. Ciò può determinare una situazione paradossale in cui il contribuente è tenuto a versare imposte su un valore teorico (non ancora realizzato), con la possibilità di affrontare gravi oneri fiscali in caso di successiva svalutazione delle azioni.

Il legislatore ha progressivamente introdotto misure correttive per attenuare questi effetti. Il *Tax Relief and Health Care Act* del 2006 ha istituito un credito d'imposta rimborsabile che consente di recuperare parzialmente quanto pagato in eccesso, fissando soglie minime di rimborso e definendo modalità di calcolo che includono una percentuale sul credito inutilizzato di lungo periodo. Successivamente, il *Tax Increase Prevention Act* del 2007 ha esteso le esenzioni AMT per i crediti personali, aumentando anche gli importi esenti per le diverse categorie di contribuenti⁶⁴. L'*Emergency Economic Stabilization Act* del 2008 ha ulteriormente modificato la

⁶⁴ CRS Report RL30149, The alternative minimum tax for individuals, <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/RL/RL30149/37>

disciplina in favore dei contribuenti colpiti da guadagni “fantasma”⁶⁵, prevedendo, tra le altre cose, l’eliminazione retroattiva del debito fiscale AMT per opzioni esercitate prima del 2008 e l’accelerazione del recupero dei crediti d’imposta minimi non ancora utilizzati.

Va inoltre considerato il trattamento delle stock option qualificate ai fini delle imposte sulla busta paga. Fino al 1995, tali opzioni non venivano considerate salario soggetto a contributi previdenziali e imposte sul lavoro (FICA e FUTA). Tuttavia, in seguito a controversie giurisprudenziali e a una serie di posizioni contrastanti dell’IRS, emerse l’intenzione di includerle nel calcolo delle imposte sul lavoro.

Nel 2001, l’IRS propose un regolamento che avrebbe sottoposto le stock option qualificate a tassazione FICA e FUTA al momento dell’esercizio. Tale proposta suscitò forti reazioni da parte delle imprese, che lamentavano un aggravio amministrativo e un possibile disincentivo all’utilizzo di tale strumento di compensazione. In seguito a tali proteste, il Dipartimento del Tesoro sospese l’entrata in vigore della misura, prorogando la moratoria amministrativa a tempo indeterminato⁶⁶.

La questione fu definitivamente risolta con l’approvazione dell’*American Jobs Creation Act* del 2004, che ha escluso formalmente le stock option qualificate dalla base imponibile per le imposte FICA e FUTA, consolidando il trattamento agevolato di cui esse godono⁶⁷.

3.4 Regolamenti chiave sui piani di stock option

Diversi regolamenti hanno significativamente influenzato la struttura e la gestione dei piani di stock option destinati ai dipendenti. In particolare, sette disposizioni normative risultano particolarmente rilevanti, sei delle quali introdotte nel corso del 2002, hanno segnato da una serie di scandali societari che hanno sollecitato un profondo ripensamento delle pratiche di governance aziendale.

⁶⁵ Internal Revenue Service, AMT and ISO emergency economic Stabilization Act of 2008 Relief, <https://www.govinfo.gov/app/details/COMPS-8925/>

⁶⁶ Stratton S., *Hearing on Stock option regs should be livelier than most*, Tax Notes, 2002

⁶⁷ US Department of the Treasury, *Treasury and IRS Extend FICA and FUTA Tax Moratorium for Statutory Stock Options*, press release, 2022

Una delle prime norme rilevanti in questo ambito è la *Sezione 162 dell'Internal Revenue Code (IRC)*, introdotta dall'*Omnibus Budget Reconciliation Act* del 1993, che ha posto un limite alla deducibilità fiscale della retribuzione dei dirigenti. In particolare, la disposizione prevede che una società possa dedurre come spesa fiscale solo il primo milione di dollari della retribuzione annua corrisposta al CEO e ai quattro dirigenti più retribuiti. Tale misura, finalizzata a contenere i livelli retributivi considerati eccessivi, escludeva inizialmente dalla limitazione le componenti legate alla performance, incluse le stock option. Per beneficiare di tale eccezione, la remunerazione variabile doveva rispettare quattro condizioni: essere legata al raggiungimento di obiettivi di performance predefiniti, stabiliti da un comitato di remunerazione composto da membri indipendenti del consiglio; essere sottoposta all'approvazione degli azionisti; e, infine, essere certificata dal comitato stesso al momento del raggiungimento degli obiettivi.

Dal punto di vista economico, questa disposizione ha incentivato le imprese a privilegiare forme di compenso legate alle performance, come le stock option, in quanto escluse dal tetto di un milione di dollari, rendendole fiscalmente più vantaggiose rispetto a salari fissi, bonus o assegnazioni di azioni. Successivamente, la Securities and Exchange Commission (SEC) ha aggiornato la regolamentazione, ridefinendo le figure soggette a obblighi di rendicontazione, escludendo dal conteggio il principal executive officer (PEO) e il principal financial officer (PFO)⁶⁸.

Una svolta decisiva si è avuta con l'entrata in vigore del **Sarbanes-Oxley Act (SOX)** del 2002, elaborato in risposta agli scandali contabili di inizio millennio (Enron, WorldCom). Tra le numerose riforme introdotte, il SOX ha abbreviato significativamente i tempi per la divulgazione delle transazioni effettuate dagli insider, imponendo la comunicazione di qualsiasi concessione di stock option entro due giorni lavorativi, rispetto al precedente termine di 45 giorni dalla chiusura dell'anno fiscale.

Nel 2003, la SEC ha inoltre approvato delle modifiche agli standard di quotazione della Borsa di New York e del Nasdaq, imponendo l'obbligo di approvazione da parte degli azionisti per la quasi totalità dei piani di compensazione azionaria. Le imprese sono quindi tenute a fornire informazioni dettagliate sui termini delle opzioni proposte,

⁶⁸ Healy P.M., Palepu K.G., *The Fall of Enron*, Journal of Economic Perspectives, 2003

compresa l'eventualità che queste vengano concesse a un prezzo inferiore al fair market value alla data di assegnazione⁶⁹.

Ulteriori sviluppi normativi sono giunti dal Financial Accounting Standards Board (FASB), che il 15 dicembre 2004 ha imposto l'obbligo, per le imprese, di rilevare contabilmente il costo delle stock option tra le spese aziendali, misurandolo secondo il fair value alla data di concessione⁷⁰.

Tale disposizione, che ha provocato una significativa riduzione degli utili riportati in bilancio, ha incontrato forti resistenze da parte del mondo imprenditoriale. Alcune imprese hanno reagito anticipando le date di maturazione delle opzioni, al fine di evitare l'imputazione delle relative spese nei rendiconti successivi, eliminando complessivamente oltre quattro miliardi di dollari di oneri contabili. La SEC, riconoscendo le difficoltà operative derivanti dall'introduzione dello standard FASB, ha posticipato l'applicazione dell'obbligo contabile all'anno fiscale successivo a quello in corso nel 2005. In parallelo, sono stati perfezionati i criteri per la valutazione delle stock option, in particolare rispetto all'ipotesi di volatilità dei titoli, elemento determinante nella stima del fair value. Tra il 2003 e il 2005, le principali società statunitensi hanno rivisto al ribasso tali ipotesi, con una riduzione media del 13% tra le imprese con fatturato superiore ai 20 miliardi di dollari⁷¹.

Nel 2007, la SEC ha infine approvato una procedura d'asta proposta da Zions Bancorporation per determinare il valore delle stock option, segnando un ulteriore passo verso la trasparenza e l'affidabilità delle valutazioni.

Un altro rilevante intervento legislativo è rappresentato dall'American Jobs Creation Act del 2004, che ha introdotto la Sezione 409A dell'IRC in materia di compensazione differita. Tale norma, pensata per contrastare gli abusi emersi durante gli scandali societari, ha stabilito che i diritti di apprezzamento azionario concessi a un prezzo inferiore al fair market value alla data di attribuzione siano soggetti a tassazione immediata, salvo il rispetto di specifici requisiti. L'introduzione della Sezione 409A ha

⁶⁹ Ritterpusch K., *Options bill jurisdictional issues remain but blunt hopes to see bill on floor soon*, Daily Tax Report, Bloomberg BNA, 2004

⁷⁰ Waters R., *Options rule used to lift earnings*, Financial Times, 2006

⁷¹ Joni L., *Deferred compensation revolution tough transition to a statutory system*, Taxes: the tax magazine, 2005

pertanto ridotto i benefici fiscali associati alle stock option, scoraggiandone in parte l'utilizzo.

Infine, a partire da dicembre 2004, è stato adottato il nuovo Schedule M-3 per la riconciliazione tra reddito contabile e imponibile, in sostituzione del precedente Schedule M-1. Questo aggiornamento ha migliorato significativamente la trasparenza fiscale delle imprese, fornendo alle autorità e agli operatori una maggiore chiarezza sul trattamento contabile delle differenze fiscali, incluse quelle derivanti dai piani di stock option⁷².

3.5 Reddito finanziario o contabile vs. reddito fiscale

Le aziende statunitensi operano all'interno di un sistema di doppia rendicontazione che distingue tra reddito contabile, destinato agli investitori e ai regolatori, e reddito fiscale, dichiarato all'Internal Revenue Service (IRS). Questo dualismo genera un incentivo sistematico: massimizzare il reddito contabile per mostrare solidità finanziaria ai mercati, e minimizzare il reddito fiscale per ridurre l'onere tributario. Tale dinamica ha creato un divario noto come "book-tax gap", ovvero la differenza tra l'utile contabile e il reddito imponibile⁷³.

L'adozione estensiva di stock option come forma di compensazione ha significativamente ampliato questo divario. Secondo i dati IRS, nel 2004 le stock option non qualificate hanno generato circa 40,4 miliardi di dollari di differenza tra costi contabili e fiscali, mentre le stock option incentivanti hanno contribuito per 6,3 miliardi di dollari e altre forme di compensazione basata su azioni per ulteriori 2,8 miliardi. Complessivamente, si stima che tali strumenti abbiano ridotto il reddito fiscale di quasi 50 miliardi di dollari, senza avere un impatto proporzionale sul reddito contabile⁷⁴.

La contabilità finanziaria si basa su principi stimati e criteri di competenza economica, seguendo i Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) definiti dal Financial Accounting Standards Board (FASB) su delega della SEC. Al contrario, la contabilità

⁷² Boynton C., DeFilippes P., Legel E., *A first look at schedule M-3 Reporting by large corporations*, Tax Notes, 2006

⁷³ Boynton C., DeFilippes P., Legel E., *A first look at schedule M-3 Reporting by large corporations*, Tax Notes, 2006

⁷⁴ IRS, Schedule M-3 (Form 1120), 2004; Instructions for Schedule M-3 (Form 1120), 2004

fiscale è basata sul principio di cassa e mira a determinare l'imponibile effettivo, secondo quanto stabilito dal codice tributario federale⁷⁵.

Storicamente, le stock option venivano valutate al prezzo di mercato delle azioni alla data di concessione, senza considerarle come spesa nel bilancio. Questo cambiò con l'introduzione del FASB Statement No. 123 (Revised 2004), che impose la rilevazione del "fair value" delle opzioni come spesa nei conti economici (FASB Statement No. 123 (Revised 2004), "Share-Based Payment" (FAS 123R)). La maggior parte delle aziende inizialmente si avvalse della facoltà di riportare queste spese nelle note integrative, ma molte grandi corporation decisero di dedurre direttamente il valore stimato⁷⁶.

Ciononostante, permane una forte discrepanza temporale e valutativa: la spesa contabile è basata sul valore stimato al momento della concessione e distribuita durante il periodo di maturazione, mentre la detrazione fiscale si applica solo all'esercizio dell'opzione ed è pari al valore effettivo, che spesso risulta superiore a quello stimato⁷⁷. Questo disallineamento ha generato vantaggi fiscali rilevanti, non riflessi nei risultati contabili, sollevando dubbi sulla trasparenza e correttezza dell'informazione fornita agli investitori⁷⁸.

3.6 Proposta di legge nel 112° Congresso

Nel 2011, il senatore Carl Levin ha presentato al Congresso il disegno di legge S. 1375, "Ending Excessive Corporate Deductions for Stock Options Act", con l'obiettivo di ridurre l'incoerenza tra le deduzioni fiscali per stock option e la loro rilevazione contabile. Secondo Levin, le imprese beneficiano di deduzioni sproporzionate rispetto alla spesa registrata nei bilanci, generando circa 60 miliardi di dollari di vantaggi fiscali annui⁷⁹. Il disegno di legge proponeva di consentire la deduzione fiscale solo fino a concorrenza della spesa effettivamente riportata nel conto economico, allineando la rilevazione fiscale e contabile.

⁷⁵ IRC §162(m); OBRA 1993, Pub. L. 103-66

⁷⁶ SEC Staff Accounting Bulletin No. 107. 2005

⁷⁷ SEC Release No. 33-8568. 2005

⁷⁸ Waters R., Options rule used to lift earnings, Financial Times. 2006

⁷⁹ Ritterpusch K., Options bill jurisdictional issues remain but blunt hopes to see bill on floor soon, Daily Tax Report, Bloomberg BNA. 2004

Questa proposta si inserisce in un contesto più ampio di revisione critica dell'uso delle stock option. Aziende come Microsoft hanno deciso di abbandonare i piani stock option a favore della distribuzione di azioni ristrette, segnando un cambiamento strategico nel paradigma retributivo⁸⁰. Le stock option, che permettevano ai dipendenti di acquistare azioni a un prezzo predeterminato, avevano costituito un potente incentivo soprattutto nella Silicon Valley, dove venivano offerte anche a figure junior per contenere i costi salariali.

Tuttavia, la crisi del Nasdaq del 2000 ha ridimensionato l'efficacia dello strumento: molte opzioni sono diventate prive di valore e numerosi dirigenti sono stati coinvolti in pratiche di manipolazione contabile⁸¹. Casi come Enron e WorldCom hanno evidenziato come la mancata contabilizzazione delle stock option potesse alterare i bilanci e danneggiare gli azionisti. In risposta, il Congresso ha adottato normative più stringenti con il Sarbanes-Oxley Act del 2002, che impone maggiore trasparenza nella comunicazione delle operazioni con strumenti azionari⁸².

Anche se l'uso delle stock option è diminuito, molte imprese continuano a difendere il loro impiego attraverso lobby come l'International Employee Stock Options Coalition, che ha sollecitato il FASB a riconoscere la funzione incentivante di questi strumenti⁸³. Il dibattito rimane aperto: le stock option rappresentano ancora un meccanismo potente ma controverso, sospeso tra incentivo e distorsione.

3.7 Evoluzione normativa, impatti fiscali e sfide nella contabilizzazione delle stock option

Negli ultimi decenni, la regolamentazione contabile e fiscale delle stock option ha subito importanti cambiamenti, ma ha anche mostrato notevoli discrepanze e criticità. Il Financial Accounting Standards Board (FASB) ha introdotto nel 2004 il principio FAS 123R, che obbliga le aziende a riconoscere nel conto economico il costo stimato delle stock option al "fair value" al momento della concessione, migliorando così la

⁸⁰ Joni L., Deferred compensation revolution tough transition to a statutory system, Taxes: the tax magazine. 2005

⁸¹ Healy P.M., Palepu K.G., The Fall of Enron, Journal of Economic Perspectives. 2003

⁸² Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107-204, §403(a); 15 U.S.C. §78p(a)(2)(C)

⁸³ SEC No-Action Letter to Zions Bancorporation. 2007

trasparenza e la comparabilità dei bilanci⁸⁴. Contestualmente, la Securities and Exchange Commission (SEC) ha rafforzato i requisiti di disclosure sulla remunerazione esecutiva per garantire una più chiara rappresentazione delle spese relative alle stock option⁸⁵. Nonostante questi progressi contabili, il sistema fiscale ha mantenuto un trattamento differente, permettendo alle imprese di dedurre le spese solo al momento dell'esercizio delle opzioni, creando così un divario significativo tra reddito contabile e reddito imponibile⁸⁶.

L'adozione delle stock option ha comportato una consistente riduzione del reddito imponibile delle grandi aziende, con perdite di entrate fiscali federali e statali stimate intorno ai 60 miliardi di dollari annui, alimentando un acceso dibattito sull'equità e la sostenibilità di tali agevolazioni⁸⁷. Questa situazione ha spinto il legislatore a proporre iniziative come il disegno di legge S. 1375 presentato nel 112° Congresso dal senatore Carl Levin, che mira a limitare le deduzioni fiscali per le stock option alle spese contabili effettivamente registrate, riducendo così il deficit federale⁸⁸.

Dal punto di vista aziendale, molte imprese hanno risposto a queste sfide con strategie di adattamento. Microsoft, per esempio, ha abbandonato i piani di stock option per adottare azioni ristrette, segnando un cambiamento significativo nelle politiche di incentivazione, influenzato anche dagli scandali finanziari che hanno evidenziato come la mancata contabilizzazione corretta delle stock option abbia danneggiato investitori e mercato⁸⁹. Nonostante ciò, la resistenza al cambiamento e le complessità normative hanno rallentato un effettivo allineamento tra trattamento contabile e fiscale, lasciando aperte problematiche di governance e discrezionalità nella valutazione delle stock option, che continuano a generare preoccupazioni tra investitori e regolatori⁹⁰.

⁸⁴ FASB Statement No. 123 (Revised 2004), "Share-Based Payment", 2004

⁸⁵ SEC Final Rule, Executive Compensation and Related Person Disclosure, Release No. 33-8732A, 2006

⁸⁶ IRC §162(m); OBRA 1993, Pub. L. 103-66, 1993

⁸⁷ Boynton C., DeFilippes P., Legel E., A first look at schedule M-3 Reporting by large corporations, Tax Notes, 2006; American Jobs Creation Act of 2004, Pub. L. No. 108-357; IRC §409A, 2004

⁸⁸ Ritterpusch K., Options bill jurisdictional issues remain but blunt hopes to see bill on floor soon, Daily Tax Report, Bloomberg BNA, 2004

⁸⁹ Waters R., Options rule used to lift earnings, Financial Times, 2006; Healy P.M., Palepu K.G., The Fall of Enron, Journal of Economic Perspectives, 2003

⁹⁰ Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107-204, §403(a); 15 U.S.C. §78p(a)(2)(C), 2002; SEC Staff Accounting Bulletin No. 107, 2005; SEC Release No. 33-8568, 2005; SEC No-Action Letter to Zions Bancorporation, 2007; OBRA 1993, Public Law 103-66, 1993

Capitolo 4

Stock Options in Europa

L'impresa può essere intesa come un sistema aperto, costantemente soggetto a evoluzione e in continuo dialogo con l'ambiente esterno. In tale contesto, essa non solo si configura come un insieme organizzato di attività produttive, ma anche come un aggregato di conoscenze orientate alla generazione di nuova conoscenza. Il processo di sviluppo aziendale risulta strettamente connesso alla capacità di adattamento dell'organizzazione alle mutevoli condizioni ambientali. In particolare, il capitale umano, inteso come patrimonio di competenze e saperi individuali, si rivela determinante per il consolidamento e la crescita dell'impresa. Di conseguenza, le strutture organizzative tendono a promuovere strategie volte ad accrescere la motivazione dei dipendenti, in ogni livello della gerarchia aziendale.

Le teorie motivazionali sviluppate in ambito organizzativo offrono strumenti concettuali utili a interpretare tali dinamiche: tra i fattori in grado di influenzare il comportamento e l'impegno del personale, la retribuzione riveste un ruolo centrale. Quando i lavoratori percepiscono una discrepanza tra il proprio apporto professionale e la remunerazione ricevuta, si indebolisce il legame psicologico che alimenta la motivazione. In tale ottica, i contratti di stock option, che correlano il compenso percepito alla performance aziendale, si configurano come un efficace meccanismo incentivante, capace di stimolare costantemente l'interesse tanto dei dipendenti quanto del management verso il successo dell'organizzazione.

