



*Dipartimento di Economia e Finanza
Cattedra di Banche e Intermediari Finanziari*

**L'EXECUTIVE COMPENSATION NEI REGIMI DI
COMMON LAW E CIVIL LAW, UN CONFRONTO TRA
USA E EUROPA. EVIDENZA EMPIRICA SUI
MECCANISMI DI REMUNERAZIONE NEGLI STATI UNITI**

Relatore:

Prof.ssa Mirella Pellegrini

Candidato:

Luca Di Girolamo

Matricola: 670481

Correlatore:

Prof.ssa Paola Lucantoni

ANNO ACCADEMICO 2017/2018

INDICE

INTRODUZIONE.....	3
1. I MODELLI DI CORPORATE GOVERNANCE	7
1.1 Sistemi di <i>Common Law</i> e <i>Civil Law</i>	8
1.2 <i>Market oriented systems</i> e <i>network oriented systems</i>	10
1.3 La distribuzione dei poteri di amministrazione e controllo.	18
2. L'EXECUTIVE COMPENSATION	25
2.1 Le componenti dell'<i>executive compensation</i>	26
2.1.1 La componente fissa	27
2.1.2 La componente variabile	28
2.1.2.1 La remunerazione variabile di breve termine.....	29
2.1.2.2 La remunerazione variabile di lungo termine	32
2.1.3 Le altre componenti dell' <i>executive compensation</i>	42
2.2 L'<i>executive compensation</i> nei diversi sistemi legali (<i>Common Law</i> e <i>Civil Law</i>)	45
2.2.1 I fattori che influenzano l' <i>executive compensation</i> : la teoria dell'agenzia	50
2.2.1 I fattori che influenzano l' <i>executive compensation</i> : la tutela degli azionisti di minoranza.	53
2.3 La governance dell'<i>executive compensation</i> in Europa e USA: regolamentazione e controllo pre e post crisi finanziaria	57
2.3.1 La normativa negli Stati Uniti	59
2.3.2 La regolamentazione in Europa.....	65
3. EVIDENZA EMPIRICA SULLA RELAZIONE REMUNERAZIONE – PERFORMANCE D'IMPRESA NEGLI STATI UNITI.	71
3.1 Presentazione dell'analisi.....	73

3.2 Le variabili dipendenti: le performance d'impresa	75
3.3 Le variabili esplicative: le componenti dell'<i>executive compensation</i>	79
3.4 Le variabili di controllo: le caratteristiche del CEO e dell'impresa	81
3.5. Risultati.....	85
CONCLUSIONI.....	99
BIBLIOGRAFIA.....	102
SITOGRAFIA	109

INTRODUZIONE

La remunerazione degli amministratori esecutivi delle società quotate ha attirato negli ultimi anni l'attenzione della letteratura giuridico-economica e degli organismi di vigilanza nazionali ed internazionali.

Le ragioni del crescente rilievo assunto da tale tematica sono da ricercare negli scandali societari e contabili di inizio secolo (il caso Enron negli Stati Uniti ne è un esempio) e soprattutto nella crisi che ha investito l'economia globale nel biennio 2007/2008. In tale contesto di ridimensionamento delle performance aziendali e degli investimenti azionari, gli studi empirici in materia hanno registrato non una riduzione, bensì un inarrestabile aumento della remunerazione dei manager.

La proliferazione a partire dagli anni Novanta di incentivi azionari per i manager, ha condotto quest'ultimi ad adottare politiche gestionali eccessivamente rischiose, tese principalmente a produrre effetti immediati sui prezzi azionari e sulla massimizzazione della propria remunerazione; ciò di conseguenza ha portato a trascurare i profili di rischio e sostenibilità delle imprese nel lungo periodo, compromettendo la stabilità aziendale.