Sebbene in Italia tale strumento non sia ancora largamente diffuso, si osserva una crescente attenzione nei contesti europei, dove l'adozione dei piani di stock option sta progressivamente seguendo il modello statunitense. Questi piani, infatti, si stanno affermando come strumenti strategici per favorire la cultura imprenditoriale e rafforzare la competitività del tessuto economico europeo. In questa direzione, la Commissione Europea, attraverso la Direzione Generale per le Imprese, ha promosso un report specifico sui diritti di opzione dei dipendenti, con l'obiettivo di incoraggiare l'adozione

di pratiche retributive innovative orientate alla creazione di un'economia della conoscenza, maggiormente dinamica e competitiva nel panorama globale⁹¹. Il documento elaborato dalla Commissione Europea si propone come un valido strumento di riferimento, offrendo un framework concettuale e normativo finalizzato a rafforzare l'efficacia dei diritti di opzione concessi ai lavoratori impiegati nelle imprese dell'Unione. In particolare, il report delinea una cornice giuridica e amministrativa che mira a favorire l'adozione e l'applicazione concreta di tali diritti, evidenziandone sia i potenziali benefici per gli azionisti, sia i rischi a cui questi ultimi potrebbero essere esposti. L'elemento centrale consiste nella possibilità per i lavoratori di acquisire partecipazioni al capitale della società in cui operano, a un prezzo prestabilito, generalmente inferiore a quello di mercato. Tali diritti, tuttavia, non possono essere esercitati immediatamente, ma solo successivamente al decorso di un periodo minimo di maturazione (vesting period) o al verificarsi di specifiche condizioni contrattuali.

Alla luce del fatto che le strategie aziendali possono essere attuate con modalità differenti, le quali implicano un coinvolgimento variabile della direzione nella definizione degli orientamenti strategici. La letteratura in ambito manageriale identifica tre distinti modelli di governance d'impresa. Questi modelli si distinguono in base al grado di centralizzazione decisionale e al livello di partecipazione del management nella determinazione degli indirizzi aziendali, e saranno illustrati nella sezione successiva per una più chiara comprensione delle implicazioni organizzative e gestionali associate alla partecipazione azionaria dei dipendenti⁹².

4.1 Modelli di governance aziendale in Europa

All'interno dell'Unione Europea coesistono differenti modelli di governo d'impresa, ciascuno con specificità legate al contesto socioeconomico e culturale di riferimento. Tali modelli incidono profondamente sulla struttura decisionale, sull'assetto proprietario e sulla distribuzione del potere tra proprietà e management. La seguente analisi si concentra sui tre principali modelli di governance identificati nella letteratura

⁹¹ Direzione Generale Imprese, *Diritti d'opzione dei dipendenti*, sede 2014

⁹² Di Cagno N., Adamo S., Giaccari F., *Lezioni di economia aziendale*, Cacucci, 2003

economico-manageriale: il modello padronale, il modello della public company e il modello consociativo (o renano).

Il primo modello di governo aziendale è quello di stampo padronale, tipico dell'Italia, che trova applicazione nelle Piccole-Medie Imprese, che rappresentano la colonna portante e la spina dorsale del tessuto imprenditoriale tricolore. La figura imprenditoriale o della famiglia proprietaria dell'impresa assume un ruolo significativo e dominante nella governance aziendale e nell'assetto proprietario. La proprietà attribuisce alla direzione aziendale funzioni esecutive e propositive. Ci sono società quotate in Borsa che potrebbero essere caratterizzate da questo modello di governance d'azienda. Gli azionisti di minoranza contribuiscono ad apportare capitale in modo proporzionale alla quota da essi detenuta.

Il secondo modello di governance aziendale è quello della public company, molto diffuso nel modello anglosassone, e prevede il frazionamento del capitale d'impresa tra un elevato numero di shareholders, nessuno dei quali predominante⁹³. La redditività nel breve periodo assume un ruolo rilevante in tali imprese e la direzione dell'impresa si concentra su obiettivi di breve termine, trascurando la redditività nel medio-lungo termine. Tale impostazione strategica trova il favore delle banche, delle compagnie assicurative e di tutti gli intermediari finanziari e creditizi. Il management delle public companies risulta qualificato e competente ed è dotato di elevate skills e capacità imprenditoriali grazie all'assenza della proprietà concentrata.

Il modello consociativo o modello renano, di stampo tedesco, si colloca a metà strada tra i due precedenti modelli esaminati, ovvero quello padronale e della public company. Il capitale aziendale è detenuto dall'azionariato di maggioranza e favorisce una maggiore stabilità dell'assetto proprietario. La direzione aziendale si concentra non solo sugli obiettivi di breve termine, ma anche sugli obiettivi di medio-lungo termine. L'eccessiva burocratizzazione ed un'eccessiva prudenza nell'impostazione delle linee strategiche rappresentano aspetti negativi del modello di governance. Nella tabella riportata di seguito mostriamo i tratti caratteristici dei tre modelli di governo aziendale sopra menzionati.

⁹³ Roe M., Taborelli M., *La public company e i suoi nemici. Determinanti politiche di governo d'impresa*, Il Sole 24 Ore, 2004

Modello Padronale	Modello Public Company	Modello Consociativo
Proprietà concentrata e stabile	Proprietà frazionata ed instabile	Proprietà distribuita tra nocciolo duro stabile e minoranze instabili
Potere di comando della proprietà	Potere di comando del management	Potere di comando del nocciolo
Basso livello di direzione imprenditoriale	Alto livello di direzione manageriale	Modello direzionale misto
Potenziale finanziario basso	Potenziale finanziario medio	Potere finanziario alto

Fig. 2. Differenti modelli aziendali

Fonte: Di Cagno N., *Lezioni di economia Aziendale*, Cacucci, Bari, 2003

Una volta delineati i principali modelli di governance aziendale, risulta opportuno approfondire le dinamiche relazionali che intercorrono tra struttura proprietaria e management. L'analisi di tali interazioni consente di comprendere le motivazioni sottese all'adozione di strumenti di incentivazione, quali i piani di stock options, volti ad allineare gli interessi degli amministratori con quelli degli azionisti.

Nel contesto delle imprese organizzate secondo un modello di tipo **padronale**, la relazione tra proprietà e management assume una connotazione marcatamente gerarchica. Tale impostazione permane anche in presenza di aziende di grandi dimensioni. In queste realtà, l'azionista di maggioranza esercita un controllo diretto, procedendo alla nomina degli amministratori, alla determinazione dei livelli retributivi e al monitoraggio delle performance gestionali. Questa forma di controllo diretto consente una gestione flessibile dei dirigenti esterni alla compagine familiare, mantenendo comunque salda l'influenza della proprietà sul governo dell'impresa.

Negli ultimi anni, il legislatore italiano ha avviato interventi normativi mirati a rafforzare la tutela degli azionisti di minoranza, riconosciuti come portatori di capitale e d'interessi degni di considerazione. In tale direzione si colloca, ad esempio, l'istituto dell'annullabilità delle deliberazioni assembleari, che consente ai soci titolari di un determinato pacchetto azionario di impugnare le decisioni adottate dall'assemblea qualora risultino lesive dei loro diritti. Questo strumento giuridico rappresenta una

forma concreta di protezione contro eventuali abusi da parte della maggioranza, garantendo un maggiore equilibrio nei rapporti interni alla compagine societaria.

Altro istituto introdotto dal Legislatore è stato la rinuncia all'azione sociale di responsabilità (cfr. articolo 2093 Codice Civile)⁹⁴. L'azienda ha la possibilità di rinunciare all'azione di responsabilità: la transazione e la rinuncia devono essere approvate con deliberazione assembleare. Per quanto concerne la composizione degli organi di controllo, l'articolo 148 del Testo Unico in Materia Finanziaria prevede che l'atto costitutivo contenga clausole volte ad assicurare che un componente del Collegio Sindacale sia eletto dai soci di minoranza. Nel caso in cui il collegio sia costituito da oltre tre membri, il numero dei componenti eletti dai soci di minoranza non può essere inferiore a 2.

Il potere della dirigenza aziendale trova pochi vincoli nelle aziende che hanno un modello public company: la presenza di clausole statutarie rendono assai complicato il controllo gestionale. Per provvedere alla revoca del Consiglio di amministrazione è necessario sostenere oneri rilevanti. In caso di perdita, gli shareholders hanno la possibilità di vendere i titoli azionari per acquistare un pacchetto azionario di altre società, permettendo la diversificazione del rischio e tutelando l'investimento. I rapporti tra shareholders e dirigenza aziendale non sono molto ristretti come nelle imprese padronali/familiari. Un'errata condotta della dirigenza porterebbe al disinvestimento degli shareholders con un ribasso del prezzo dei titoli azionari ed una più alta probabilità che un investitore possa effettuare una scalata e provvedere alla sostituzione dei dirigenti⁹⁵. Può capitare che la dirigenza si allei con l'investitore in cambio di contratti di stock options più remunerativi. I piani di stock options potrebbero essere la risposta a tali problematiche: una maggiore remunerazione potrebbe maggiormente motivare e fidelizzare la dirigenza aziendale.

⁹⁴ Campobasso G.F., *Diritto Commerciale. Diritto delle Società*, Utet, 2015

⁹⁵ Gualtieri P., *I piani di stock option*, Il Mulino, 1993

4.2 Definizione degli obiettivi e le modalità di verifica dei risultati da parte dei manager

La definizione chiara e condivisa degli obiettivi costituisce un elemento cardine nell'implementazione di strumenti di incentivazione quali i piani di stock options. Il fondamento teorico di tali contratti si rintraccia nel principio del *Management by Objectives* (MBO), o gestione per obiettivi, il quale prevede la scomposizione degli obiettivi aziendali generali in obiettivi specifici articolati lungo i diversi livelli organizzativi, fino a raggiungere ogni singolo lavoratore. Questa metodologia presuppone che ogni obiettivo individuale sia coerente con la visione strategica complessiva dell'impresa, costituendo così una leva per il miglioramento della performance organizzativa e per l'efficace perseguimento dei risultati aziendali.

La gestione per obiettivi rappresenta un sistema manageriale attraverso il quale dirigenti e collaboratori traducono la strategia in obiettivi operativi di breve termine, definendo in modo preciso le aree di responsabilità di ciascun attore organizzativo in termini di risultati attesi. Tale approccio prevede una costante attività di verifica delle performance e impiega il raggiungimento degli obiettivi come criterio fondamentale per la valutazione e la remunerazione dei dipendenti⁹⁶.

Un aspetto distintivo dell'MBO è il coinvolgimento attivo dei lavoratori nel processo decisionale: manager e subordinati individuano congiuntamente le aree di responsabilità e i traguardi da perseguire, facilitando così una gestione condivisa delle unità organizzative e una valutazione più equa dei contributi individuali. Questo approccio favorisce l'allineamento tra le finalità individuali e quelle dell'organizzazione, contribuendo a incrementare il livello di soddisfazione lavorativa e la produttività complessiva.

Attraverso il *Management by Objectives*, i risultati ottenuti diventano il parametro principale di valutazione sia per i manager che per i collaboratori. Tra gli obiettivi più frequentemente utilizzati nei sistemi di incentivazione si annoverano la crescita dimensionale dell'impresa, valutata in termini di incremento delle quote di mercato o del fatturato. Tuttavia, va osservato che un'espansione dimensionale non sempre corrisponde a un aumento del valore per l'azionista, poiché essa potrebbe non tradursi

⁹⁶ Murphy K.J., *Executive Compensation*, in: Ashenfelter O., Card D. (eds.), *Handbook of Labor Economics*, Vol. 3B, Elsevier, 1999

in un miglioramento della redditività. Un altro obiettivo rilevante è costituito proprio dalla redditività, misurabile attraverso indicatori contabili come l'*Earnings Per Share* (EPS), il *Cash Flow per Share*, oppure attraverso indici di bilancio quali il Return on Investment (ROI) e il Return on Equity (ROE). In questo contesto, i piani di stock options sono strutturati in modo tale che il numero di opzioni assegnabili dipenda dal raggiungimento di soglie prestabilite relative a tali indicatori⁹⁷.

Occorre tuttavia considerare che i valori risultanti dal bilancio aziendale possono essere influenzati dai principi contabili adottati nella redazione del documento. Le performance annunciate potrebbero influire sull'andamento delle quotazioni in borsa, determinando un incremento del valore delle opzioni attribuite. A tale criticità si può ovviare attraverso un'attenta modulazione del numero di opzioni concesse, in modo da mantenere coerenza tra performance effettiva e incentivo economico.

Un modello alternativo di valutazione della performance d'impresa, proposto dalla letteratura manageriale anglosassone, si basa sul concetto di creazione di valore, il quale consente di stabilire obiettivi misurabili, condivisi da tutti gli stakeholder e orientati alla razionalità economica. L'adozione di una strategia orientata alla creazione di valore implica una visione di lungo periodo, promuove una redditività sostenibile e si pone in linea con gli obiettivi sociali dell'impresa.

Tra gli indicatori più noti in questo ambito si segnala l'Economic Value Added (EVA), sviluppato dalla società di consulenza tedesca *Stern Stewart & Co.*. Questo strumento non premia semplicemente il raggiungimento dell'utile, bensì riconosce il merito dei manager che generano un rendimento superiore al costo del capitale impiegato. In virtù della crescente rilevanza attribuita alla misurazione delle performance aziendali, questo tema ha assunto una posizione centrale nel dibattito manageriale a livello europeo, diventando oggetto di crescente attenzione anche nella prassi delle imprese

⁹⁸.

⁹⁷ Guatri L., *La teoria di creazione del valore. Una via Europea*, EGEA, 1991

⁹⁸ Guatri L., *Valore e intangibles nella misura della performance aziendale*, EGEA, 1997

4.3 Risk Assessment da parte della dirigenza

L'attribuzione di stock options riveste un ruolo cruciale all'interno della strategia di incentivazione e implica un coinvolgimento diretto della dirigenza aziendale nei processi di valutazione e gestione del rischio d'impresa. Tale coinvolgimento si rende necessario in quanto non è sempre garantito che gli utili generati dalla gestione operativa risultino sufficienti a remunerare adeguatamente il capitale investito. In contesti particolarmente sfavorevoli, caratterizzati da una significativa contrazione della redditività o da inefficienze gestionali persistenti, si può persino giungere a una progressiva erosione del capitale, mettendo a rischio la solidità patrimoniale dell'impresa stessa. L'attribuzione di stock options riveste un ruolo fondamentale all'interno della strategia di incentivazione e implica un coinvolgimento diretto della dirigenza aziendale nei processi di valutazione e gestione del rischio d'impresa. Tale coinvolgimento si rende necessario in quanto non è sempre garantito che gli utili generati dalla gestione operativa risultino sufficienti a remunerare adeguatamente il capitale investito. In contesti particolarmente sfavorevoli, caratterizzati da una significativa contrazione della redditività o da inefficienze gestionali persistenti, si può persino giungere a una progressiva erosione del capitale, mettendo a rischio la solidità patrimoniale dell'impresa stessa⁹⁹. Nel contesto dei piani di incentivazione tramite stock options, è fondamentale considerare la diversa esposizione al rischio tra gli azionisti e la dirigenza aziendale. Mentre il potenziale di perdita per l'azionista è proporzionale al valore del pacchetto azionario detenuto, per i manager tale rischio è rappresentato dalla perdita del valore delle opzioni assegnate. Questo aspetto impone una valutazione attenta nella progettazione dei piani di stock option, in quanto un'impostazione inadeguata potrebbe generare un incremento degli oneri complessivi a carico dell'impresa. Dal momento che il valore delle opzioni è direttamente correlato all'andamento dei titoli azionari sottostanti, è essenziale analizzare in modo critico il rapporto tra la componente premiale destinata alla dirigenza e l'evoluzione dei prezzi di mercato delle azioni. Tuttavia, va rilevato che la dinamica dei titoli azionari sui mercati finanziari non è riconducibile unicamente alla gestione aziendale, ma risente anche di fattori esogeni, quali le aspettative degli investitori e le inefficienze strutturali

⁹⁹ Di Cagno P., *Il sistema aziendale tra rischio d'impresa e rischio economico generale*, Cacucci, 2002

dei mercati, che non risultano del tutto neutralizzabili nemmeno attraverso una strategia di diversificazione del portafoglio.

All'interno di questo quadro, l'adozione di piani di stock options swap prevede la revisione periodica dei parametri contrattuali, in particolare del prezzo di esercizio, al fine di mantenere elevata la componente incentivante per i manager. Tali revisioni possono riflettere fedelmente l'andamento dei corsi azionari oppure integrare anche altri indicatori, come le condizioni generali del mercato e i rendimenti dei titoli sottostanti. In alternativa, i piani di incentivazione possono essere adattati non mediante la modifica del prezzo di esercizio, bensì attraverso l'assegnazione di un numero variabile di opzioni, il cui ammontare sia direttamente connesso ai risultati conseguiti dalla dirigenza, preservando in tal modo l'efficacia incentivante del piano stesso.

4.4 Stock Options in Europa: considerazioni iniziali

Nel precedente capitolo abbiamo messo in evidenza il fatto che i piani di stock options nel corso degli anni Novanta del XX secolo sono diventati uno strumento utilizzato negli USA. Nel Vecchio Continente i piani di stock options sono stati oggetto di offerta dai datori di lavoro inglesi, francesi e irlandesi. Nel resto dell'Europa, la diffusione dei piani di stock options è avvenuta a seguito delle riforme del diritto commerciale e tributario introdotte dal Legislatore verso la fine del decennio scorso. I piani di partecipazione dei lavoratori al capitale aziendale sono principalmente utilizzati nelle large corporations, in particolare dall'alta dirigenza. Con la ripresa dei mercati azionari e con i numerosi vantaggi offerti dai diritti di opzione si prevede che i piani di stock options assumeranno una crescente rilevanza. Essendo considerati redditi da lavoro dipendente, gli utili derivanti dai diritti di opzione sono tassati come tali, anche se intercorrono differenze sostanziali tra i differenti paesi membri dell'UE. La maggior parte degli Stati ha introdotto un sistema impositivo che va a gravare sull'esercizio dell'opzione, mentre alcuni paesi applicano la tassazione al momento della maturazione o assegnazione. Il primo metodo consente di risparmiare sulla determinazione dell'imponibile, assicurando una tassazione coerente con le varie forme di retribuzione dei lavoratori.

Molti stati dell'UE offrono un trattamento fiscale più economico e interessante per i diritti di opzione esercitati dai lavoratori aziendali, ma è necessario soddisfare

determinate condizioni, tra cui il periodo minimo di detenzione degli strumenti finanziari. Le multinazionali che operano in differenti paesi UE devono prevedere un'elaborazione ad hoc del piano di stock option, beneficiando del trattamento fiscale più vantaggioso e meno oneroso e rispettando la normativa vigente. A causa delle divergenze nelle discipline tributarie tra i vari paesi membri dell'UE, i lavoratori che per esigenze lavorative si spostano da uno stato all'altro potrebbero essere assoggettati alla doppia imposizione e, in determinate casistiche, potrebbero verificarsi casistiche di vera e propria elusione fiscale¹⁰⁰.

Le criticità legate alla fiscalità internazionale dei piani di stock option potrebbero essere significativamente mitigate qualora gli Stati membri pervenissero a un accordo condiviso in merito al trattamento tributario da applicare. Una possibile soluzione consisterebbe nel riconoscere quale reddito da lavoro dipendente i profitti maturati nel periodo compreso tra la data di assegnazione delle opzioni e quella del loro esercizio. In tale ipotesi, la tassazione dei relativi proventi verrebbe attribuita allo Stato in cui il soggetto esercita effettivamente la propria attività lavorativa. Gli altri guadagni connessi all'opzione, maturati successivamente, sarebbero invece soggetti a imposizione nel Paese di residenza fiscale del beneficiario.

Qualora il lavoratore svolga la propria attività in più Paesi nel corso del periodo rilevante, si rende necessario un criterio di ripartizione proporzionale della base imponibile tra i diversi ordinamenti fiscali, in funzione del tempo trascorso in ciascuna giurisdizione tra la fase di assegnazione e quella di maturazione delle opzioni. In tale contesto, per prevenire fenomeni di doppia imposizione internazionale, l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) ha annunciato ulteriori interventi finalizzati a chiarire il trattamento fiscale dei piani di stock option, con l'obiettivo di promuovere una maggiore uniformità normativa tra gli Stati aderenti.

Dal punto di vista aziendale, i diritti di opzione concessi ai lavoratori non generano costi diretti immediati per il datore di lavoro. Pertanto, la società che si impegna a fornire strumenti finanziari per adempiere alle obbligazioni nei confronti dei propri dipendenti non è tenuta a sostenere un esborso monetario immediato. Tuttavia, dal

¹⁰⁰ Beghin M., *L'elusione fiscale e il principio del divieto di abuso del diritto*, CEDAM, 2021

punto di vista contabile, permane una certa incertezza interpretativa circa l'obbligo di imputare tali oneri nel conto economico dell'impresa.

È inoltre rilevante osservare che, nella prassi, i piani di stock option non si configurano come una sostituzione della retribuzione ordinaria, ma piuttosto come una forma di remunerazione aggiuntiva. Proprio in virtù della loro natura accessoria e incentivante, tali strumenti richiedono un approccio gestionale flessibile, in grado di coniugare le esigenze di attrattività nei confronti dei dipendenti con il rispetto dei vincoli normativi e contabili vigenti.

4.5 Il valore delle opzioni nelle scienze economiche

Il tema dei piani di stock options è molto interessante e comporta la necessità di essere affrontato da differenti punti di vista, ricorrendo a discipline diverse: dalla letteratura manageriale al diritto tributario fino alle scienze economiche. I diritti di opzione sono strumenti finanziari che permettono di acquistare o di vendere (call/put) un certo asset ad un pricing stabilito in un dato intervallo di tempo, indipendentemente dal trend del prezzo di mercato. Dal punto di vista tecnico, è possibile distinguere le opzioni call, le quali sono opzioni di acquisto a termine di un asset sottostante; le opzioni put sono opzioni di vendita. Poi nella classificazione rientrano le opzioni statunitensi e quelle europee o comunitarie: le seconde permettono di esercitare il diritto di opzione al termine dell'operazione. Nel caso di opzioni a stelle ed a strisce il detentore ha la possibilità di esercitare le opzioni in qualsiasi momento entro un determinato periodo.

Il pricing dell'opzione è rappresentato dal premio, mentre lo strike price non è altro che il pricing di esercizio. Chi acquista e detiene un'opzione può esercitare il diritto alla scadenza, non esercitare alcun diritto e vendere l'opzione prima della scadenza, nel caso in cui sia cedibile. I piani di stock options sono contratti che consentono ai lavoratori di un'impresa di sottoscrivere titoli azionari ad un prezzo di esercizio previsto in sede contrattuale: l'elemento che caratterizza questi strumenti è l'assegnazione di opzioni call. Ciò consente di ottenere interessanti guadagni pari al premio pagato per ottenere la stessa option. Il valore di questi strumenti finanziari è suddivisibile in due

componenti: valore del tempo e valore intrinseco¹⁰¹. Per quanto concerne il *time value*, non è altro che la discrepanza tra il valore corrente dell'opzione ed il valore intrinseco. Il valore del tempo dà indicazioni in merito a quanto il risparmiatore sia disposto a pagare in più, tenendo conto che l'azione sottostante subisca un rialzo. Il *time value* dipende dal saggio di interesse presente sul mercato, dalla volatilità dei prezzi dei titoli azionari sottostanti e dal rendimento atteso. Il valore intrinseco non è altro che la differenza tra il pricing di esercizio dell'opzione e il valore corrente del titolo azionario sottostante. Questo valore dipende dal trend del sottostante.

Oltre alla retribuzione diretta, i diritti di opzione attribuisco il ditto ai lavoratori di poter partecipare ai risultati raggiunti dall'impresa. Il lavoratore non deve pagare nulla in cambio, a riceverli sono soprattutto i managers aziendali, ma anche i lavoratori che si trovano in un livello gerarchico inferiore. I diritti di opzione non spettano solo all'alta dirigenza della corporate, ma a tutte le risorse umane incluse nell'organico. Addirittura, i diritti di opzione potrebbero essere assegnati ai fornitori di servizi esterni all'organizzazione aziendale. Si tratta di casistiche ancora poco diffuse nel Vecchio Continente. Ai diritti di opzione dei lavoratori si applicano le stesse regole che sono adeguate alle esigenze societarie nei piani di stock options. Il un piano di stock option è fondamentale fissare un pricing di esercizio o prezzo base, il quale sarà assimilabile al market value del titolo sottostante al momento dell'assegnazione. Il prezzo base fissato è fisso, ma può essere soggetto a variazione a seconda dei risultati gestionali dell'impresa o di altri ratios, in modo tale da prevedere l'adeguamento del profitto del lavoratore al trend aziendale o alle performances dello stesso lavoratore¹⁰².

I piani di stock options assegnati ai lavoratori non sono oggetto di cessione: ciò implica che non sono negoziabili. Le aziende mirano ad utilizzare i diritti di opzione come strumento motivante ed incentivo al lavoro. Tuttavia, ci sono eccezioni alla regola generale. In determinate casistiche, ovvero dell'avvenuta morte del soggetto detentore, tali strumenti finanziari prevedono la possibilità di essere oggetto di trasferimento. In ogni caso, il lavoratore dipendente che detenga un diritto di opzione non potrà mai rendersi conto del valore estrinseco, ma solo di quello intrinseco. I diritti di opzioni non producono effetti in modo del tutto immediato, ma il dipendente dovrà

¹⁰¹ Di Cagno P., *L'evoluzione dei sistemi di remunerazione della componente personale aziendale*, Cacucci, 2002

¹⁰² Catuogno S., *I piani di stock option. Governance, valuation e accounting*, Aracne, 2012

attendere differenti anni. Essi maturano gradualmente e rafforzano il legame intercorrente tra società e lavoratori.

L'esercizio del diritto di opzioni dipende dagli obiettivi raggiunti e dalle performances aziendali: una *conditio* molto diffusa nella prassi è l'aumento minimo del pricing del titolo mediante la definizione di ratios di prestazioni (trend del titolo rispetto alla concorrenza ed all'andamento del mercato). Oltre al trend generale della società, in determinate casistiche è possibile che si ricorra a specifici ratios, tra cui i ratios relativi al successo del lavoratore (si pensi alle vendite raggiunte, all'acquisizione di nuovi clienti, etc.). In genere, i diritti di opzione sono oggetto di associazione di altri strumenti di incentivazione o di retribuzione, quali gratifiche, premi e buste paghe di importo fisso. L'esercizio delle opzioni diventa possibile solo per lassi temporali brevi, ex post alla presentazione del documento contabile di esercizio o in seguito all'adunanza assembleare degli shareholders. Dopo l'esercizio dell'opzione è possibile che ci siano clausole che non permettono al lavoratore di cedere il titolo.

4.6 I diritti di opzione in Europa: vantaggi e criticità da valutare

La regolamentazione dei diritti di opzione presenta sia vantaggi sia potenziali criticità, soprattutto se analizzata in relazione alla struttura imprenditoriale che caratterizza l'Unione Europea. In tale contesto, è rilevante sottolineare che oltre il 99% delle imprese operanti nel territorio comunitario rientra nella categoria delle piccole e medie imprese (Small and Medium Enterprises, SME). Tuttavia, l'adozione di piani di stock option all'interno di questo segmento risulta estremamente limitata, coinvolgendo meno del 5% delle aziende appartenenti a tale classe dimensionale.

Secondo la definizione adottata a livello europeo, rientrano nella categoria delle SME le imprese che impiegano meno di 250 lavoratori e che presentano un fatturato annuo non superiore a 40 milioni di euro, oppure un totale di bilancio annuo inferiore a 27 milioni di euro. Questa soglia definitoria contribuisce a delimitare un insieme di realtà aziendali che, sebbene numericamente predominanti, si trovano spesso in una posizione di svantaggio competitivo nell'implementazione di strumenti retributivi complessi, come i piani di incentivazione azionaria.

La scarsa diffusione di tali strumenti all'interno del comparto delle PMI può essere ricondotta a una molteplicità di fattori, tra cui l'onerosità amministrativa, la limitata cultura finanziaria e la difficoltà di accesso ai mercati regolamentati, elementi che ostacolano l'adozione di pratiche proprie delle imprese di più ampia dimensione¹⁰³. Nonostante la dimensione minore, ci sono molte imprese che hanno un potenziale di crescita elevato e potrebbero assumere una grandissima rilevanza nel medio-lungo termine. Non solo, le Piccole-Medie Imprese europee sono orientate alla crescita ed all'innovazione tecnologica. Queste unità produttive comunitarie appartenenti alle SMEs sono di dimensioni troppo piccole per organizzare i piani di stock options. Inoltre, dovrebbero sopportare oneri amministrativi troppo esosi e la gestione di tali strumenti finanziari sarebbe troppo complessa. Le imprese di media dimensione adottano maggiormente con successi i piani di stock options a favore dei lavoratori: in particolare, tali unità operano in comparti nei quali il capitale umano svolge un ruolo rilevante e la gestione amministrativa è piuttosto complessa.

I diritti di opzione offrono la possibilità di alleviare le problematiche del rapporto tra management e assetto proprietario relativo al comportamento aziendale. Creare un legame tra gli azionisti e i managers può risolvere il rapporto principal-agent. Le opzioni generano oneri per gli shareholders: quando un lavoratore dipendente esercita le opzioni, i titoli azionari devono essere acquistati operando una detrazione a spese degli utili aziendali. Gli shareholders retribuiscono la dirigenza aziendale nel caso in cui si apprezzi il valore del titolo. Chi critica i diritti di opzione sostiene che gli shareholders paghi un prezzo troppo elevato: si ritiene che i diritti di opzione non siano una soluzione efficace al problema del corporate governance, ma contribuiscano ad accrescerlo sempre di più. Secondo questa corrente di pensiero, infatti, la dirigenza aziendale utilizza il proprio potere per beneficiare di un vantaggio monetario superiore a quello che potrebbe beneficiare attraverso altre forme retributive.

Per risolvere questa problematica, è bene provvedere alla formulazione dei piani di stock options. Il rischio è che il top management possa ricevere retribuzioni monetarie eccessive e non adeguate sotto forma di diritti di opzione. Inoltre, ci sono altre critiche mosse nei confronti dei diritti di opzione dei lavoratori dipendenti dal momento che

¹⁰³ Di Federico R., *La gestione delle risorse umane nelle piccole e medie imprese in Italia. Lavoro e nuove traiettorie di management del personale dopo il Covid-19*, Franco Angeli, 2022

indurrebbero la dirigenza aziendale a prendere decisioni rischiose. Tuttavia, si tratta di una critica discutibile dal momento che il diritto di opzione rappresenta un valore di natura patrimoniale e non c'è alcuna ragione per la quale un manager sia disposto a perderlo, adottando una condotta del tutto irresponsabile. Semmai, il vero rischio che l'azienda correrebbe starebbe nel fatto che la dirigenza sarebbe maggiormente spinta a massimizzare il profitto nel breve termine, piuttosto che nel medio-lungo termine.

Una critica del tutto plausibile che potrebbe essere mossa nei confronti dei piani di stock options sarebbe quella relativa all'onerosità: le gratifiche economiche presentano un immediato drenaggio di liquidità. I diritti di opzione rappresentano strumenti di controllo: nel Vecchio Continente l'assetto proprietario è differente rispetto a quello delle large corporations americane. I proprietari di maggioranza sono investitori istituzionali, conseguentemente i problemi di controllo e risultati e la necessità di ricorrere a questi strumenti finanziari potrebbe risultare meno significativa. Nei contesti aziendali in cui risulta difficile controllare e monitorare con attenzione i risultati raggiunti e la performance, sarà bene ricorrere ai diritti di opzione ed agli strumenti di incentivazione. Si pensi, ad esempio, al caso delle aziende caratterizzate da elevati tassi di crescita e da alti livelli di intangible capital. In alcune casistiche, i diritti di opzione e altri strumenti di incentivazione potrebbero risultare molto utili anche all'interno delle imprese minori. Grazie alle forme di partecipazione finanziaria dei lavoratori, è possibile creare un forte senso di partecipazione dei lavoratori, fidelizzare il personale, motivarlo e aumentare la produttività¹⁰⁴.

Nella maggior parte delle imprese europee è empiricamente dimostrato che i diritti di opzione e altri strumenti di incentivazione del personale creano un forte senso di benessere organizzativo all'interno dell'azienda in cui lavorano le risorse umane. I lavoratori sono indotti a lavorare di più, a migliorare i flussi di comunicazione e la produttività aziendale, sviluppando un vero e proprio spirito di squadra ed imprenditoriale. Non solo, le imprese del Vecchio Continente che hanno introdotto stock options e altre forme di partecipazione finanziaria ottengono in media performances migliori rispetto alle imprese competitors che non le adottano¹⁰⁵. Strumenti analizzati dell'unione europea sin dall'inizio degli anni 90 nei Pepper report

¹⁰⁴ Zaleznik A., *Motivazioni, produttività e soddisfazione nel lavoro*, Il Mulino, 1964

¹⁰⁵ Uvalic M., *PEPPER Report*, Commission of the European Communities, 1991

(rapporti sulla promozione della partecipazione del personale ai profitti e ai risultati aziendali) mettono in evidenza che oltre agli stock options, voi esistono offerte di titoli con pagamento dilazionato e quote riservate in fase di offerta pubblica iniziale o aumento di capitale e i convertible loans, che assegnano ai lavoratori il diritto a sottoscrivere azioni ancora da emettere.

Nel 1992 Bruxelles varò la Raccomandazione 443 sull'incentivazione economica delle forme di partecipazione finanziaria e nel 2002 emanò una comunicazione sul quadro giuridico necessaria a questi interventi, mentre Comitato economico e sociale dell'UE e Parlamento europeo focalizzavano l'attenzione sulle Piccole e Medie Imprese. Nel 2004 la Commissione UE pubblicava il rapporto sulle diverse forme di barriere transazionali che frenavano questi interventi nei differenti stati membri dell'UE. A livello settoriale, secondo dati del Centro europeo per la proprietà dei lavoratori, su questo argomento il comparto bancario è quello più sviluppato: nei grandi colossi bancari come Société Generale e Ubs, l'8 per cento del capitale è nelle mani dei lavoratori. Un valore che scende al 5 per cento in Bnp Paribas. Il settore del trasporto aereo la media del capitale controllato dai lavoratori è superiore al dato del comparto bancario. In Air France, i lavoratori controllano il 16 per cento del capitale, ma si tratta di una forma di incentivazione che sostiene in modo indiretto il protezionismo del governo francese sulle imprese statali¹⁰⁶.

Grazie alla partecipazione finanziaria dei lavoratori, i dipendenti sono maggiormente incentivati: i diritti di opzioni espletano un ruolo di maggiore fidelizzazione delle risorse umane. Le imprese affette da "nanismo" possono essere apparire agli occhi dei lavoratori dipendenti meno interessanti ed attraenti rispetto alle aziende di grande dimensione, che godono di maggiore reputazione rispetto ai competitors di dimensione minore. Non solo, le grandi imprese europee offrono più opportunità di fare carriera e pacchetti retributivi di sicuro interesse. Le imprese minori, nel corso degli ultimi anni, accusano di avere difficoltà di crescere a causa della carenza e della difficoltà di reperire personale qualificato, il quale preferisce lavorare in un'azienda di grande dimensione¹⁰⁷. Per incentivare ed attrarre maggiormente il personale qualificato a

¹⁰⁶ Costa G., Gianecchini M., *Risorse umane. Persone, relazioni, valore*, McGrawHill, 2010

¹⁰⁷ Corticelli R., *La crescita dell'azienda. Ordine ed equilibrio nell'unità produttiva*, Giuffrè, 1998

lavorare all'interno di un'azienda di piccole e medie dimensioni, i diritti di opzione possono rappresentare la differenza decisiva.

Le forme di partecipazione finanziaria del personale ed i diritti di opzione sono strumenti che permettono la fidelizzazione del lavoratore dal momento che maturano nel corso degli anni e la decadenza avviene quando il lavoratore lascia la società. I diritti di opzione potrebbero fungere da deterrente nel lasciare l'azienda, specie nel caso delle imprese minori dove la cultura aziendale, la creatività ed il lavoro di squadra sono elementi che caratterizzano questa tipologia di imprese. I diritti di opzione trovano impiego per tutelare gli investimenti in risorse umane. Essi vengono offerti dalle società al personale maggiormente qualificato che riveste un ruolo importante all'interno della gerarchia d'azienda. Tali strumenti finanziari sono percepiti come una sorta di "manette auree" e possono vincolare il lavoratore all'impresa in cui viene assunto. Ribassi temporanei dei diritti di opzione non comportano alcuna perdita di potere dato che le opzioni sono strumenti finanziari a medio-lungo termine. L'opzione mostrerà segnali di indebolimento solo nel caso in cui vi siano scarse probabilità che la quotazione del titolo risalga. In questo caso, è possibile fissare un nuovo prezzo per le opzioni in modo tale da evitare la compromissione dell'effetto di incentivazione degli strumenti di partecipazione finanziaria dei lavoratori.

Inoltre, tali strumenti finanziari offrono la possibilità per le organizzazioni aziendali di retribuire i lavoratori senza dare luogo ad ulteriori uscite di cassa dall'impresa. Ciò è vero se i titoli azionari che il lavoratore acquisisce con l'opzione provengono da un incremento del capitale. Nel caso di imprese in fase di avviamento, le questioni sulla liquidità espletano un ruolo importante, per questo gli strumenti di partecipazione finanziaria dei lavoratori costituiscono il mezzo ideale per le aziende che sono ancora immature nel ciclo di vita aziendale. Rappresentano uno strumento incentivante in grado di attrarre al loro interno il personale maggiormente qualificato e con un bagaglio di conoscenze e competenze davvero unico.

I diritti di opzione consentono all'organizzazione aziendale di motivare il personale: in letteratura manageriale la motivazione può essere analizzata secondo due criteri in base ai contenuti, ovvero alle ragioni che spingono ad adottare una determinata condotta, ed in base al processo, ovvero alla dinamica attraverso la quale si passa da un insieme di bisogni ad una linea di condotta. Secondo Maslow, il contenuto delle

motivazioni all'azione si origina dal bisogno, inteso come carenza di un "oggetto desiderato", in modo tale che la persona orienta la sua condotta per raggiungerlo o per soddisfare il bisogno relativo. I bisogni di base non sono di certi tutti uguali e si distinguono in funzione dell'oggetto cui sono rivolti¹⁰⁸. I bisogni più prepotenti di tutto sono quelli fisiologici e riguardano le necessità fondamentali dell'individuo (mangiare, vestirsi, ripararsi), costituendo la premessa necessaria di ogni altro desiderio. I bisogni di sicurezza rappresentano la possibilità di garantirsi una sicurezza fisica e psicologica duratura. I bisogni di appartenenza sono relativi al desiderio di crearsi una rete relazionale. I bisogni di stima sono distinti in bisogni di autostima di eterostima e i bisogni di autorealizzazione sono rappresentati dal desiderio di realizzare tutte le proprie potenzialità e la cui soddisfazione si manifesta nell'accettazione di sé.