Sebbene sia indubbio che pacchetti retributivi consistenti e adeguatamente strutturati svolgano un ruolo cruciale nell'incentivare gli amministratori a creare valore per le imprese nel lungo periodo, è diffusa la convinzione che i meccanismi di remunerazione siano diventati eccessivamente complessi. In particolare, gli organismi di vigilanza nazionali e sovranazionali evidenziano come tali meccanismi siano incentrati per lo più su obiettivi di breve termine, dando luogo a eccessivi compensi non giustificati dai risultati conseguiti. Queste criticità hanno portato al diffuso convincimento secondo cui l'*executive compensation* è da annoverare tra le cause del crollo dei mercati finanziari nel biennio 2007/2008.

Lo scopo della tesi è quello di confrontare i meccanismi di remunerazione adottati negli USA e in Europa, e di dimostrare se esiste una giustificabile relazione tra i compensi e le performance delle grandi public company americane.

Nel primo capitolo si descriveranno i caratteri principali della corporate governance negli Stati Uniti e in Europa. Dopo un'iniziale distinzione dei principali framework legali vigenti (*Common Law e Civil Law*), si passerà ad illustrare le principali differenze tra Usa e Europa nell'organizzazione aziendale. In particolare, si rilevano principalmente sistemi *market oriented* e *network oriented*; i primi sono tipici delle imprese ad azionariato diffuso americane e caratterizzate da una forte dipendenza dal mercato dei capitali; i secondi sono caratteristici dell'Europa continentale, in cui prevalgono società ad azionariato concentrato e fortemente dipendenti dal settore bancario, e quindi dal capitale di debito.

Infine, si distinguerà tra sistemi monistici e dualistici per arrivare alla conclusione che il conflitto di interessi tra azionisti e manager risulta più accentuato nelle imprese statunitensi caratterizzate da una maggiore frammentazione azionaria.

Il secondo capitolo è sostanzialmente diviso in tre parti. Nella prima si illustreranno tutte le possibili componenti che vanno a creare il pacchetto retributivo assegnato agli amministratori esecutivi; quest'ultimi ricevono principalmente compensi in forma monetaria (bonus e salari) e azionaria (*restricted stock* e *stock option*); ci si concentrerà maggiormente sulle remunerazioni *equity based* in modo da descriverne sia i vantaggi che le criticità, le quali hanno attirato una notevole attenzione nel corso degli anni da parte sia degli accademici che dei legislatori nazionali e sovranazionali.

La seconda parte del capitolo ha lo scopo di evidenziare le differenze nella forma e nel livello dei *pay mix* corrisposti ai manager in USA e in Europa. Illustrando la considerevole mole di studi in

materia, si cercherà di dimostrare come i compensi siano maggiormente *equity based* negli Stati Uniti, in cui è largamente diffusa un'*equity culture* che incoraggia i piccoli risparmiatori ad investire. A tal proposito, il grado di tutela degli azionisti di minoranza ricopre un ruolo fondamentale nell'influenzare i meccanismi di remunerazione; in particolare si parlerà di problemi di agenzia, come determinanti dell'*executive compensation*, tra azionisti ed *executives* nei paesi in cui si registra un'elevata tutela degli investitori, ovvero negli USA ; al contrario, si parlerà di problemi di agenzia tra *outsiders* (azionisti di minoranza) e *insiders* (manager e azionisti di maggioranza), ove gli investitori esterni non risultano adeguatamente tutelati, ovvero in Europa.

Risulterà evidente come il *pay mix* corrisposto ai manager vari profondamente in base al framework legale vigente.

L'ultima parte del capitolo si propone di illustrare l'evoluzione del quadro normativo sull'*executive compensation* in Europa e negli USA. Il fine è soprattutto quello di capire in che modo la legislazione statunitense ed europea è intervenuta in materia dopo lo scoppio della crisi finanziaria. In particolare, si cercherà di dimostrare come la regolamentazione attuata nelle due aree geografiche considerate, giustifichi le ampie differenze nella composizione del pacchetto retributivo corrisposto ai manager tra USA e Europa.

Nel terzo capitolo, infine, si studierà la relazione tra performance aziendali ed *executive compensation* nelle grandi public company americane. In linea con i numerosi studi empirici in materia, si tenterà di dimostrare come la remunerazione corrisposta agli *executives* possa influenzare positivamente la creazione di valore da parte delle società americane.

Verranno estrapolati i dati relativi ai compensi e alle performance aziendali dalla piattaforma *Wharton Research Data Services*, in modo da effettuare una regressione tra i due indici di

redditività e performance maggiormente utilizzati nelle evidenze empiriche (ROA e Tobin's Q) e l'*executive compensation*. Quest'ultima verrà divisa in tre diverse variabili (*equity compensation, cash compensation, total compensation*) con lo scopo di confermare l'ipotesi secondo cui solo la remunerazione corrisposta sotto forma di *equity* possa contribuire ad accrescere le performance aziendali.

1. I MODELLI DI CORPORATE GOVERNANCE

“Corporate governance involves a set of relationships between a company’s management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined”¹.

Tale definizione fornita dall’OECD (Organization for Economic Co-operation and Development), pone in evidenza come la corporate governance sia una delle tematiche che oggi maggiormente attira l’attenzione di manager, investitori, studiosi e policy makers².

Infatti, la globalizzazione dei mercati finanziari ha sollecitato la ricerca di soluzioni che aiutassero a limitare gli effetti negativi causati dai più recenti scandali societari e dal perpetuarsi delle crisi finanziarie.

È emerso come i processi di governo e di controllo, non siano stati sempre in grado di svolgere appieno la loro funzione di regolamentazione e vigilanza del profilo di rischio assunto dalle imprese; si rileva infatti come politiche gestionali eccessivamente rischiose, intraprese da un management preoccupato soprattutto di massimizzare i propri profitti di breve periodo, abbiano esposto le società a ingenti perdite nel lungo termine; Ciò ha condotto a rendere la corporate governance inefficiente e poco attenta all’elevata volatilità dei mercati finanziari, tanto da essere annoverata tra le diverse cause che hanno portato allo scoppio della crisi nel biennio 2007/2008³.

Inoltre, come si discuterà nel secondo capitolo, tali inefficienze della corporate governance

¹ G20/OECD Principles of Corporate Governance, 2015

² la corporate governance fa riferimento ad un sistema di regole che consente e indirizza l’attività di una società. Ciò nonostante è comunque difficile trovare un’unica definizione che riassume tutte le funzioni tipiche della corporate governance; tuttavia la più semplice e diffusa è quella fornita nel 1992 dal Cadbury Report, codice di autodisciplina inglese: “*corporate governance is the system by which businesses are directed and controlled*”. (The Committee On the Financial Aspects Of Corporate Governance, The Cadbury Report, 1992.)

³ Bosetti L., *Corporate Governance e mercati globali*, FrancoAngeli Edizioni, 2011

risultano essere strettamente legate agli eccessivi livelli di remunerazione corrisposti agli amministratori esecutivi.

Da qui l'esigenza di creare meccanismi di governo o di controllo, che riescano a perseguire un equo bilanciamento tra interessi degli azionisti e dei manager; e ciò anche per ripristinare la fiducia dell'opinione pubblica nei mercati finanziari e, di conseguenza, l'efficienza di questi ultimi.

La corporate governance rappresenta un tema complesso, tanto che ha ispirato un consistente filone dottrinale che si propone di definire le sue funzioni tipiche. Esistono studi che attribuiscono alla corporate governance la finalità di tutelare esclusivamente gli interessi degli azionisti ed altri che ritengono fondamentali gli interessi di tutti gli *stakeholders*. Analogamente, esistono posizioni contrapposte riguardo i meccanismi principali di corporate governance: alcune riconoscono al Consiglio di Amministrazione un ruolo primario, altri esaltano la composizione della struttura proprietaria ed il sistema di regole vigenti in un determinato Paese. Elemento comune a tutta la letteratura in materia, tuttavia, è la ricerca di una relazione esistente tra la corporate governance e la performance aziendale. Si cerca insomma di individuare le principali determinanti dei meccanismi di governance per poi verificarne l'eventuale impatto sulla performance delle imprese. Ciò è possibile analizzando i principali sistemi legali vigenti, ovvero i sistemi di *Common law* e *Civil law*.