Nel tentativo di superare i limiti intrinseci al modello gerarchico dei bisogni elaborato da Maslow, alcuni autori hanno proposto approcci alternativi alla classificazione delle esigenze umane, focalizzandosi in particolare sulle dinamiche motivazionali che influenzano il comportamento lavorativo. Tra i contributi più rilevanti si colloca il modello ERG (Existence, Relatedness, Growth) elaborato da Alderfer (1972). Questo schema interpretativo si discosta dall'impostazione piramidale di Maslow, proponendo una visione più flessibile e interattiva dei bisogni, suddivisi in tre categorie fondamentali: esistenza, relazione e crescita. Tali bisogni non sono organizzati in ordine gerarchico ma possono manifestarsi simultaneamente, influenzando in maniera articolata lo sviluppo professionale e personale dell'individuo.

La conoscenza dei meccanismi motivazionali che caratterizzano i singoli lavoratori assume un ruolo centrale nella definizione di strategie efficaci di incentivazione e disincentivazione, oltre che nella creazione di ambienti professionali capaci di valorizzare le peculiarità individuali.

Un altro importante riferimento teorico è costituito dal modello proposto da McClelland, il quale individua tre fondamentali categorie di bisogni, in parte sovrapponibili ai livelli superiori della piramide maslowiana. Le motivazioni principali che orientano l'azione umana, secondo McClelland, sono le seguenti:

¹⁰⁸ Maslow A., *Motivation and personality*, Harper and Row, 1954

- Il *bisogno di successo*, inteso come desiderio di affermarsi attraverso il merito personale e il raggiungimento di obiettivi sfidanti. Gli individui con una forte motivazione al successo sono orientati verso l'eccellenza e la performance.
- Il *bisogno di potere*, che riflette l'esigenza di acquisire uno status riconosciuto e di esercitare influenza sugli altri. Tale bisogno può manifestarsi sia in forme di tipo personale (legate al prestigio individuale), sia in forme istituzionali (collegate a ruoli e responsabilità formali). Le persone fortemente motivate da questo bisogno tendono a ricoprire posizioni di comando o leadership.
- Il *bisogno di affiliazione*, ovvero l'impulso a instaurare e mantenere relazioni interpersonali significative. Chi è guidato prevalentemente da questo tipo di motivazione tende a cercare ambienti collaborativi e gruppi in cui possa sentirsi accettato, mostrando spesso una propensione alla costruzione di legami amicali anche in ambito lavorativo. Tuttavia, un'eccessiva prevalenza di tale bisogno può generare forme di dipendenza emotiva e influenzare negativamente l'autonomia individuale.

A differenza del modello di Maslow, McClelland sostiene che i bisogni non siano fissi nel tempo, ma possano evolversi in base alla storia individuale di ciascun soggetto. Un aspetto cruciale nella gestione delle risorse umane è la distinzione tra *high achievers* e *low achievers*. Gli individui classificati come *high achievers* sono fortemente motivati al raggiungimento del successo e si caratterizzano per un alto grado di autonomia, una marcata capacità di gestire risorse e persone verso il conseguimento di obiettivi complessi e ambiziosi. Al contrario, i *low achievers* presentano un basso livello di autostima e tendono a attribuire il merito dei successi a fattori esterni, come la fortuna o l'aiuto di altri, piuttosto che alle proprie competenze. Ricerche empiriche hanno evidenziato che la percentuale di *high achievers* risulta essere significativamente più alta tra gli imprenditori rispetto ad altri gruppi professionali.

Il concetto di competenze offre una prospettiva più ampia rispetto alla semplice considerazione delle motivazioni, in quanto queste ultime possono essere incluse nel più vasto ambito delle competenze. Nel linguaggio comune, il termine competenza assume due significati distinti: da un lato, indica il diritto o il dovere di affrontare una

determinata situazione; dall'altro, si riferisce alla capacità di gestirla in modo adeguato sul piano professionale. In ambito lavorativo, si può fare una distinzione tra competenze professionali, che si riferiscono a abilità tecniche contestualizzate a un determinato ambito, e competenze comportamentali, che sono più trasversali e possono essere trasferite da un contesto all'altro. Le competenze comportamentali, pur essendo fondamentali per il successo professionale, sono spesso sottovalutate rispetto alle competenze professionali, che sono facilmente osservabili e misurabili.

Le teorie economiche del capitale umano operano attraverso astrazioni e sono in grado di riconoscere le competenze *ex post*, solo dopo che si sono manifestate nel mercato attraverso i prezzi. Le teorie organizzative cercano di individuare *ex ante* il valore del capitale umano per cercare di anticipare il comportamento organizzativo, che viene assunto in tutta la sua complessità e che non può essere sintetizzata in un contratto o una qualifica professionale o un salario. Il "movimento delle competenze" ha preso origine con gli studi di McClelland, che rilevarono come gli strumenti utilizzati per tentare di predire le prestazioni lavorative basati sui test e sui risultati scolastici erano inaffidabili. Questi risultati lo spinsero a mettere a punto uno strumento diverso basato sul confronto tra gruppi di persone con elevate prestazioni nel lavoro.

4.7 Distribuzione dei diritti di opzione in Europa

Dopo aver analizzato la letteratura manageriale e delle scienze economiche, focalizziamo l'attenzione sulla distribuzione dei diritti d'opzione sul Vecchio Continente. Risultano essere meno utilizzati rispetto agli Stati Uniti d'America. Analizzando il trend storico connesso con l'andamento dei mercati borsistici, Prima dell'andamento negativo dei mercati azionari registratosi alla fine degli anni Novanta, i diritti di opzione sembravano un fenomeno dinamico. Con il calo dei corsi azionari, si è ridotto l'interesse per questa forma di retribuzione. Nella maggior parte delle casistiche i diritti d'opzione dei lavoratori sono assegnati al top management delle imprese di grande dimensione. Più raramente i diritti di opzione sono impiegati come strumenti di incentivazione nelle imprese minori. Una survey condotta alla soglia degli anni Duemila ha messo in evidenza che nel Regno Unito solo l'un per cento delle aziende ha meno di cento dipendenti.

La situazione è differente nelle imprese di dimensione minore che operano nel comparto della new economy: in tale comparto i diritti di opzione rivestono grande rilevanza per le aziende ad elevata intensità di knowledge¹⁰⁹. In Danimarca circa 1/5 delle 500 aziende di grande dimensione aveva adottato piani di stock option a favore dei lavoratori. Un terzo delle imprese quotate alla Borsa di Copenaghen disponeva di tali strumenti finanziari. L'introduzione di un trattamento tributario più favorevole per gli strumenti di partecipazione finanziaria lascia prevedere una maggiore diffusione di questi mezzi nel futuro. Grazie alla maggiore flessibilità nella formulazione dei piani di incentivazione finanziaria introdotta con la legge in tema di trasparenza del comparto societario, in Germania si è registrato un significativo incremento nell'utilizzo dei diritti di opzione dei lavoratori. A distanza di venticinque anni oltre 2/3 delle società comprese nell'indice azionario tedesco (DAX) gestiscono questa tipologia di piani. Il gruppo di lavoratori che beneficia di questi piani è limitato al top management ed è piuttosto esiguo rispetto all'ammontare globale delle unità aziendali.

Nel Belgio i diritti d'opzione hanno conosciuto la loro stagione florida da quando il Legislatore è intervenuto introducendo una tassazione fiscale più favorevole: oggi le 22 imprese di grande dimensione hanno implementato piani di stock option ed altre forme di incentivazione finanziaria. In Spagna sono circa una quarantina le imprese che hanno previsto l'introduzione di piani di stock options a favore dei lavoratori, In Francia i piani di stock options sono stati introdotti da circa la metà di tutte le società quotate sul mercato borsistico. Oltre l'80 per cento dei piani è destinato al management ed ai quadri intermedi. Nella maggior parte dei casi gli strumenti di partecipazione finanziaria sono correlati ai profitti. A differenza della maggior parte dei paesi del Vecchio Continente, la Francia ed il Regno Unito vantano una lunghissima storia e tradizione nell'impiego degli strumenti di partecipazione finanziaria dei lavoratori. I primissimi piani risalgono agli anni Settanta, ma inizialmente riguardavano solo le società quotate. Successivamente nella seconda stagione, nel 1987, è stata varata una nuova normativa che ha ampliato la diffusione ed il boom dei piani di stock options alle società non listate.

¹⁰⁹ Murphy K.J., *Executive Compensation*, in: Ashenfelter O., Card D. (eds.), *Handbook of Labor Economics*, Vol. 3B, Elsevier, 1999

In Grecia pochissime società adottano questi strumenti di partecipazione finanziaria, nonostante il Legislatore abbia introdotto una normativa fiscale molto vantaggiosa per i piani di stock options. Nel Lussemburgo i piani di partecipazione finanziaria dei lavoratori sono stati introdotti dalle imprese non lussemburghesi: circa un quarto di tutte le imprese operanti nel comparto finanziario hanno implementato piani di stock option. In Irlanda i diritti di opzione hanno trovato grande diffusione, specie nel corso degli ultimi anni: questa espansione e diffusione è dovuta alla presenza di un trattamento tributario di sicuro vantaggio. In Austria i piani di stock options si sono diffusi nel corso degli ultimi anni dato che in passato non erano molto diffuse le società quotate sul mercato borsistico. Nel corso degli ultimi anni abbiamo assistito ad un cambio di rotta del Legislatore, il quale ha introdotto una legislazione tributaria favorevole e che ha consentito ai piani di stock options di diffondersi.

In Olanda i diritti di opzione dei lavoratori rappresentano uno strumento molto comune e diffuso del pacchetto retributivo. Oltre l'80 per cento delle società quotate sul mercato borsistico di Amsterdam ha un piano di stock option, in particolare nel comparto dell'ICT. A differenza di altri paesi membri dell'UE, i diritti di opzione trovano larga diffusione per permettere ai lavoratori di partecipare finanziariamente. In Portogallo i piani di stock options hanno conosciuto una maggiore diffusione a partire dal 1997, anno in cui molte imprese pubbliche sono state privatizzate. Su un totale di sessanta società quotate, circa il 20% ha attuato un piano di azionariato dei lavoratori.

La diffusione dei diritti di opzione ha subito una diffusione crescente a seguito del cambiamento della normativa fiscale in Norvegia. In Lettonia i piani di partecipazione finanziaria dei lavoratori sono quasi pari a zero: ciò è dovuto anche all'assenza di una normativa fiscale del tutto favorevole. Nella Repubblica ceca i piani di stock option sono uno strumento retributivo nuovo, ma in piena fase di espansione. In Turchia alcuni piani di stock options sono stati introdotti dalle imprese straniere e sono praticamente assenti nelle imprese di dimensione minore. In Ungheria i diritti di opzione non sono ancora molto diffusi.

4.8 Tassazione sui diritti di opzione in Europa

I livelli impositivi, compreso il monte di contributi previdenziali cogenti, differiscono tantissimo da paese a paese UE. La tassazione sui diritti di opzione dei lavoratori andrebbe analizzata tenendo conto della spesa pubblica globale e del livello di tassazione del reddito da lavoro e dei redditi da capitale¹¹⁰. Come abbiamo visto precedentemente, sono numerosi i vantaggi derivanti dall'introduzione dei diritti di opzione dei lavoratori, non solo per i dipendenti stessi, ma anche per la società e per l'imprenditorialità del paese. Di conseguenza, i diritti di opzione dei lavoratori devono beneficiare di un trattamento tributario di sicuro interesse ed estremamente vantaggioso. Elevati livelli di tassazione sui diritti di opzione equivarrebbero ad un ostacolo nel reclutare personale estremamente qualificato da inserire all'interno della struttura organizzativa. Come messo in evidenza nei precedenti paragrafi, i diritti di opzioni sono strumenti che mirano ad attrarre ed a motivare la forza lavoro estremamente qualificata a livello comunitario. Di conseguenza, i differenti trattamenti fiscali adottati dai Legislatori nazionali potrebbero comportare divergenze esistenti tra i paesi dell'Unione Europea.

Per motivazioni tecniche differenti confrontare il carico fiscale sui diritti di opzione dei lavoratori tra i vari stati membri dell'UE è un'operazione piuttosto complessa. Differenti sono i momenti impositivi durante il ciclo del diritto d'opzione e le imposte prelevate sugli utili. Bisogna tenere conto del fatto che il computo dell'imponibile muta da paese a paese. PricewaterhouseCoopers di Londra ha calcolato le aliquote fiscali effettive per un contribuente non coniugato con un reddito annuo pari a 50mila euro e che ha ottenuto diritti d'opzione per un valore pari a 16.500 euro (*una tantum*). Le aliquote fiscali applicate riflettono il costo di natura tributaria e previdenziale sull'investimento in diritti di opzione per tutto il ciclo di vita (dall'assegnazione alla cessione). I diritti d'opzione sono concessi al *market value* corrente e sono esercitati dopo 36 mesi dall'assegnazione. Prima della cessione i titoli azionari vengono tenuti per altri 24 mesi. Le aliquote effettive tengono conto di tutti i versamenti a titolo dei contributi previdenziali obbligatori e dell'imposta sui redditi.

¹¹⁰ Commissione Europea, *Structures of the Taxation Systems in the EU 1995-2001*

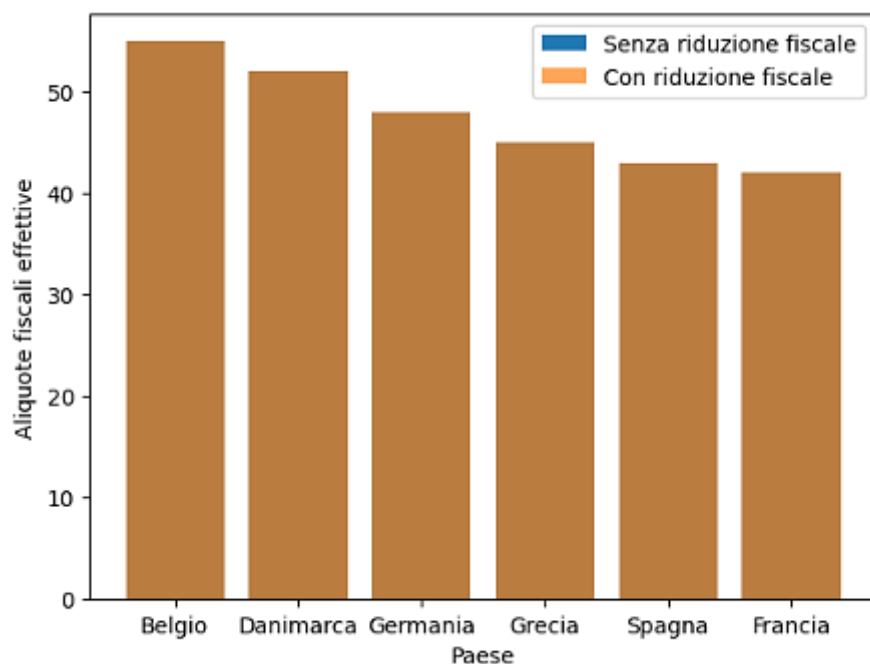


Fig. 3: Aliquote fiscali effettive per soggetto non sposato con reddito annuo di EUR 50 000 più assegnazione di opzioni per EUR 16 500 nel primo anno

Fonte: *PricewaterhouseCoopers*

Analizzando il grafico sopra riportato le barre bianche indicano le aliquote fiscali applicate ad un investimento in diritti di opzione per i lavoratori che non beneficiano di un trattamento fiscale speciale. Determinati stati membri dell'UE beneficiano di una disciplina tributaria speciale per i piani di stock option. Si pensi alla Grecia, Belgio, Olanda, Francia ed Italia. Anche il Regno Unito, uscito dall'UE, beneficia di un regime fiscale assai vantaggioso. Le barre nere indicano i paesi dove il trattamento fiscale è di sicuro interesse, oltre ad essere assai vantaggioso per i contribuenti e per le aziende.

Per potere beneficiare di un trattamento fiscale agevolato per i diritti di opzione per i lavoratori, è necessario che i piani fissati dalle aziende soddisfino certe condizioni. Una decina di paesi dell'UE ha fissato piani con agevolazioni sul fronte tributario. Le autorità tributarie irlandesi, francesi ed inglesi concedono un trattamento fiscale piuttosto agevolato una volta approvato il piano definito dalle aziende. Non è così per la Germania, il Portogallo, il Lussemburgo e la Finlandia. Il beneficio fiscale si può sostanziare nell'applicazione di un'aliquota fiscale ridotta, oppure nel pagamento

dilazionato della tassa oppure nell'implementazione di metodi di valutazione più vantaggiosi dell'imponibile.

Per poter usufruire dei vantaggi fiscali previsti, gli strumenti di partecipazione aziendale devono rispettare specifiche condizioni. In particolare, è necessario garantire: un rapporto trasparente tra lavoratore e azienda, una definizione chiara dei diritti di opzione dei dipendenti, con l'obbligo di comunicare eventuali modifiche dei prezzi; una copertura adeguata del piano; la determinazione dell'ammontare dell'assegnazione e l'eventuale presenza di restrizioni sui titoli azionari che possono essere assegnati. Tali requisiti consentono alle imprese operanti in più stati membri dell'Unione Europea di adottare piani più uniformi e coerenti, promuovendo così una maggiore diffusione dei diritti di opzione e contribuendo a ridurre gli oneri per le aziende.

4.9 Ulteriori problematiche connesse ai diritti di opzione nel Vecchio

Continente

La crescente diffusione dei diritti di opzione per i lavoratori all'interno dell'Unione Europea ha reso sempre più rilevante il tema della loro corretta contabilizzazione. Le differenze nelle legislazioni e nei principi contabili nazionali incidono significativamente sulla presentazione dei risultati gestionali delle imprese, con effetti sulla loro uniformità. In particolare, le diverse normative contabili possono influenzare notevolmente l'ammontare del debito tributario a carico delle aziende. Secondo i principi contabili internazionali, i diritti di opzione concessi ai lavoratori devono essere correttamente contabilizzati al momento dell'assegnazione. Per le operazioni di pagamento tramite titoli azionari che impattano sul capitale, il costo di compensazione dovrà essere determinato in base al valore equo di attribuzione.

In molti Stati membri dell'Unione Europea, la normativa sul diritto del lavoro non costituisce un ostacolo alla gestione dei piani di stock option a favore dei dipendenti. Tuttavia, nei casi in cui i diritti di opzione siano poco diffusi e manchino disposizioni legislative specifiche, possono sorgere incertezze riguardo agli obblighi del datore di lavoro. Le problematiche più comuni riguardano la protezione dei dati personali, il rischio di discriminazione e la difficoltà nel garantire il rispetto dei periodi di maturazione previsti per l'assegnazione delle opzioni. Le direttive europee stabiliscono che i paesi membri dell'Unione Europea non possono introdurre discriminazioni nei piani di partecipazione finanziaria dei lavoratori basate su criteri come l'orientamento

religioso, sessuale o razziale. L'unica forma di discriminazione accettabile riguarda le prestazioni, le motivazioni e gli obiettivi. L'assegnazione dei diritti di opzione è, in particolare, riservata agli impiegati nel settore della Ricerca e Sviluppo¹¹¹.