1.1 Sistemi di *Common Law* e *Civil Law*

Le regole di corporate governance possono essere introdotte dal legislatore o dall'iniziativa privata in base al regime giuridico dominante. Distinguiamo, a tal proposito, paesi a *Common*

law da Paesi a *Civil law*⁴. Nella prima categoria di paesi, la fonte di diritto predominante è la giurisprudenza, in quanto non esiste una legge codificata ma, sono gli stessi Organismi di Vigilanza dei mercati finanziari a predisporre raccomandazioni vincolanti per la quotazione dei titoli azionari. Questo regime è tipico dei Paesi anglosassoni, ovvero della Gran Bretagna e delle sue ex colonie come USA, Canada, India e Oceania. Essi sono caratterizzati da un ampio ricorso al mercato finanziario e dalla prevalenza delle grandi *public companies*, in cui vi è il problema della separazione tra proprietà e controllo. Nei Paesi in cui è diffuso il *Civil law* invece, la legge è codificata e costituisce il framework di riferimento per non violare gli interessi degli azionisti e degli altri *stakeholder*, il mercato finanziario è poco rilevante, e spesso la proprietà si trasferisce tramite accordi tra le parti; tale regime è seguito dai paesi dell'Europa continentale e dalle ex colonie europee, quindi dalla maggior parte dell'America Latina. In sostanza, la differenza principale tra i due regimi risiede nel diverso peso esercitato dal mercato finanziario che comporta un diverso grado di intervento delle autorità pubbliche e degli organismi di vigilanza: la regolamentazione sarà maggiormente presente nei Paesi in cui il mercato finanziario è meno attivo e non può garantire le dovute tutele. Ulteriore tratto distintivo, che come si vedrà nel secondo capitolo influisce notevolmente sul grado di rischio di espropriazione degli azionisti di minoranza, è rappresentato dal diverso modo di creare e applicare la legge. Nei paesi appartenenti al sistema di *Civil Law* la legge è applicata in base ad ipotesi che essendo codificate, risultano prefissate in astratto; al contrario nei paesi a *Common Law* le corti configurano la legge partendo da casi concreti⁵.

⁴ La Porta et al., *Law and Finance*, Journal of Political Economy, Vol. 106, 1998

⁵ Graff M, *Law and Finance, Common Law and Civil Law Countries Compared: An Empirical Critique*, Economica, vol. 75, 2008.

Esistono, in definitiva, alcuni fattori che permettono di classificare i sistemi di corporate governance e che verranno in parte approfonditi nel secondo capitolo dell'elaborato per spiegare i diversi sistemi di remunerazione dei manager tra USA e Europa:

- Capacità di attrazione da parte dei mercati finanziari; tale situazione è maggiormente presente nei paesi anglosassoni dove troviamo problemi di agenzia per la netta separazione tra proprietà e controllo; non si riesce mai a creare una maggioranza stabile poiché le risorse transitano e vengono negoziate celermente nel mercato seguendo l'andamento dei prezzi.
- Dipendenza dal settore bancario. Risulta maggiormente accentuata nei paesi di *Civil law* caratterizzati da un mercato finanziario poco sviluppato, comportando una ricerca continua di collaborazione tra azionisti e grandi finanziatori.
- Livello di tutela degli azionisti; è decisamente elevato nelle grandi public companies tipiche dei paesi anglosassoni in cui gli investitori risultano motivati e sollecitati a detenere azioni.
- Conflitto di interessi tra proprietà e management.

Tali differenze portano a distinguere *market oriented systems* da *network oriented systems*, e sistemi monistici da sistemi dualistici.

1.2 *Market oriented systems e network oriented systems*

I due sistemi si distinguono in base al tipo di monitoraggio a cui sono sottoposti i manager. Nei *market oriented systems* il controllo della gestione aziendale è esterno (per questo assumono anche l'accezione di *outsider systems*), ovvero messo in atto dal mercato dei capitali, in virtù

della sua efficienza. Nei *network oriented systems*, invece, il monitoraggio è interno (*insider systems*), ovvero messo in atto dai principali portatori di interessi che hanno intenzione di mantenere relazioni durevoli con l'impresa⁶.

In letteratura tale classificazione viene spiegata anche in base alle forme di finanziamento adottate dalle imprese: negli *outsider systems* prevale il ricorso al mercato azionario, mentre negli *insider systems* le imprese sono fortemente indebitate nei confronti del sistema bancario. Quindi l'*outsider system* ha il suo perno su un sistema di finanziamento a titolo di capitale di debito e di rischio rappresentato dal mercato dei capitali, con azionisti frammentati, mentre l'*insider system* è incentrato su un sistema di finanziamento non orientato al mercato, in cui prevalgono gli azionisti di riferimento dipendenti dalle banche⁷. Da questa distinzione si può evincere come il monitoraggio sull'operato dei manager sia molto più accentuato ed efficace nell'*insider system*, in cui prevalgono pochi azionisti di controllo e di maggioranza, per i quali le operazioni di controllo richiedono costi maggiormente sostenibili; la situazione è completamente diversa negli *outsider systems*, in cui la forte dispersione azionaria congiuntamente alle limitate dimensioni delle quote di capitale possedute dai molteplici azionisti, rende questi ultimi incapaci di farsi interamente carico dei costi derivanti dalle attività di controllo sull'operato del management. L'obiettivo principale comune è sempre la massimizzazione del valore per gli *stakeholder*; nel primo sistema è intesa come remunerazione dell'investimento in capitale di rischio richiesto dal mercato finanziario, nel secondo come interesse sociale che l'impresa realizza nei confronti della proprietà⁸.

⁶ Salvioni M., *Corporate governance, controllo e trasparenza*, FrancoAngeli Edizioni, 2013

⁷ Moro Visconti R., *Baricentro e convergenza dei sistemi di governance, grado di concentrazione proprietaria e creazione di valore*, FrancoAngeli Edizioni, 2000

⁸ Bryan S. et al., *Law and Executive Compensation: A Cross-Country Study*, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 23, 2011

Il *market oriented system* è sviluppato nei paesi angloamericani, quindi dove vige il *Common law* e la tutela degli azionisti di minoranza è elevata. Ci si trova di fronte alle grandi *public companies*, imprese caratterizzate da una proprietà frazionata e poco concentrata che, per perseguire gli obiettivi aziendali, richiedono un mercato finanziario efficiente. Il principale limite di questo sistema risiede nella separazione tra proprietà e controllo; gli investitori sono interessati unicamente alla redditività e non sono disposti a supportare il costo dei controlli, venendosi così a creare un conflitto di interessi con i manager che risultano avere un forte potere discrezionale. L'allineamento degli interessi delle suddette categorie può essere perseguito attraverso l'assegnazione di *stock option* ai dirigenti. Si rileva quindi il monitoraggio sui manager svolto dal mercato che, mediante la crescita della quotazione delle azioni incentiva e sollecita il perseguimento di risultati aziendali positivi. È possibile inoltre riconoscere nel *market oriented system* i caratteri distintivi del *Common law* dall'elevata tutela degli azionisti, garantita dall'immediatezza con cui questi possono cedere i propri titoli e uscire dalla compagine azionaria, grazie all'elevata efficienza e liquidità del mercato; tale meccanismo risulta ancora più semplice in caso di eccessivo deprezzamento delle azioni, che sottoporrà l'impresa al rischio ed interesse per un eventuale *takeover*⁹.