Secondo le normative comunitarie sulla protezione dei dati, se un piano di partecipazione finanziaria viene gestito all'interno dell'azienda, non si presentano problematiche particolari. Tuttavia, quando la gestione del piano viene delegata a operatori esterni all'impresa, emergono problematiche relative alla protezione dei dati, soprattutto nei paesi extra UE dove non si applica la direttiva comunitaria sulla protezione dei dati personali¹¹². In tali casi, le sanzioni per eventuali violazioni possono essere piuttosto severe. Per prevenire questi rischi, le organizzazioni aziendali ritengono necessario ottenere un consenso scritto dai lavoratori, un processo che nelle aziende di maggiori dimensioni può risultare oneroso e complesso.

Alla luce di queste criticità, il quadro normativo, contabile e fiscale relativo ai diritti di opzione per i lavoratori può influire in maniera significativa sulle decisioni delle imprese riguardo l'implementazione di piani di partecipazione finanziaria.

¹¹¹ Barlev, B., Haddad, R.J., *Fair value accounting and the management of the firm*. Critical Perspectives on Accounting, 2003

¹¹² Curioni A., *La protezione dei dati. Guida pratica al regolamento europeo*, Mimesis, 2018

Capitolo 5

Stock Options in Italia

Il mercato dei valori mobiliari in Italia presenta caratteristiche differenti rispetto a quello descritto nel terzo capitolo, relativo agli stock options negli Stati Uniti. Nel contesto italiano, il mercato risulta essere significativamente più ridotto e afflitto da inefficienze che, sebbene siano state parzialmente mitigate negli ultimi anni grazie agli interventi legislativi, all'integrazione dei mercati e alla globalizzazione finanziaria, continuano a rappresentare un freno. Il numero di società quotate in borsa in Italia è ancora molto limitato rispetto alla grande quantità di imprese che potrebbero teoricamente essere in grado di quotarsi, ma che non lo fanno. Questo scenario peculiare del mercato mobiliare italiano costituisce uno degli ostacoli principali alla diffusione dei piani di stock option ¹¹³.

Inoltre, il mercato italiano è caratterizzato da inefficienze strutturali che ostacolano la diffusione dei piani di partecipazione finanziaria dei lavoratori. Spesso, infatti, il valore dei titoli azionari sul mercato non riflette pienamente il capitale economico dell'impresa. Le cause di tale discrepanza risiedono principalmente nella lacunosità del quadro normativo nazionale e nella struttura proprietaria delle aziende italiane, che è tipicamente di tipo familiare. L'imprenditore o la famiglia proprietaria ricopre un ruolo predominante nella governance aziendale, attribuendo alla dirigenza funzioni esecutive e propositive. Inoltre, molte delle aziende quotate in borsa presentano un assetto proprietario fortemente concentrato, con gli azionisti di minoranza che contribuiscono con capitale proporzionale alla loro quota, il che impedisce l'eliminazione dei vincoli nel reperimento di risorse finanziarie. Queste risorse sono infatti limitate alla disponibilità economica della famiglia proprietaria (azionisti di maggioranza) e al capitale di credito ¹¹⁴.

¹¹³ Di Gaspare G., *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, CEDAM, 2012

¹¹⁴ Meo C., *I piani di stock option: Aspetti gestionali, valutativi e contabili*, Cedam, 2000

5.1 La disciplina civilistica a cui fare riferimento

In Italia, non esiste una normativa specifica sui piani di stock options; tuttavia, è necessario fare riferimento alla disciplina codicistica che regola l'azionariato dei lavoratori, la compravendita di azioni proprie e l'aumento del capitale sociale. Per quanto concerne gli incrementi di capitale, questa è la modalità più utilizzata dalle imprese italiane per creare piani di stock option e di incentivazione dei lavoratori. Il quinto comma dell'articolo 2441 del Codice civile sancisce: *“Con deliberazione dell'assemblea presa con la maggioranza richiesta per le assemblee straordinarie può essere escluso il diritto d'opzione limitatamente a un quarto”*. Come sottolineato da Campobasso il diritto di opzione non è altro che il diritto dei soci attuali di essere prediletti ai terzi nella fase di sottoscrizione dell'incremento del capitale sociale¹¹⁵. L'iter procedurale di approvazione è costoso e comporta alcune limitazioni: la delibera deve essere approvata con oltre la metà del capitale sociale. Grazie alla deliberazione assembleare vengono stabiliti gli elementi del piano di stock option. Ci sono differenti tecniche che consentono di realizzare un piano di partecipazione finanziaria mediante gli incrementi di capitale sociale. Una di queste prevede che vengano emessi nuovi titoli azionari ad un prezzo di favore e la dirigenza provveda alla loro sottoscrizione. Fino alla data sancita dal piano di incentivazione, tali titoli sono del tutto indisponibili e sono intestati ad una società che li deposita in un istituto di credito. La non disponibilità dei titoli ha una durata pari a 36 mesi e la liberazione avviene negli anni successivi in modo graduale.

Nel caso in cui il rapporto di lavoro tra dirigenza e società venga meno, il manager deve rivendere i titoli azionari sottoscritti alla società o ad un terzo soggetto indicato nel piano. Esercitare le opzioni rappresenta per la dirigenza un costo di natura finanziaria non indifferente, ma piuttosto esoso, in quanto essi sono tenuti a corrispondere una somma di denaro che potrebbe risultare piuttosto consistente. L'ultimo comma previsto dall'articolo 2358 del Codice Civile, rubricato *“Altre operazioni sulle azioni proprie”*, sancisce che la società può prevedere l'erogazione di prestiti che consentano l'acquisto di propri titoli azionari. Per semplificare e favorire la sottoscrizione di titoli azionari, altra metodologia a cui le aziende ricorrono è la

¹¹⁵ Campobasso G.F., *La riforma delle società di capitali e delle cooperative*, UTET, Torino, 2003

concessione di un anticipo sul TFR. Ciò implica un vantaggio di natura economica per il manager dal momento che le somme del fondo TFR sono oggetto di rivalutazione a tassi di interesse inferiori a quelli di mercato. I sensi dell'articolo 2120 del Codice Civile, le somme nel fondo TFR sono oggetto di rivalutazione ad un saggio dell'1,5 per cento incrementato di 75 punti percentuali del saggio inflazionistico stimato dall'ISTAT. Prima dell'effettiva disponibilità dei titoli azionari, il rischio di ribasso è oggetto di mitigazione dalla possibilità per i dirigenti italiani, contrariamente a quanto avviene negli USA, di poter cedere le azioni societarie allo scoperto. Tale possibilità concessa dal Legislatore ai manager italiani di tutelarsi dagli eventuali rischi di ribasso potrebbe fare venire meno il fattore motivazionale e di fidelizzazione che un piano di stock option potrebbe avere.

Un'altra metodologia che viene utilizzata per implementare un piano di partecipazione finanziaria è rappresentata dall'acquisto di titoli azionari della società da parte dei dipendenti. Sul pacchetto azionario si possono creare opzioni di tipo call, le quali possono essere cedute all'azionista di maggioranza in una quota che gli permetta di detenere il controllo societario. Per implementare un piano di incentivazione, in questo caso, è l'azionista di maggioranza che sostiene gli oneri a vantaggio degli shareholders di minoranza.

A seguito dell'entrata in vigore del Decreto Legislativo 314 del 1997 a partire dal primo gennaio del 1998, è stata attuata una rettifica circa il trattamento fiscale dei piani di stock option: nel caso in cui vengano assegnati titoli azionari tramite i sopra citati articoli previsti dalla disciplina civilistica, la differenza di pricing tra quello di mercato e quello di esercizio dell'opzione non rappresenta più reddito oggetto di tassazione. Le successive alienazioni di titoli azionari sono oggetto di tassazione con applicazione dell'aliquota pari a 12,5 punti percentuali, nel caso in cui la partecipazione non sia qualificata¹¹⁶.

5.2 Dinamica retributiva e piani di incentivazione in Italia

Come detto nel capitolo precedente assume rilevanza l'aspetto motivazionale incentivante dei piani di partecipazione finanziaria dei dipendenti: in tale prospettiva alla dinamica retributiva viene assegnata la funzione di regolare e di controllare la

¹¹⁶ Marchese S., *Piani di azionariato e stock option plans per i dipendenti*, Contabilità, finanza e controllo, n. 3 del 2002

variabilità dei comportamenti lavorativi individuali o di gruppo a fronte di situazioni organizzative e produttive che l'azienda si trova ad affrontare. Si tratta di ricercare un allineamento degli obiettivi del singolo lavoratore con gli obiettivi aziendali: gli studiosi di comportamento organizzativo ritengono che la variabilità retributiva da sola difficilmente possa assicurare questa finalità; di conseguenza, è necessario mobilitare tutto sistema premiante, il quale comprende le forme di ricompensa organizzativa e sociale¹¹⁷. L'efficacia della variabilità retributiva dipende dalle influenze motivazionali presenti in una determinata situazione: la retribuzione svolge la sua funzione di rinforzo quando è congruente con altre determinanti motivazionali. Gli strumenti per la gestione della dinamica retributiva sono vari e si possono classificare secondo alcuni tratti distintivi.

Un primo parametro di classificazione riguarda la variabilità:

- differenziazione retributiva variabile, quando una parte della retribuzione è sottoposta ad un legame funzionale continuo con taluni parametri come il rendimento nei cottimi,
- differenziazione retributiva fissa, quando la dinamica salariale dà luogo ad incrementi definitivi ed irreversibili della base retributiva.

Altro criterio di classificazione riguarda l'orizzonte di tempo: è possibile avere una differenziazione retributiva che sanziona condotte e risultati passati ed una differenziazione che consente di anticipare condotte e risultati futuri. Gli strumenti orientati al passato fanno riferimento ad una performance specifica ed allo scambio tra questa e la retribuzione: attivano "meccanismi di "quasi mercato" ed inducono processi competitivi all'interno dell'organizzazione e frequenti rinegoziazioni. Gli strumenti rivolti al futuro fanno riferimento ad un ruolo da espletare nell'organizzazione aziendale, anche in assenza di prestazioni specifiche. Essi consentono l'attivazione di processi cooperativi, di sostegno della leadership e di propensione al fattore innovativo¹¹⁸.

La scelta degli strumenti per la gestione della dinamica retributiva è complessa e dipende da una serie di fattori variabili. Non esistono criteri universali applicabili in ogni caso; pertanto, nella fase di progettazione e implementazione di sistemi di retribuzione

¹¹⁷ Roussel P., *Remuneration, motivation et satisfaction au travail*, Economica, 1996

¹¹⁸ Salvemini S., *La gestione delle carriere*, in Costa G., *Manuale di gestione del personale*, Utet 1992

variabile legati ai risultati, è fondamentale considerare una serie di elementi contingenti, che possono essere riassunti come segue:

- la dimensione dell'impresa,
- il sistema motivazionale delle diverse categorie di risorse umane presenti nell'organizzazione,
- le caratteristiche della dirigenza,
- la composizione sia qualitativa che quantitativa del personale aziendale,
- il clima organizzativo,
- le richieste del mercato,
- la cultura aziendale,
- la tecnologia disponibile,
- l'organizzazione del lavoro.

La cultura aziendale, attraverso i valori che veicola, può comportare differenti problematiche di compatibilità con la strumentazione adottata. Empiricamente sono state analizzate le relazioni intercorrenti tra cultura aziendale e sistemi retributivi. Tali relazioni vanno prese attentamente in considerazione quando vengono progettati pacchetti di variabilità retributiva a base individuale¹¹⁹.

Stile manageriale	Valori	Orientamento	Meccanismi di controllo	Logica distributiva	Variabili a base della retribuzione
Burocratico	Comunitari femminili	Organizzazioni	Regole	Egalitarismo	Qualifica, anzianità

¹¹⁹ Naro G., *Systèmes de remuneration et culture organisationnelles*, Revue française de gestion, 1993

Direzione per obiettivi	Individualisti ci maschili	Mercato	Risultati	Equità	Posizione e performanc e individuale
Partecipativ o	Comunitari maschili	Clan	Cultura	Mista	Anzianità, bonus di gruppo

Fig. 4. Cultura aziendale e sistemi retributivi

Fonte: Naro, 1993

Nelle burocrazie pubbliche caratterizzate da un orientamento organizzativo formale, da una direzione basata sulle regole e da strutture retributive ancorate alla qualifica, l'introduzione di sistemi di incentivazione individuale risulti difficile. La cultura aziendale intrisa di valori comunitari femminili rifiuta qualcosa che è più coerente con una cultura individualistica maschile. Affinché una ricompensa possa costituire un incentivo comportamentale, è necessario che il lavoratore attribuisca un determinato valore alla ricompensa la retribuzione addizionale garantita può essere oggetto di apprezzamento differentemente da chi ha un elevato reddito o da chi lo ha basso, da un giovane lavoratore o da un anziano. Il dipendente percepisce una certa relazione tra impegno addizionale che gli viene richiesto e la probabilità che tale impegno corrisponda una ricompensa addizionale¹²⁰.

Le politiche esplicite di variabilità retributiva tendono a rendere relativamente certa tale relazione: il lavoratore dipendente deve sentirsi in grado di tenerla sotto controllo. Le conseguenze di tale affermazione sembrano ovvie:

- il piano di variabilità retributiva deve essere ben comunicato,
- i parametri presi a riferimento devono essere noti e confrontabili,
- i lavoratori devono essere messi nella condizione di avere un ruolo nella gestione del piano di variabilità retributiva,

¹²⁰ Felicetti G.F., *Sistemi di incentivazione e costo del lavoro*, Il Sole 24 Ore, 1995

- i feedback devono essere frequenti,
- l'impatto retributivo deve essere significativo.

In Italia negli anni Novanta sono stati sottoscritti numerosi accordi aziendali che prevedono forme di variabilità retributiva correlata ai risultati aziendali e che permettono una maggiore autonomia nelle scelte di retribuzione aziendali. Tale maggiore autonomia è stata utilizzata in modo del tutto positivo, in quanto sono stati sottovalutati i profondi mutamenti da introdurre contestualmente nelle politiche di gestione delle risorse umane e nelle politiche retributive. La variabilità retributiva è uno strumento che può fornire un contributo al controllo della prestazione lavorativa ed all'incentivazione dei dipendenti. È necessario prestare molta attenzione alla scelta dei parametri di riferimento, alla compensazione delle motivazioni dei lavoratori dipendenti, alla costruzione di un sistema premiante coerente con le specificità organizzative, dimensionali, tecnologiche e culturali aziendali. I parametri devono possedere le seguenti caratteristiche:

- misurare la prestazione che l'organizzazione aziendale intende stimolare,
- misurare l'*ability to pay* dell'azienda,
- rendere visibile e comunicabile questa possibilità di influenza,
- essere coerenti con il sistema di reporting aziendale.

La retribuzione variabile sta diventando una componente sempre più rilevante della retribuzione. L'accademico Stasi ha rilevato che in Italia, nel periodo pre-crisi mutui subprime, l'incidenza percentuale della retribuzione variabile sulla retribuzione annua lorda nel campione di 430 aziende della survey Hay Group con quasi 160mila osservazioni retributive individuali è passata dal 13,3% ad oltre 21 punti percentuali per la classe dirigenziale, da poco più di 7 punti percentuali ad oltre 12 punti percentuali per i quadri e dal 5 per cento a poco più di nove punti percentuali per la classe impiegatizia¹²¹. L'attenzione ai risultati di breve termine sarebbe alla base del declino di molte imprese che hanno perso la capacità di sostenere la produttività nel medio-lungo termine e di fare investimenti che migliorano il potenziale di innovazione e il fattore qualitativo.

¹²¹ Stasi M., *Le evidenze ed i trend delle indagini retributive*, Hay Group Outlook 2008, Economia, lavoro e trend retributivi, 2008

Per la maggior parte degli studiosi e degli operatori si tratta di stabilire come legare la retribuzione ai risultati come definire il contratto con il dirigente, quali comportamenti e risultati premiare. Il contratto tra azienda e manager dovrebbe tenere conto della congruenza tra gli obiettivi di cui ha la responsabilità ed il risultato aziendale globale. La prima difficoltà sorge per isolare gli effetti che la dirigenza può realmente controllare: gli effetti distorsivi dei fattori non controllabili potrebbero essere eliminati in via preventiva o consuntiva. L'attenzione ai risultati di lungo termine potrebbe essere ottenuta semplicemente allentando la pressione verso i risultati di breve termine. Ciò è praticabile solo se contestualmente si incentiva il manager a non lasciare l'impresa. Un'altra alternativa per migliorare l'ottica di lungo termine attraverso la dinamica retributiva è quella di utilizzare contratti che derivano i pagamenti addizionali dai risultati globali dell'impresa.

Non esistono soluzioni semplici che permettono di porre nel giusto equilibrio obiettivi di medio-lungo termine e quelli di breve periodo, obiettivi aziendali e obiettivi parziali, impegno individuale e collaborazione, rischi individuali e aziendali. Le imprese devono essere in grado di monitorare con attenzione i cambiamenti interni ed esterni per rinegoziare i contratti alla luce delle nuove situazioni¹²². L'analisi delle casistiche aziendali mette in luce alcuni trend:

- molte imprese utilizzano formule con pagamenti consistenti come una sorta di “manette d'oro” per ridurre il turnover della classe dirigenziale,
- molte formule generano pagamenti addizionali che non hanno un reale effetto motivazionale, in quanto il dirigente è protetto quando è sfortunato,
- molte delle formule utilizzano inducono realmente i dirigenti ad eliminare investimenti profittevoli nel medio-lungo termine per favorire i risultati immediati, a causa dell'eccessiva importanza data al breve termine.

I piani di stock option sono ritenuti tra i meccanismi retributivi più efficaci per l'incentivazione di medio-lungo termine in quanto allineano gli interessi dei manager a quello degli shareholders, incentivano la creazione di valore nel medio-lungo termine, favoriscono l'identificazione dei manager con l'impresa e attraggono e fidelizzano i collaboratori chiave dell'azienda. Il funzionamento dell'incentivo è semplice: il dirigente

¹²² Lodigiani F., *Il sistema premiante per il top management*, in Costa G., *Manuale di gestione del personale*, Utet, 1992

è motivato a compiere scelte gestionali che aumentano il valore dei titoli azionari perché, nel caso in cui questo sia superiore al prezzo di esercizio delle opzioni, può compravendere sul mercato dei valori mobiliari i titoli azionari guadagnando sul differenziale tra pricing di acquisto e di vendita. In termini generali, un piano di assegnazione di stock option si basa sulla definizione di elementi critici: pricing, orizzonte di tempo e destinatari. In base ai destinatari, è possibile distinguere due tipologie di piani¹²³:

- *piani narrow-based* indirizzati a favore dei soli manager,
- *piani broad-based* indirizzati ad una parte del personale.

Se l'impresa intende adottare una gestione aziendale di tipo partecipativo, attraverso l'ampliamento della base azionaria, la scelta ricade sulla seconda tipologia di piano. In generale, la maggior parte dei piani di stock option sono di tipo narrow-based, dove i destinatari sono scelti in base al livello organizzativo. Analizzando l'orizzonte temporale, è necessario definire il tempo di maturazione delle opzioni, ovvero il lasso di tempo che intercorre tra il momento in cui viene concessa l'opzione ed il momento in cui questa diviene esercitabile. Il tempo di esercizio dell'opzione costituisce il lasso di tempo entro cui l'esercizio delle opzioni può essere effettuato. In riferimento al vesting period, le possibilità di assegnazione delle opzioni si differenziano in tre differenti modalità:

- *cliff vesting*, l'ammontare totale delle opzioni diviene esercitabile dopo un determinato periodo di tempo in un'unica soluzione,
- *performance vesting*, il periodo di maturazione è fissato in linea con determinati ratios,
- *phased vesting*, quando la possibilità di esercitarla è scaglionata.