Il *network oriented system*, invece, è sviluppato nei paesi in cui vige il *Civil law*, quindi dove si rileva un mercato finanziario vischioso e poco efficiente a causa della dipendenza diretta tra impresa e settore bancario, che è ampiamente presente nel capitale sociale; per tale motivo il modello in esame è spesso anche detto *banking-oriented system*. Non si rileva una netta separazione tra proprietà e controllo come nel *market based system*, dato che il controllo interno è possibile grazie all'elevata concentrazione della proprietà. Quest'ultima è costituita da un gruppo di azionisti, che ne costituiscono lo zoccolo duro, a carattere tendenzialmente familiare o

⁹ Salvioni M., *Corporate governance, controllo e trasparenza*, FrancoAngeli Edizioni, 2013

bancario, che detiene il controllo della società ed evita potenziali *takeover* attraverso partecipazioni reciproche o scambiando sul mercato solamente un'esigua parte di azioni. Al management rimane solo il delicato compito di garantire un corretto equilibrio tra azionisti di maggioranza e minoranza. Ma quest'ultimi, come in tutti i paesi di *Civil Law*, non sono ben tutelati e rappresentati, quindi il loro potere decisionale è scarso. Le vicende economiche dei paesi in cui si è sviluppato il *network based system* hanno contribuito a distinguere due ulteriori modelli ibridi divergenti: il sistema renano e il sistema latino¹⁰.

Il modello renano è diffuso in Germania e paesi scandinavi ed è caratterizzato da un elevato livello di collaborazione al controllo da parte di banche e dipendenti. Tale visione partecipativa della gestione aziendale porta a definire il sistema renano come un *relationship-based system* nel quale gli *stakeholders* intervengono attivamente nei processi discrezionali e hanno il potere di sostituire il management.

Le banche non solo detengono parte del capitale sociale, ma forniscono all'impresa anche risorse a titolo di credito; il ruolo cardine degli istituti bancari è ampliato dalla possibilità di esercitare i voti spettanti alle azioni che detiene, influenzando in tal modo sulla direzione strategica delle società. Tali prerogative consentirebbero alla banca di ridurre i costi di agenzia connessi ad un monitoraggio esterno.

Nel suddetto contesto l'azionista di maggioranza trova conveniente accordarsi con la banca in modo da consentire lo sviluppo dell'impresa; ciò configura il sistema renano come un vero e proprio sistema *bank-based*. Nonostante il suo duplice ruolo, la banca ha maggior convenienza a tutelarsi come creditore dell'impresa piuttosto che come creditore, assicurandosi ad esempio tassi elevati. Infatti, l'intervento delle banche è molto più correlato alle condizioni finanziarie, ovvero alla capacità dell'impresa di generare liquidità nel tempo: quindi è teso a proteggere il proprio

¹⁰ Melis A., *Corporate governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, Giappichelli, 1999.

interesse più che quello degli azionisti; la posizione della banca come creditore, quindi, prevale su quella di azionista: le banche perseguono il risanamento finanziario, non la performance azionaria¹¹. Da ciò si evince come nei sistemi *insider* la vigilanza sull'operato degli amministratori esecutivi sia non solo molto più stringente, ma anche tesa a promuovere l'adozione di politiche conservative ed avverse al rischio.

In coerenza con il principio di co-gestione aziendale tipico del sistema renano, anche il personale d'impresa ha poteri decisionali e di vigilanza e ciò non fa altro che ledere l'azione dei manager; lo scopo è proprio quello di evitare che quest'ultimi possano operare nell'esclusivo interesse dei conferenti di capitale.

Per quanto riguarda il sistema latino, è necessario evidenziare che presenta notevoli differenze con il modello renano, nonostante sia anch'esso uno sistema *insider*, ovvero la funzione di monitoraggio della gestione aziendale è prerogativa della proprietà e non del mercato finanziario, poco efficiente e attivo.

Il modello latino si sviluppa in Francia, Spagna, Italia, Portogallo, Belgio e Grecia; si differenzia dal sistema renano dal fatto che è l'azionista di maggioranza a controllare il management, sul quale esercita la sua influenza mediante il consiglio di amministrazione. Non vige il principio di cogestione aziendale, ovvero banche e dipendenti sono visti come *stakeholders* esterni alle funzioni di governo, non risultano decisivi per il successo dell'impresa; ad essi viene solamente riconosciuto il diritto ad una remunerazione per le risorse conferite. Le banche ricoprono l'unico ruolo di conferenti di capitale di credito e difficilmente viene loro concessa la titolarità di un pacchetto di azioni che consentirebbe di influire sulla gestione aziendale¹².