Rispetto all'orizzonte di tempo del piano azionario l'ultima questione concerne i vincoli di indisponibilità sulle opzioni. L'organizzazione aziendale può stabilire che le opzioni o i titoli azionari una volta acquisite non siano cedibili per un determinato lasso di tempo (holding period). Tali vincoli sono imposti per assicurare che i soggetti beneficiari rimangano all'interno dell'organizzazione. Lo strike price è il corrispettivo che il soggetto destinatario deve versare per acquisire la titolarità dei titoli oggetto dell'option:

¹²³ Gabrielli G., *Remunerazione e gestione delle persone*, FrancoAngeli, 2005

essi costituisce un elemento critico in un piano di stock option. Il prezzo di esercizio rispetto al prezzo di mercato può essere fissato allo sconto, con sovrapprezzo o alla pari. La scelta del pricing è legata alle finalità del piano: se è mirato alla motivazione ed alla fidelizzazione delle risorse umane verrà applicato uno strike price con sovrapprezzo o alla pari, a differenza di un prezzo inferiore a quello di mercato, che sarà adottato in caso in cui l'obiettivo sia quello di una remunerazione ex post del personale. In Italia, in genere, il prezzo di esercizio viene fissato in base alla media dei prezzi di mercato¹²⁴.

Connessa alla questione della variabile pricing si colloca l'analisi dinamica dei mercati: in presenza di mercati caratterizzati da un trend in costante crescita, il rischio è quello di premiare il manager indipendentemente dalla sua prestazione, il problema inverso si verifica in situazioni economiche di crisi o con mercati con andamenti decrescenti, nei quali si rischia di non riuscire a premiare a dovere prestazioni di livello superiore. Una soluzione adottata per evitare questi inconvenienti è quella di indicare il prezzo di esercizio, legandolo ad indicatori di mercato o alle prestazioni dei diretti competitors aziendali.

In Italia i piani di stock option hanno avuto una certa diffusione nella prima parte di questo decennio: un'indagine compiuta su 123 aziende quotate mette in evidenza che solo il 40 per cento ha attivato un piano di stock option nell'ultimo quadriennio¹²⁵. Il loro utilizzo non è esente da critiche per gli enormi guadagni realizzati dalla dirigenza e per il regime fiscale agevolato cui erano sottoposti questi guadagni. Attraverso progressivi adattamenti, il regime agevolativo è stato eliminato e, a partire dall'anno 2008, il plusvalore realizzato per effetto della stock option è entrato in busta paga e sconta l'Irpef progressiva ed il montante contributivo da versare all'Inps. A questo punto merita menzione un interessante approfondimento sulle critiche mosse alle stock options italiane: le cinquanta figure dirigenziali più pagate della Borsa italiana si sono intasate quasi 300 milioni di euro. In ben dodici mesi, Borsa Italiana ha creato 150 nuovi Paperoni con un boom che sembra in molti casi slegato dai risultati ottenuti dai milionari del mercato. Luigi Zunino, numero uno e socio di controllo dell'ormai ex società immobiliare Risanamento. La crisi dei mutui subprime e del mercato real estate

¹²⁴ Viscogliosi B. Zattoni A., *La diffusione dei piani di stock option in Italia*, Economia e Management, 1, 2008

¹²⁵ Ibidem

ha messo alle corde il gruppo. Il titolo azionario ha lasciato sul terreno in un anno più del 60 per cento. Il bilancio si è chiuso con quasi 100 milioni di rosso. Lo stesso Zunino ha deciso di abbandonare il ruolo di manager e di assumere un manager esterno cui affidare le redini dell'impero. Per quanto concerne lo stipendio non ci fu alcun cambiamento. Nonostante la crisi, nel 2007 lo stipendio di Zunino è stato revisionato al rialzo a 4,5 milioni di euro¹²⁶.

Fabio Fedel e Filippo Peschiera, AD di Ambrosetti Stern Stewart, sostengono che nel corso degli ultimi anni è stato fatto un eccessivo uso dei piani di stock options, ma lo strumento continua a preservare il suo valore se utilizzato in modo non distorto. Non bisogna dimenticare il fatto che le stock options sono state create come strumento di incentivo legato alla reale crescita dell'impresa. Il problema è rappresentato dal fatto se abbia senso legare le forme di incentivazione esclusivamente ad un parametro borsistico. Poche aziende ricorrono al repricing, ovvero la modifica pura e semplice del prezzo di esercizio per adeguarlo ai nuovi valori del titolo, molte imprese scelgono la strada di nuovi piani per compensare le perdite subite dalla dirigenza. Altre organizzazioni rimodulano le strategie di remunerazione per adeguarle alla nuova realtà.

Qui sotto riportiamo due figure che meritano di essere analizzate. La prima mostra Un esempio in cui l'opzione è stata concessa al tempo zero quando l'azione era quotata a 20 €, ti rappresenta il prezzo a cui era esercitata l'opzione di acquisto che non potrà avvenire prima dei due anni (vesting period). L'esercizio dell'opzione, ovvero l'acquisto effettivo avviene quattro anni dopo, quando l'azione quota 60 €, mentre la vendita viene sei anni dopo la concessione delle opzioni con un guadagno lordo di 60 €. Un piano di incentivazione della dirigenza deve equilibrare il pacchetto retributivo nelle varie componenti (paga base, benefit, bonus ed incentivi nel medio-lungo termine) in modo tale da scoraggiare le prestazioni minime ed assicurare un addensamento dei risultati attorno a un target, lasciando spazio ai nuovi incentivi per la permanenza all'interno dell'organizzazione.

¹²⁶ Cinquantamila.it, *Enron, il più grande scandalo finanziario degli USA*, disponibile su: <https://www.cinquantamila.it/storyTellerArticolo.php?storyId=0000001386590>; Healy P.M., Palepu K.G., *The Fall of Enron*, Journal of Economic Perspectives, 2003

Esempio di esercizio di opzione

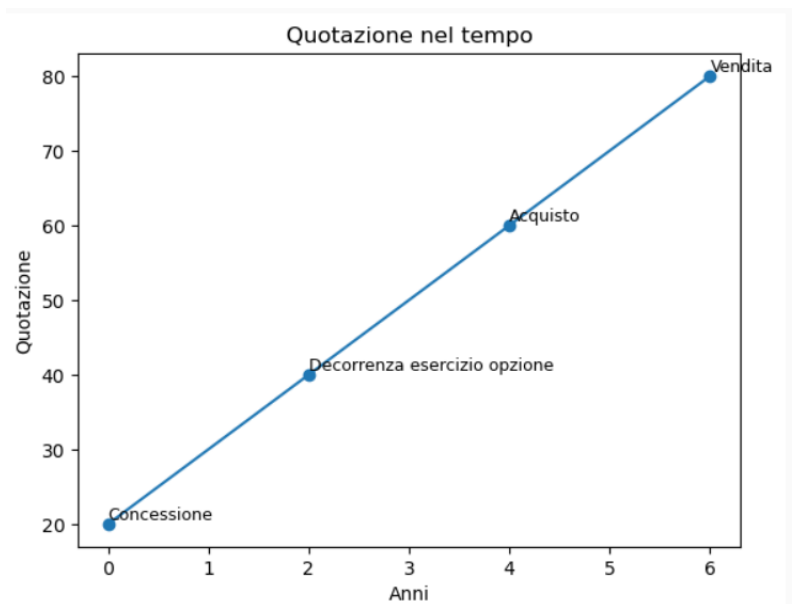


Fig. 5: Quotazione nel tempo

Fonte: elaborazione tramite R

Esempio di esercizio di un'opzione

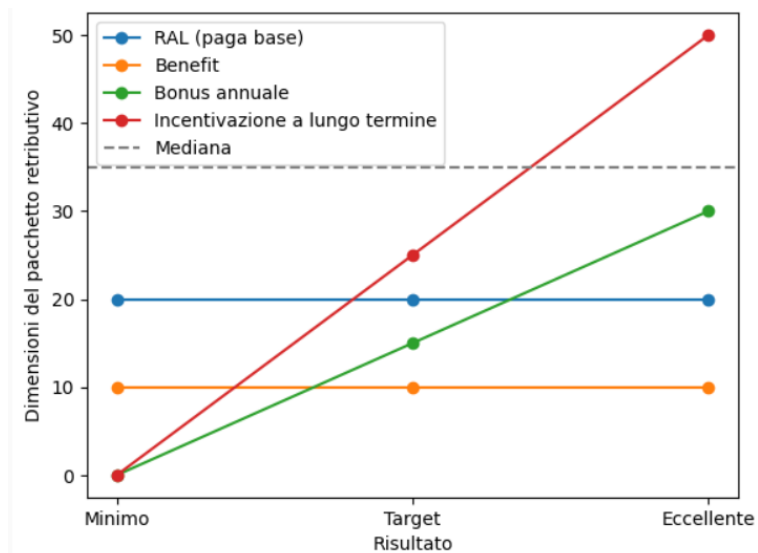


Fig. 6. Dimensioni del pacchetto retributivo in funzione del risultato

Fonte: elaborazione tramite R

Il collegamento tra la retribuzione e la strategia aziendale implica la considerazione simultanea di molteplici variabili, che non sono facilmente integrabili in un modello coerente e unitario. Da un lato, è necessario calibrare gli sforzi retributivi in relazione ai risultati conseguiti e alle risorse che i mercati dei prodotti e finanziari trasferiscono all'organizzazione. Dall'altro lato, è fondamentale confrontarsi con il mercato occupazionale, offrendo un pacchetto retributivo che attragga e motivi le risorse umane dotate delle competenze necessarie per sostenere e migliorare la posizione competitiva dell'impresa. Sebbene il riferimento ai risultati rappresenti una potente leva motivazionale, esso può indurre una visione a breve termine, favorendo comportamenti opportunistici a discapito della capacità dell'azienda di mantenere il vantaggio competitivo nel lungo periodo.

Allo stesso tempo, l'accento posto sulle competenze delle risorse umane, sul loro sviluppo individuale e professionale, garantisce un alto valore al capitale umano, relazionale e organizzativo disponibile. Esistono esempi di aziende con una solida dotazione di capitale intellettuale che, tuttavia, non sono riuscite a rinnovare le proprie strategie, avendo perso il dinamismo derivante dal confronto continuo con il mercato. Un elemento fondamentale per armonizzare queste apparenti contraddizioni è l'obiettivo costante di generare valore per tutti gli stakeholder. In questo contesto, le politiche retributive svolgono una funzione cruciale, poiché rappresentano una preconditione per garantire le risorse necessarie su cui costruire i pacchetti retributivi.

Le politiche retributive del futuro si caratterizzeranno per:

- La gestione unificata dell'intero sistema premiante, includendo tutte le componenti retributive dirette e indirette, sia materiali che immateriali.
- La valorizzazione delle competenze e della conoscenza, incentivando fortemente lo sviluppo professionale.
- La classificazione delle posizioni e dei ruoli attraverso un sistema di *broadbanding*.
- L'utilizzo di incentivi individuali e di gruppo, strettamente legati ai risultati aziendali.

Questi aspetti sono fondamentali per creare un ambiente in cui le politiche retributive non solo attraggano ma anche trattengano risorse di valore, contribuendo alla sostenibilità e alla crescita a lungo termine dell'organizzazione.

5.3 Prassi contabile e rilevazione delle stock options

Un tema che richiede un approfondimento è costituito dalla rilevazione contabile delle stock options assegnate ai lavoratori in Italia. La prassi prevista dalla contabilità italiana sancisce che non vengano espletate registrazioni in conto economico sia nel momento dell'assegnazione sia nel momento dell'esercizio del diritto di opzione delle stock options. Tale carenza è stata colmata grazie al recepimento del principio contabile IFRS 2, intitolato "Share-based payment". La finalità di questo principio contabile internazionale è quella di specificare le scritture contabili delle aziende che prevedono conclusioni delle transazioni basate sul valore di quote dell'equity.

Il principio IFRS 2 prevede che l'impresa rifletta nello Stato Patrimoniale e nel suo Conto Economico gli effetti di tali transazioni, incluse le spese associate alla concessione di opzioni ai lavoratori. In Italia, solo a partire dall'anno 2005, le società quotate e quelle con strumenti finanziari diffusi tra il pubblico, le compagnie assicurative e le banche sono state obbligate dalla normativa a redigere il bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali. L'IFRS 2 rientra in questo ambito. A seguito dell'adozione obbligatoria dei principi contabili internazionali, è divenuta cogente anche in Italia la valutazione e l'iscrizione dei piani di stock option nel documento contabile sulla base del criterio del fair value. Prima della data spartiacque, la prassi contabile delle imprese italiane era molto differente da quella odierna cos'è come quella implementata dalle imprese non IAS adopter. Infatti, questa platea di imprese italiane non riconosce il costo dei piani di incentivazione in bilancio per due ragioni. Una prima motivazione riguarda l'impostazione convenzionale dei principi contabili tricolore ed una seconda ragione riguarda la consuetudine adottata dalle società di capitali nazionali. Facciamo un po' di chiarezza in merito alle abitudini contabili adottate dalle società di capitali tricolore, in particolare dalle Società Per Azioni e dalle Società a Responsabilità Limitata, nel momento in cui l'adunanza assembleare delibera l'incremento di capitale con emissione di nuovi titoli azionari.

Al momento dell'emissione, l'assemblea dei soci sancisce il numero di nuove shares da emettere ed il pricing di emissione, il quale è dato dal valore nominale del pacchetto azionario ed accresciuto eventualmente dal sovrapprezzo. Questo ultimo viene determinato sulla base del valore dell'equity, tenendo in considerazione, per le azioni quotate sul mercato borsistico, anche del corso azionario dell'ultimo semestre. Di conseguenza, lo scostamento tra il prezzo di emissione dei titoli azionari ed il fair value non assume alcuna rilevanza per le imprese tricolore e non viene considerato un onere da addebitare tra i costi di esercizio nel Conto Economico. Di conseguenza, la prassi contabile nazionale è concorde nel ritenere che il suddetto scostamento non rappresenti un componente di segno negativo del reddito. La dottrina economico-aziendale riconosce la differenza dei prezzi come costo-opportunità¹²⁷, il quale rappresenta il sacrificio sopportato dall'organizzazione aziendale nell'attribuire il diritto di opzione sui titoli azionari al management per remunerarli, rispetto all'alternativa di cedere il pacchetto azionario sul mercato al loro valore corrente. Tale costo-opportunità per la prassi contabile italiana è del tutto irrilevante, mentre per i principi contabili internazionali, tale configurazione di costo assume un rilevante rilievo. La società non fa altro che rinunciare a collocare i titoli azionari sul mercato al valore corrente per assegnarle al management aziendale nell'ambito di un piano di partecipazione finanziaria, sulla base di un pricing di esercizio che è al di sotto del fair value dei titoli azionari. Secondo la prassi contabile tricolore, la quale si fonda sui principi del costo storico e delle misurazioni monetarie, la rilevazione del costo-opportunità dei piani di incentivazione non può rappresentare il titolo che permette la legittimazione dell'iscrizione delle opzioni nel documento contabile di esercizio. La prospettiva finanziaria risulta essere completamente nulla.

L'assegnazione dei piani di incentivazione alla dirigenza italiana genera due variazioni di natura economica: una riguarda le variazioni incrementative del capitale proprio e una riguarda gli oneri remunerativi delle prestazioni di natura professionale. La configurazione di tale onere non ha alcuna attinenza con la determinazione del K di funzionamento e dell'utile o perdita di esercizio. Bisogna aggiungere e ricordare che la letteratura disponibile in materia di stock option è di origine statunitense e mal si adatta al contesto tricolore, ove manca una letteratura specialistica in tema di

¹²⁷ Corbella S., *I piani di stock grant e stock option destinati al personale*, Franco Angeli, 2005

executive compensation. Purtroppo, assistiamo ad una mera trasposizione della letteratura americana in contesti differenti e variegati da quelli nativi. Nella disciplina italiana c'è una grave carenza ed il tema dei piani di stock option è rimasto confinato alla dottrina contabile della ragioneria, al principio prudenziale previsto e ribadito dal Legislatore nella disciplina codicistica.

Interessante è la tesi ed interpretazione di Corbella, il quale giustifica il riconoscimento dell'onere delle executive compensation, in coerenza con il quadro teorico del sistema reddituale e della prassi contabile nazionale. L'iscrizione del costo delle stock options nel conto economico troverebbe la sua giustificazione in una operazione di apporto di un input, rappresentato dalla prestazione professionale, avente come corrispettivo di natura non monetaria l'assegnazione di strumenti finanziari, che rappresentano l'equity (in sede di assegnazione). La tesi avanzata dallo studioso è condivisibile.

Ciò che rappresenta un limite alla contabilizzazione dei piani di stock options nei bilanci è la logica convenzionale adottata dal Legislatore nel Codice civile e dai principi contabili tricolore. La logica convenzionale è incentrata sul principio prudenziale, sul concetto della realizzazione e sul criterio del costo storico: ciò ha inibito che significativi fatti di natura gestionale trovassero rappresentazione e che la sostanza economica delle operazioni avesse la meglio sulla forma giuridica delle rappresentazioni.

La mancata iscrizione del costo delle stock options nel documento contabile rappresenta ad oggi una violazione del principio prudenziale previsto dalla disciplina civilistica tricolore: sulla base dei principi contabili nazionali la convenzione di natura monetaria prevale sul principio prudenziale. La prassi contabile convenzionale di derivazione civilistica è troppo distante dai principi contabili internazionali e dalle origini della ragioneria italiana. Gli accademici ritengono che la mancata iscrizione dei piani di incentivazione nei bilanci delle aziende tricolore rappresenti ancora oggi per le aziende una pratica molto scorretta nell'ottica della dottrina dell'economia aziendale italiana e nell'ottica dei principi contabili tricolore¹²⁸. Secondo la logica contabile convenzionale nazionale, che si fonda sul principio del costo storico, la rilevazione del costo opportunità dei piani di incentivazione monetaria della classe dirigenziale non può rappresentare il titolo che legittima l'iscrizione nel documento contabile di

¹²⁸ Meo C., *I piani di stock option: aspetti gestionali, valutativi e contabili*, Cedam, 2000

esercizio, in quanto, come detto in precedenza, è del tutto assente la manifestazione finanziaria dell'operazione. L'unica operazione che è oggetto di rilevazione è quella riguardante l'esercizio delle opzioni: nelle imprese italiane che non adottano i principi contabili internazionali l'operazione si configura come incremento del capitale a fronte dell'emissione di un nuovo pacchetto azionario.

Viceversa, nelle aziende italiane che adottano i principi contabili internazionali IAS, l'impresa è tenuta a rilevare il *fair value* delle performances dirigenziali a fronte di un aumento dell'equity. Nel caso in cui le performances ricevute a fronte della maturazione dei diritti di opzione non sono in possesso dei requisiti per essere rilevati nello Stato Patrimoniale (sezione Assets), essi devono trovare rilevazione come oneri ed essere inseriti nel Conto Economico. La società è tenuta a riportare in calce alla Nota Integrativa un'informativa tale da fare comprendere le modalità di determinazione del fair value degli strumenti rappresentativi di K.

La leva fiscale espleta un ruolo significativo ai fini della maggiore o minore diffusione dei piani di incentivazione in Italia. La ratio che ha ispirato la disciplina civilistica nazionale è stata quella di regolamentare l'uso dello strumento, incrementando o riducendo i benefici di natura fiscale per il management nel corso degli ultimi decenni. Lo scopo è quello di limitare le condotte elusive. L'esclusione della base imponibile contributiva e fiscale *ex ante* il 2008 rispondeva ad esigenze di premialità per una forma retributiva variabile legata alle esigenze di governo societario delle società quotate sul mercato borsistico, le quali erano caratterizzate da una netta separazione tra proprietà, gestione e controllo. In questa cornice fiscale di esenzione, si mirava ad incentivare la creazione di valore azionario. La componente di natura fiscale prima del 2008 ha giocato un ruolo estremamente significativo ai fini della diffusione dei piani di stock options. Maggiore era l'agevolazione fiscale, maggiore era la diffusione dei piani di incentivazione a tutto vantaggio della massimizzazione del valore degli shareholders.

Interessanti e recenti studi empirici hanno messo in evidenza una deviazione nell'uso di stock options rispetto all'origine: i piani di incentivazione hanno fallito nel garantire agli shareholders che la condotta della dirigenza fosse coerente con gli interessi della proprietà. Anzi, i piani di stock options si sono rivelati essere uno strumento nelle mani dei dirigenti per diventare ancora più ricchi. Di conseguenza, qualsiasi tipologia di

agevolazione di natura fiscale era del tutto ingiustificata. Il trattamento di natura fiscale dei piani di partecipazione finanziaria ha subito interessanti rettifiche normative che, nel corso degli ultimi anni, hanno portato ad un aumento del carico fiscale.

La leva finanziaria ha iniziato ad essere una misura del tutto disincentivante per i dirigenti assegnatari dei piani di stock options. Il legislatore ha deciso di abrogare il regime agevolato emanando il Decreto-legge n. 112 del 2008. A questo intervento legislativo, il Legislatore ha aggiunto altri interventi normativi, il Decreto-legge 78/2010 e 98/2011. Il decreto-legge Tremonti ha previsto l'eliminazione di ogni regime a favore dei piani di incentivazione, prevedendo per i titoli azionari assegnati il plusvalore realizzato per effetto della differenza intercorrente tra il prezzo di esercizio dell'opzione ed il valore dei titoli azionari al momento dell'acquisto. Lo scostamento tra il valore corrente dei titoli azionari assegnati e il quantum pagato concorre alla formazione dell'imponibile del manager.

5.4 Ricerca empirica sulle stock options in Italia

La letteratura empirica italiana sulle stock options rappresenta un ambito di studio ancora relativamente limitato ma di grande rilevanza, soprattutto considerando le specificità del contesto economico, giuridico e culturale italiano, caratterizzato da modelli di governance aziendale dominati da assetti proprietari concentrati, sistemi fiscali particolari e una tradizionale scarsa tutela degli azionisti di minoranza. Negli ultimi due decenni, diversi studi hanno tentato di colmare questa lacuna, indagando sia le caratteristiche dei piani di stock options adottati nelle imprese quotate italiane sia l'impatto di tali strumenti sulla governance, sulla performance aziendale e sui rapporti di potere all'interno delle organizzazioni.

Contesto e diffusione delle stock options in Italia

Le stock options, strumenti tipicamente diffusi nei paesi anglosassoni come leve di incentivazione e retention manageriale, sono state adottate in Italia in misura limitata, con una percentuale media del 37% delle società quotate che dichiaravano piani attivi al 31 dicembre 2010¹²⁹. Questo dato nasconde però un forte dislivello legato alla

¹²⁹ Zattoni, A., Minichilli, A., "Stock options in Italy: governance and incentives", Corporate Governance, 2012

dimensione aziendale: le grandi imprese, spesso multinazionali o internazionalizzate, mostrano un tasso di adozione superiore rispetto alle medie e piccole imprese. Inoltre, è emerso come l'adozione di tali piani sia influenzata più da fattori strutturali (dimensione, complessità organizzativa, pressione competitiva internazionale) e istituzionali (normative fiscali, contabili e regolamentari) che da scelte di governance orientate al puro allineamento degli interessi tra azionisti e manager.

L'analisi temporale della diffusione delle stock options mostra un andamento in crescita tra il 2004 e il 2007, con un picco di circa il 43% delle imprese quotate con piani attivi, seguito da un calo che si è accentuato dopo la crisi finanziaria globale del 2008, segnale di un contesto economico più restrittivo e di un possibile ripensamento nella strategia di incentivazione¹³⁰. La normativa fiscale italiana ha contribuito a stimolare l'adozione soprattutto tra il 2004 e il 2006, con l'introduzione di agevolazioni specifiche e di una maggiore trasparenza contabile dovuta all'adozione degli IFRS (International Financial Reporting Standards)¹³¹.

Metodologie e dataset degli studi principali

Un elemento critico negli studi italiani riguarda la limitata disponibilità di dataset completi e aggiornati, che spesso obbliga i ricercatori a lavorare su campioni limitati a società quotate o a utilizzare dati derivati da relazioni pubbliche e bilanci ufficiali. Ad esempio, Zattoni e Minichilli (2012) utilizzano un campione di 59 società quotate italiane, analizzando dati contabili, documenti regolamentari e report sulla corporate governance relativi al periodo 2004-2010. La loro metodologia si basa su analisi statistiche di regressione multivariata, volte a esplorare le relazioni tra caratteristiche di governance (indipendenza del consiglio, presenza di minoranze, composizione dei comitati per le remunerazioni) e design dei piani di stock options (vesting period, strike price, meccanismi di indicizzazione).

Parallelamente, Giosi, Testarmata e Caiffa (2014) adottano un approccio che integra analisi quantitative di performance di mercato (attraverso studi event-study) con indagini sulla qualità dell'informazione contabile, lavorando su un dataset di società quotate italiane tra il 2000 e il 2012. Questo studio si focalizza sul modo in cui il mercato

¹³⁰ Ibid.

¹³¹ Cintioli G., Giovannoni E., "Normative fiscali e diffusione delle stock options in Italia", Rivista Italiana di Economia, 2015

azionario italiano interpreta i piani di stock options e sulla loro correlazione con la performance economica delle imprese. Viene utilizzata una metodologia di regressioni panel e analisi degli effetti temporali per valutare la reazione del mercato agli annunci di piani incentivanti.

Inoltre, lo studio di Cintioli e Giovannoni (2015) utilizza un dataset aggregato di società quotate e dati normativi per analizzare gli effetti delle modifiche normative su scala nazionale, indagando la relazione tra le politiche fiscali, contabili e la diffusione delle stock options in un arco temporale più ampio (2000-2013). Essi si avvalgono di tecniche di analisi delle serie storiche e di confronto cross-country con altre economie europee.

Risultati principali e interpretazioni

Gli studi convergono nel ritenere che, in Italia, le stock options siano spesso utilizzate con finalità che vanno oltre la semplice incentivazione della performance manageriale, fungendo piuttosto da strumenti di consolidamento del potere di controllo da parte degli azionisti di maggioranza. Questo è particolarmente evidente nelle aziende a controllo padronale, dove le stock options tendono a essere strutturate con vesting period brevi (in media ≤ 36 mesi), strike price “at-the-money” e scarsa indicizzazione, configurando un modello più orientato alla remunerazione immediata che alla retention a lungo termine¹³².

L’analisi delle caratteristiche di governance mostra come la scarsa indipendenza dei consigli di amministrazione e la predominanza di amministratori delegati che ricoprono anche la presidenza del board riducano la capacità dei comitati per le remunerazioni di esercitare un ruolo di controllo efficace. Nel 80% delle società con piani attivi, infatti, si riscontra questa concentrazione di poteri, che limita la tutela degli azionisti di minoranza e favorisce logiche di “rent extraction” (Zattoni, A., Minichilli, A., 2012).

Per quanto riguarda l’effetto delle stock options sulla performance aziendale, Giosi, Testarmata e Caiffa (2014) rilevano che il mercato tende a percepire tali piani più come un costo aggiuntivo che come un incentivo efficace, soprattutto in società di grande capitalizzazione. La sensibilità del mercato alle caratteristiche contrattuali dei piani –

¹³² Zattoni, A., Minichilli, A., “Stock options in Italy: governance and incentives”, Corporate Governance, 2012

ad esempio alla lunghezza del vesting period e al meccanismo di determinazione del prezzo di esercizio – suggerisce che la qualità del design sia fondamentale per ottenere un reale allineamento di interessi e una maggiore valorizzazione da parte degli investitori¹³³.

Cintioli e Giovannoni (2015) evidenziano inoltre il ruolo determinante delle condizioni istituzionali e fiscali nella diffusione delle stock options: l'introduzione di agevolazioni fiscali ha incentivato l'adozione, mentre l'aumento della trasparenza contabile derivante dall'adozione degli IFRS ha spinto verso una maggiore standardizzazione e migliore disclosure. Tuttavia, la tutela giuridica degli azionisti di minoranza rimane ancora un punto critico che limita l'efficacia delle stock options come strumenti di governance¹³⁴.

Calabrò e Ceccagnoli (2017), infine, evidenziano come le stock options, se ben disegnate, possano avere effetti positivi sull'innovazione aziendale e sulla capacità di attrarre talenti, soprattutto nei settori ad alta tecnologia e in contesti competitivi internazionali, suggerendo un potenziale non ancora pienamente sfruttato nel sistema italiano¹³⁵.

Quadro normativo e implicazioni regolamentari

A livello normativo, la Consob ha progressivamente rafforzato l'attenzione sulla governance degli strumenti incentivanti, promuovendo maggiore trasparenza e indipendenza nella composizione dei comitati per le remunerazioni¹³⁶. Le raccomandazioni includono la necessità di descrizioni dettagliate nei bilanci riguardo a strike price, vesting period e meccanismi di indicizzazione, la promozione di una maggiore indipendenza nei Consigli di amministrazione e la previsione di maturazioni delle opzioni superiori a tre anni per migliorare retention e allineamento con strategie di lungo periodo.

¹³³Giosi, L., Testarmata, F., Caiffa, P., "Stock options e performance aziendale", *Economia e Management*, 2014.

¹³⁴Cintioli, G., Giovannoni, E., "Normative fiscali e diffusione delle stock options in Italia", *Rivista Italiana di Economia*, 2015.

□

¹³⁵ Calabrò, A., Ceccagnoli, M., "Stock options, innovazione e attrazione di talenti nel contesto italiano", *Journal of Management and Governance*, 2017.

¹³⁶ Consob, Relazione sulla Corporate Governance, 2023

La disciplina contabile internazionale, con l'adozione degli IFRS 2, ha inoltre imposto una rilevazione più rigorosa nei bilanci dei costi derivanti da piani di stock options, contrastando pratiche precedenti di mancata contabilizzazione che potevano essere lesive dei diritti degli azionisti di minoranza¹³⁷. Questa evoluzione normativa rappresenta un passo importante verso un sistema di governance più trasparente e responsabile.

5.5 Tipologie di strumenti incentivanti e loro utilizzo in Italia

Nel panorama italiano, i sistemi di incentivazione legati alla performance manageriale hanno vissuto una diffusione più limitata rispetto ai contesti anglosassoni, ma sono andati progressivamente affermandosi, soprattutto nelle imprese quotate e nei gruppi a governance più articolata. L'utilizzo di strumenti incentivanti ha l'obiettivo di motivare i manager, attrarre e trattenere talenti, e allineare gli interessi della dirigenza con quelli degli azionisti, contribuendo così a migliorare l'efficienza organizzativa e la creazione di valore.

Tra i principali strumenti incentivanti adottati in Italia si possono distinguere:

i. Stock Options

Le stock options rappresentano lo strumento equity-based più noto e diffuso. Esse attribuiscono al manager il diritto di acquistare un certo numero di azioni della società a un prezzo prefissato (strike price), dopo un determinato periodo di maturazione (vesting period). Il guadagno deriva dalla differenza tra il prezzo di esercizio e il valore di mercato dell'azione. L'utilizzo delle stock options è più frequente nelle società quotate e nei settori innovativi come il farmaceutico e il tecnologico. Tuttavia, la loro applicazione è vincolata da norme fiscali e civilistiche stringenti, che ne hanno talvolta limitato la diffusione¹³⁸.

ii. Performance Shares

¹³⁷ Waters R., Options rule used to lift earnings, Financial Times, 2006

¹³⁸Enriques L., Trenta A., *Executive Compensation in Italy: Peculiarities and Trends*, European Company and Financial Law Review, 2006

Sempre più diffuse negli ultimi anni, le performance shares sono azioni gratuite assegnate ai manager subordinatamente al raggiungimento di determinati obiettivi di performance, spesso misurati su base triennale. Rispetto alle stock options, offrono una maggiore stabilità e sono meno sensibili alla volatilità di mercato, rendendole preferibili nei contesti di alta incertezza. In Italia, molte grandi società – come ENI, Intesa Sanpaolo, Generali – utilizzano piani basati su performance shares, con metriche legate a indicatori come il Total Shareholder Return (TSR), il ROE o l'EBITDA¹³⁹.

iii. Bonus Monetari Variabili (MBO)

I Management by Objectives (MBO) costituiscono la forma più tradizionale di incentivo in Italia. Si tratta di bonus annuali legati al raggiungimento di obiettivi individuali e aziendali predefiniti. Sono largamente utilizzati anche nelle PMI e nelle imprese non quotate. Gli MBO sono spesso considerati una “componente di base” dei pacchetti retributivi variabili, più facilmente implementabili rispetto agli strumenti azionari¹⁴⁰.

iv. Restricted Stock Units (RSU)

Le RSU consistono in diritti condizionati all'ottenimento di azioni gratuite della società, al verificarsi di determinate condizioni di permanenza o performance. Sono più recenti nel contesto italiano ma si stanno diffondendo in gruppi con struttura internazionale. Hanno il vantaggio di ridurre la componente speculativa e incentivano la fidelizzazione nel medio-lungo termine¹⁴¹.

v. Incentivi non monetari (benefit, retention bonus, piani welfare)

In molte aziende italiane, specialmente non quotate, si affiancano strumenti alternativi, come:

- piani di welfare aziendale (formazione, assistenza sanitaria, previdenza integrativa);
- retention bonus vincolati alla permanenza in azienda per un certo periodo;

¹³⁹ Consob, *Relazione sulle Remunerazioni delle Società Quotate*, edizioni annuali 2018–2023

¹⁴⁰ Boeri T., Lucifora C., *Pay, Productivity and Competitiveness*, Oxford University Press, 2012

¹⁴¹ Ferrero G., Gotti G., Zang Y., *Corporate Governance Reforms and Earnings Management: Evidence from Italy*, Journal of International Accounting Research, 2014

- premi di risultato, spesso legati a contrattazione collettiva¹⁴².

Secondo l'indagine Consob (2023) sulle politiche di remunerazione delle società quotate italiane:

- il 92% delle grandi imprese prevede almeno un incentivo variabile;
- il 61% usa strumenti equity-based (stock options, performance shares, RSU);
- le stock options sono in calo a causa di incertezze normative e tassazione sfavorevole;
- in crescita l'uso delle performance shares, considerate più in linea con la corporate governance moderna.

Nelle PMI e nelle imprese familiari, il ricorso a strumenti sofisticati di incentivazione è ancora limitato. L'orientamento culturale e la struttura proprietaria compatta riducono il bisogno percepito di allineare incentivi manageriali, sebbene ciò possa costituire un limite alla crescita dimensionale e alla capacità di attrarre dirigenti qualificati¹⁴³.

¹⁴² INPS, *Rapporto Annuale*, 2022

¹⁴³ Bugamelli M. et al., *Productivity and Competitiveness in Italian Firms*, Bank of Italy Occasional Papers, 2018

Capitolo 6

Case study: Amazon

Nel contesto delle aziende quotate in borsa, i piani di stock options rappresentano uno degli strumenti più comuni utilizzati per incentivare la performance e l'allineamento degli interessi tra i top manager e gli azionisti. Questi piani permettono ai dirigenti di acquistare azioni della società a un prezzo prefissato in un determinato periodo di tempo, offrendo loro un'opportunità di guadagno legata all'aumento del valore dell'azienda. Un esempio emblematico di implementazione di un piano di stock options in una grande azienda è Amazon, un gigante dell'e-commerce che ha utilizzato questi strumenti in modo strategico per stimolare la crescita aziendale e incentivare i suoi dirigenti a raggiungere obiettivi finanziari e strategici concreti.

Amazon ha introdotto un piano di stock options per i suoi top manager con l'obiettivo di stimolare il raggiungimento di risultati straordinari, in particolare per quanto riguarda le performance finanziarie misurate tramite l'indicatore EBIT (Earnings Before Interest and Taxes). Questo indicatore è fondamentale perché riflette la redditività operativa della società, escludendo gli effetti di interessi passivi e tasse, e quindi rappresenta un indicatore chiave per valutare la capacità dell'azienda di generare profitti attraverso le sue attività principali¹⁴⁴.

Il piano di stock options è stato strutturato in modo tale che il valore delle azioni di Amazon sarebbe stato direttamente correlato al raggiungimento di obiettivi specifici di EBIT, creando un forte incentivo per i dirigenti a concentrarsi sull'incremento della performance finanziaria. Gli obiettivi di EBIT sono definiti annualmente e, in base ai risultati ottenuti, i dirigenti possono esercitare una percentuale delle opzioni assegnate, con la possibilità di guadagnare una notevole somma se le performance superano le aspettative.

¹⁴⁴ Hao, Y. (2025). Board Incentive Structures in the Tech Sector: An Analysis of Amazon's Compensation System. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, 207, 16-23.

Uno degli aspetti più interessanti del piano di stock options di Amazon è il legame diretto tra la performance finanziaria e l'andamento delle azioni. Dal 2000 al 2023, il prezzo delle azioni di Amazon ha registrato un aumento straordinario, passando da circa 10 dollari a più di 3000 dollari, segnando una crescita complessiva che ha riflesso l'espansione globale della società, l'innovazione continua nel settore dell'e-commerce, e la crescente influenza sul mercato globale. Questo significativo incremento del valore delle azioni non solo ha premiato gli investitori, ma ha anche beneficiato i dirigenti che avevano partecipato al piano di stock options.

Il grafico che segue illustra l'andamento del prezzo delle azioni di Amazon durante il periodo compreso tra il 2000 e il 2023. Si osserva un notevole incremento, con picchi particolarmente significativi a partire dal 2015, anno in cui Amazon ha accelerato la sua espansione globale, diversificando le sue attività in settori come i servizi cloud (AWS) e aumentando la sua penetrazione nei mercati internazionali. Il prezzo delle azioni ha continuato a crescere costantemente, sostenuto da una strategia di business focalizzata su innovazione e crescita sostenibile¹⁴⁵.

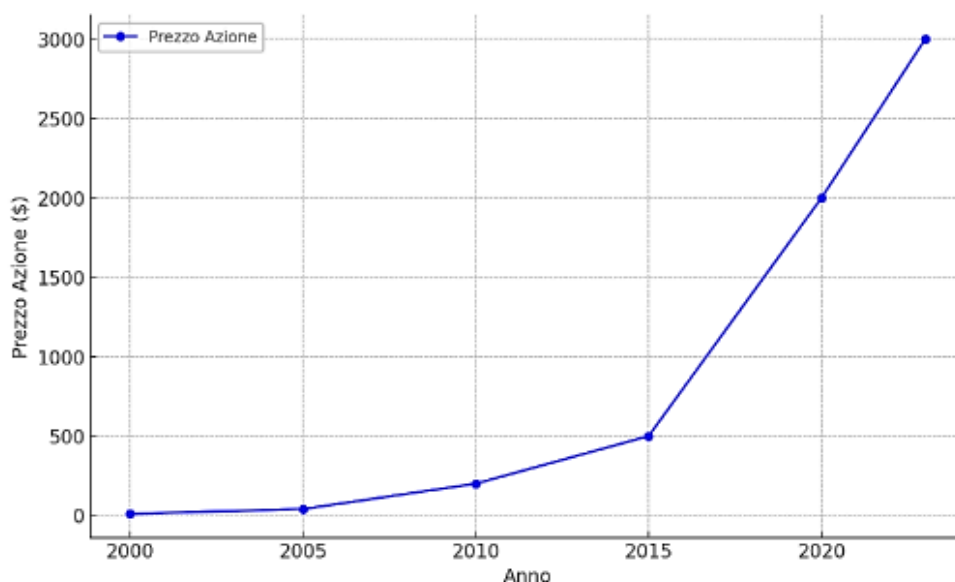


Grafico1: Prezzo delle Azioni di Amazon (2000-2023)

¹⁴⁵ Macrotrends, *Amazon Stock-Based Compensation 2010–2025*, 2024, disponibile su: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/AMZN/amazon/stock-based-compensation>

Fonte: elaborazione con R su dati Amazon

Nel piano di stock options, gli obiettivi di EBIT vengono definiti annualmente. Ogni anno, Amazon stabilisce un target di EBIT che i suoi top manager devono cercare di raggiungere, e la percentuale di stock options esercitabili dipende da quanto questi obiettivi vengono superati o mancati. È interessante notare che Amazon ha regolarmente superato gli obiettivi prefissati di EBIT, in particolare a partire dal 2010, quando l'azienda ha consolidato la sua posizione di leader nel mercato globale dell'e-commerce e ha iniziato a dominare anche nel settore dei servizi cloud con AWS (Amazon Web Services).

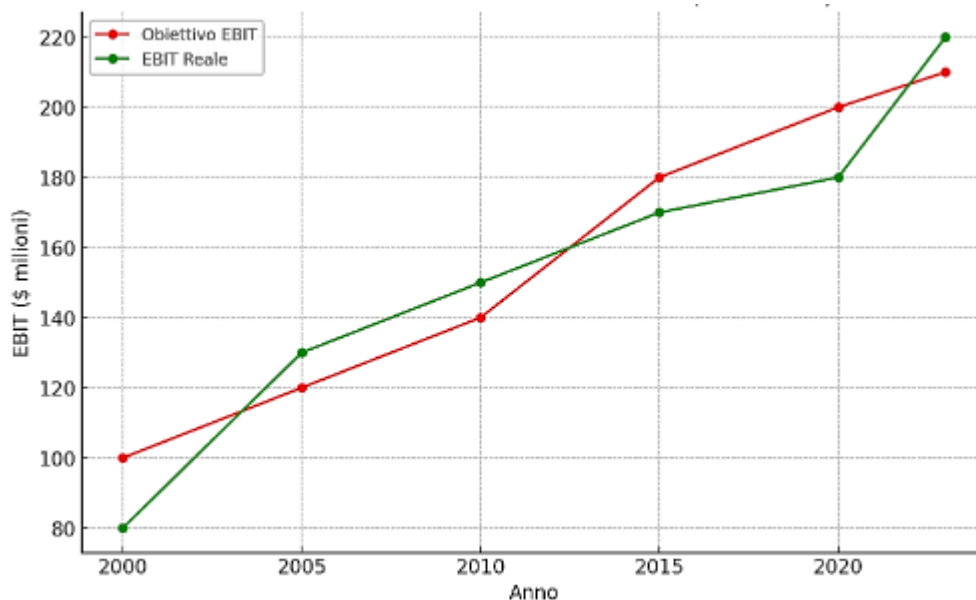


Grafico 2: EBIT Obiettivo vs EBIT Reale (2000-2023)

Fonte: elaborazione con R su dati Amazon

Il grafico mostra la comparazione tra l'EBIT reale e l'obiettivo EBIT stabilito ogni anno. In generale, Amazon ha superato le previsioni di EBIT, il che ha avuto un impatto diretto sul valore delle azioni e sulle stock options esercitabili. La crescita dell'EBIT non solo ha permesso a Amazon di raggiungere i suoi obiettivi finanziari, ma ha anche rafforzato

la fiducia degli investitori e la solidità dell'azienda, il che ha ulteriormente incrementato il valore delle azioni¹⁴⁶.

Il piano di stock options di Amazon è stato concepito in modo da premiare i dirigenti in modo proporzionale al loro contributo al raggiungimento degli obiettivi di EBIT. Le opzioni sono esercitabili in funzione dei risultati ottenuti rispetto all'obiettivo di EBIT fissato. La seguente tabella illustra come la percentuale di opzioni esercitabili aumenti con il superamento delle soglie di performance EBIT.

Performance EBIT (%)	Opzioni Esercitabili (%)
100%	100%
95%	95%
90%	90%
85%	85%
80%	0%

Tab 1. Performances vs obiettivi EBIT

Come si può osservare, solo se Amazon raggiunge almeno l'80% dell'obiettivo EBIT, i dirigenti possono esercitare una percentuale minima di opzioni (0%). Al contrario, se l'EBIT supera gli obiettivi prefissati, la percentuale di opzioni esercitabili aumenta in modo proporzionale. Se l'EBIT raggiunge o supera il 100% dell'obiettivo, i dirigenti possono esercitare il 100% delle opzioni previste.

¹⁴⁶ Macrotrends, *Amazon Stock-Based Compensation 2010–2025*, 2024, disponibile su: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/AMZN/amazon/stock-based-compensation>

Questo modello crea un forte incentivo a superare gli obiettivi finanziari, poiché i top manager sono direttamente premiati in funzione dei risultati aziendali raggiunti. Inoltre, allinea gli interessi dei dirigenti a quelli degli azionisti, in quanto entrambi beneficiano dell'aumento del valore delle azioni attraverso il raggiungimento e il superamento degli obiettivi EBIT.

Impatti e benefici del piano di stock options

Il piano di stock options di Amazon ha avuto numerosi impatti positivi per l'azienda. In primo luogo, ha incentivato i dirigenti a concentrarsi sull'ottimizzazione delle performance operative e finanziarie, sapendo che il loro guadagno personale era strettamente legato al successo complessivo dell'azienda. Questo ha portato a un miglioramento continuo dell'efficienza operativa, all'innovazione e alla creazione di valore per gli azionisti.

In secondo luogo, il piano ha contribuito a trattenere i talenti chiave all'interno dell'azienda, poiché i top manager erano motivati dal potenziale guadagno derivante dal successo di Amazon. La crescita esponenziale del valore delle azioni ha fatto sì che il piano di stock options fosse molto attrattivo, creando un ambiente in cui i dirigenti avevano forti incentivi a lavorare per il raggiungimento di risultati finanziari superiori.

Grazie a questo piano, Amazon è riuscita a raggiungere obiettivi straordinari di crescita e redditività, consolidando la sua posizione di leader globale nel settore dell'e-commerce e dei servizi cloud. Il successo di questo approccio dimostra l'efficacia dei piani di stock options come strumento di incentivazione strategica, capace di promuovere la crescita a lungo termine e il valore azionario¹⁴⁷.

¹⁴⁷ Hao,Y. (2025). Board Incentive Structures in the Tech Sector: An Analysis of Amazon's Compensation System. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*,207,16-23

Conclusioni

Fin dagli studi pionieristici di Berle e Means (1932), la questione del potere manageriale è stata oggetto di riflessione da parte degli studiosi di management e finanza, in particolare nell'ambito della teoria dell'agenzia. La possibilità che i dirigenti mettano in atto comportamenti opportunistici ha reso necessario sviluppare meccanismi di incentivazione in grado di allineare gli interessi del management con quelli degli azionisti. In questo contesto, «i piani di stock options si sono affermati come strumenti efficaci sia per la remunerazione che per il governo dell'impresa» (Jensen e Murphy, 1990), poiché legano la componente variabile della retribuzione alla capacità di generare valore per la proprietà aziendale.

Pur tuttavia, nonostante i benefici attribuiti a tali strumenti, negli ultimi anni gli stessi piani sono stati oggetto di critiche. In alcuni casi, infatti, si sono dimostrati talmente redditizi da compromettere «il benessere complessivo dell'organizzazione» e alimentare comportamenti non virtuosi. Inoltre, la diffusione di tali strumenti non ha riguardato solo le public companies, caratterizzate da una netta separazione tra proprietà e controllo, ma anche le imprese familiari o a proprietà concentrata, come nel contesto italiano. In queste ultime, la presenza di un soggetto controllante avrebbe dovuto ridurre la necessità di ricorrere a forme di incentivazione, eppure i piani sono stati adottati con una certa frequenza.

Dall'analisi empirica condotta su un campione di società quotate italiane dotate di piani di stock options non emergono evidenze inequivocabili circa un loro impiego a scapito degli azionisti di minoranza. Tuttavia, è possibile affermare che tali piani, pur garantendo «una remunerazione extra alla dirigenza», non sempre si rivelano efficaci nel favorire la retention dei talenti manageriali.

In una prospettiva più pragmatica, sembrerebbe opportuno «limitare l'uso dei piani di stock options nel contesto italiano», anche alla luce delle recenti evoluzioni normative. In particolare, il principio contabile internazionale IFRS 2 ha reso più rigoroso il trattamento di questi strumenti, mentre la riforma fiscale del 2008 ha introdotto una tassazione piena sui guadagni da essi derivanti. La prassi, ancora diffusa, di non includere i piani di stock options nei bilanci delle imprese italiane rappresenta una

condotta potenzialmente dannosa per la trasparenza e l'equità, soprattutto nei confronti degli azionisti di minoranza.

Per contrastare questa tendenza, sarebbe auspicabile che anche le imprese che non adottano i principi contabili internazionali si orientassero verso «una maggiore coerenza con il principio prudenziale e con il paradigma zappiano», così come sostenuto dal legislatore. In conclusione, l'esperienza italiana dimostra che l'uso improprio dei piani di incentivazione può accentuare conflitti di interesse tra i soggetti controllanti e gli altri azionisti, mettendo in discussione l'equilibrio interno alla governance societaria.

Bibliografia

- Barlev, B., Haddad, R.J., *Fair value accounting and the management of the firm*, Critical Perspectives on Accounting, 2003
- Bebchuk, L.A., Fried, J.M., *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, 2004
- Beghin, M., *L'elusione fiscale e il principio del divieto di abuso del diritto*, CEDAM, 2021
- Benmelech E., Kandel E., Veronesi P., Stock-Based Compensation and CEO (Dis)Incentives, seminario presso Banca d'Italia, 27 marzo 2008, disponibile su www.bancaditalia.it/pubblicazioni/altri-atti-seminari/2009/veronesi_benmelech.pdf
- Berle, A., Means, G., *The Modern Corporation and Private Property*, 1932
- Bianchi Martini, S., *Introduzione all'analisi strategica dell'azienda*, Giappichelli, 2009
- Boeri, T., Lucifora, C., *Pay, Productivity and Competitiveness*, Oxford University Press, 2012
- Bowles, S., Edwards, R., Roosevelt, F., *Introduzione all'economia politica: le dinamiche del capitalismo*, Springer Verlag Italia, 2011
- Bower, J.L., Paine, L.S., *The Error at the Heart of Corporate Leadership*, Harvard Business Review, 2017
- Breakley, R., Myers, S., Allen, F., *Principles of Corporate Finance*, 11th Global Edition, McGraw-Hill, 2013
- Bulow, J., Shoven, J.B., *Accounting for Stock Options*, Journal of Economic Perspectives, 2005
- Calabrò, A., Ceccagnoli, M., *Stock options, innovazione e attrazione di talenti nel contesto italiano*, Journal of Management and Governance, 2017
- Campobasso, G.F., *Diritto Commerciale. Diritto delle Società*, UTET, 2015
- Campobasso, G.F., *La riforma delle società di capitali e delle cooperative*, UTET, 2003
- Carletti, A., I Nucci, A., *IFRS 2: pagamenti basati su azioni. Guida alla contabilità e bilancio*, 2006

- Carta, S., Gaia, S., Melis, A., *I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche*, Giuffrè, 2011
- Catuogno, S., *I piani di stock option. Governance, valuation e accounting*, Aracne, 2012
- Catuogno, S., *Le stock option in Italia tra finalità incentivanti ed espropriazione delle minoranze*, Cedam, 2013
- Catuogno, S., Peta, M., *La transizione all'IFRS 2 per le stock option: gli effetti economici sull'informazione di bilancio*, RIREA, 2008
- Cinquantamila.it, *Enron, il più grande scandalo finanziario degli USA*
- Cintioli, G., Giovannoni, E., *Normative fiscali e diffusione delle stock options in Italia*, Rivista Italiana di Economia, 2015
- Coda, V., *Strategia aziendale e vantaggio competitivo*, McGraw-Hill, 2008
- Conyon, M.J., Murphy, K.J., *The Prince and the Pauper? CEO Pay in the US and UK*, Economic Journal, 2000
- Corbella, S., *I piani di stock grant e stock option destinati al personale*, FrancoAngeli, 2005
- Costa, G., Gianecchini, M., *Risorse umane. Persone, relazioni, valore*, McGraw-Hill, 2010
- Corticelli, R., *La crescita dell'azienda. Ordine ed equilibrio nell'unità produttiva*, Giuffrè, 1998
- Damodaran, A., *Corporate Finance: Theory and Practice*, 1997
- De Carlo, N., Falco, A., Capozza, D., *Stress, benessere organizzativo e performance*, FrancoAngeli, 2013
- Desreumaux, A., *La Resource-based View et les sources de l'avantage concurrentiel soutenable*, Éditions EMS, 2015
- Di Cagno, N., Adamo, S., Giaccari, F., *Lezioni di economia aziendale*, Cacucci, 2003
- Di Cagno, P., *Il sistema aziendale tra rischio d'impresa e rischio economico generale*, Cacucci, 2002
- Di Cagno, P., *L'evoluzione dei sistemi di remunerazione della componente personale aziendale*, Cacucci, 2002
- Di Federico, R., *La gestione delle risorse umane nelle PMI in Italia dopo il Covid-19*, Franco Angeli, 2022

- Di Gaspare, G., *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, CEDAM, 2012
- Eccles, R.G., Ioannou, I., Serafeim, G., *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*, Management Science, 2014
- Enriques, L., Trenta, A., *Executive Compensation in Italy: Peculiarities and Trends*, European Company and Financial Law Review, 2006
- Enriques, L., Volpin, P., *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, Journal of Economic Perspectives, 2007
- Fama, E.F., Jensen, M.C., *Separation of Ownership and Control*, Journal of Law and Economics, 1983
- Ferrero, G., Gotti, G., Zang, Y., *Corporate Governance Reforms and Earnings Management: Evidence from Italy*, Journal of International Accounting Research, 2014
- Freeman, R.E., Harrison, J.S., Wicks, A.C., *Managing for Stakeholders*, Yale University Press, 2007
- Gabaix, X., Landier, A., *Why Has CEO Pay Increased So Much?*, Quarterly Journal of Economics, 2008
- Gabrielli, G., *Remunerazione e gestione delle persone*, FrancoAngeli, 2005
- Giosi, L., Testarmata, F., Caiffa, P., *Stock options e performance aziendale*, Economia e Management, 2014
- Grossman, S.J., Hart, O.D., *An Analysis of the Principal-Agent Problem*, Econometrica, 1983
- Guatri, L., *La teoria di creazione del valore*, EGEA, 1991
- Guatri, L., *Valore e intangibles nella misura della performance aziendale*, EGEA, 1997
- Hall, B.J., Liebman, J.B., *Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?*, Quarterly Journal of Economics, 1998
- Haidt, J., *The Happiness Hypothesis*, Random House, 2006
- Hao, Y. (2025). Board Incentive Structures in the Tech Sector: An Analysis of Amazon's Compensation System. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, 207, 16-23.
- Healy, P.M., Palepu, K.G., *The Fall of Enron*, Journal of Economic Perspectives, 2003

- Holmström, B., *Moral Hazard and Observability*, Bell Journal of Economics, 1979
- Jensen, M.C., Meckling, W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, 1976
- Jensen, M.C., Murphy, K.J., *Performance Pay and Top-Management Incentives*, Journal of Political Economy, 1990
- Larkin, S., Waller, R., *Stock Option Compensation: Legal and Tax Issues*, Wiley, 2018
- Lanzavecchia, A., *Stock option e valore d'impresa, gli interessi degli azionisti sono da tutelare*, The EVA Company, 2001
- Lodigiani, F., *Il sistema premiante per il top management*, in Costa G., *Manuale di gestione del personale*, Utet, 1992
- Marchese, S., *Piani di azionariato e stock option plans per i dipendenti*, Contabilità, finanza e controllo, n.3, 2002
- Maslow, A., *Motivation and Personality*, Harper and Row, 1954
- Meo, C., *I piani di stock option: Aspetti gestionali, valutativi e contabili*, Cedam, 2000
- Melis, A., Carta, S., Gaia, S., *Executive remuneration in blockholder-dominated firms. How do Italian firms use stock options?*, 2010
- Murphy, K.J., *Executive Compensation*, in: Ashenfelter O., Card D. (eds.), *Handbook of Labor Economics*, Vol. 3B, Elsevier, 1999
- Naro, G., *Systemes de remuneration et culture organisationnelles*, Revue française de gestion, 1993
- Orsi, F., *Misurazione del rischio di mercato*, Plus, 2009
- Panda, B., Leepsa, N., *Agency Theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspective*, Indian Journal of Corporate Governance, 2017
- Parman, B., Freeman, E., *Stakeholder Theory: The State of the Art*, Cambridge University Press, 2010
- Porter, M., *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, Simon & Schuster, 2008
- Regalli, M., *Stock options e incentivazione del management*, Il Sole 24 Ore, 2003
- Roe, M., Taborelli, M., *La public company e i suoi nemici*, Il Sole 24 Ore, 2004

- Roussel, P., *Remuneration, motivation et satisfaction au travail*, Economica, 1996
- Salvemini, S., *La gestione delle carriere*, in Costa G., *Manuale di gestione del personale*, Utet, 1992
- Sassoon, E., *Proprietà dell'azienda, responsabilità dei manager*, 2017
- Savage, G., Nix, T., Whitehead, J., *Strategies for assessing and managing organizational stakeholders*, Academy of Management Executive, 1991
- Schneider, B., *Organizational Climate and Culture*, Jossey-Bass, 1990
- Shleifer, A., Vishny, R.W., *A Survey of Corporate Governance*, Journal of Finance, 1997
- Stasi, M., *Le evidenze ed i trend delle indagini retributive*, Hay Group Outlook, 2008
- Uvalic, M., *PEPPER Report*, Commission of the European Communities, 1991
- Viscogliosi, B., Zattoni, A., *La diffusione dei piani di stock option in Italia*, Economia e Management, 2008
- White, B., *Pushing Fast-Forward on Options*, The Washington Post, 2005
- Williamson, O.E., *The Economic Institutions of Capitalism*, Free Press, 1985
- Williamson, O.E., *Corporate finance and corporate governance*, Journal of Finance, 1988
- Zaleznik, A., *Motivazioni, produttività e soddisfazione nel lavoro*, Il Mulino, 1964
- Zattoni, A., Minichilli, A., *Stock options in Italy: Governance and incentives*, Corporate Governance, 2012

Sitografia

- Cinquantamila.it, *Enron, il più grande scandalo finanziario degli USA* – <https://www.cinquantamila.it/storyTellerArticolo.php?storyId=0000001386590>
- Commissione Europea, *Structures of the Taxation Systems in the EU 1995–2001*
- CRS Report RL30149, *The Alternative Minimum Tax for Individuals* – <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/RL/RL30149/37>
- GovInfo, *IRS & ISO Emergency Economic Stabilization Act of 2008 Relief* – <https://www.govinfo.gov/app/details/COMPS-8925/>
- IRS, *Publication 525 – Taxable and Nontaxable Income*

- IRS, *Schedule M-3 (Form 1120)* – Instructions and updates
- Macrotrends, *Amazon Stock-Based Compensation 2010–2025*, 2024, disponibile su:
<https://www.macrotrends.net/stocks/charts/AMZN/amazon/stock-based-compensation>
-
- US Department of the Treasury, *FICA and FUTA Tax Moratorium Press Release*, 2022