Non vigendo il principio di cogestione aziendale, risulta ancora più complicato che i dipendenti abbiano poteri discrezionali sui processi d'impresa; piuttosto si evidenzia, in un contesto

¹¹ Forestieri G., *La corporate governance negli schemi interpretativi della letteratura*, Etaslibri, Milano, 1998.

¹² Melis A., *Corporate governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, Giappichelli, 1999

dominato dall'azionista di maggioranza, un problema di agenzia tra proprietà e lavoratori. La situazione di quest'ultimi rimanda al contesto anglosassone in cui si rileva una netta separazione tra proprietà e controllo; tuttavia nel modello latino i dipendenti risultano maggiormente tutelati grazie all'azione dei sindacati, i quali assumono un ruolo antagonistico all'impresa tentando di contrapporsi alle strategie aziendali decise dall'azionista di maggioranza, nel caso queste si profilino poco eque per il personale. Si può quindi definire il modello latino come un sistema intermedio tra quello renano e quello *market-oriented* anglosassone.

I modelli di corporate governance descritti possono essere ulteriormente confrontati tenendo conto di tre fattori critici¹³:

- La propensione al rischio degli organi aziendali
- Il livello di trasparenza informativa
- Il livello di convergenza dei vari modelli di governance

Per quanto riguarda la propensione al rischio è possibile evidenziare vistose differenze tra i modelli di base, *market oriented* e *network oriented systems*.

Analizzando l'*outsider system* angloamericano, sembrerebbe logico che il management tenda a mettere in atto una gestione prudente per soddisfare le esigenze del mercato finanziario e le attese degli azionisti e per non sottoporsi al rischio di essere sostituito come effetto di un *hostile takeover*¹⁴. Questo atteggiamento prudentiale dovrebbe condurre a investimenti in settori già noti e consolidati per evitare la reazione negativa del mercato. In realtà, la maggior parte delle volte, i manager intraprendono strategie rischiose con lo scopo di ampliare le dimensioni aziendali e soprattutto aumentare il proprio prestigio.

¹³ Salvioni M., *Corporate governance, controllo e trasparenza*, FrancoAngeli Edizioni, 2013

¹⁴ Per *hostile takeover* si intende la scalata attuata da un soggetto esterno il quale, tramite la speculazione finanziaria, acquisisce il controllo di una società, ovvero acquisisce la maggioranza assoluta o relativa dei diritti di voto, senza il consenso dell'azionista di maggioranza.

Per quanto riguarda il sistema renano, la cogestione di dipendenti e settore bancario conduce ad una gestione prudente dell'attività aziendale in modo da garantire remunerazioni stabili e sicure. Il modello latino sembrerebbe il sistema più propenso al rischio per la lieve influenza, sull'operato della proprietà, sia dei vari portatori di interessi che di un mercato poco attivo. Tuttavia, per l'elevata autonomia della proprietà, si tende a perseguire solamente obiettivi privati, e la propensione a rischiare e investire soprattutto in attività di ricerca e sviluppo, è limitata.

Un ulteriore fattore di confronto tra i vari modelli è il livello di accessibilità all'informazione, il cui ruolo è fondamentale in tutti i sistemi di governance per poter valutare le performance aziendali.

Analizzando la tabella 1, si evince che in tutti i sistemi il management dispone delle informazioni necessarie per poter gestire le attività aziendali secondo le linee guida stabilite dai principali portatori di interesse nei sistemi *network-oriented*, o fissate dal management stesso sotto il controllo del mercato nei sistemi *market oriented*. La dirigenza deve quindi tener sempre conto del proprio operato ai suoi controllori, nei confronti dei quali deve esistere la massima trasparenza informativa.

Nel *market oriented system* i manager hanno convenienza nel comunicare all'esterno i risultati e gli obiettivi perseguiti in modo da conquistare il consenso degli azionisti. Il mercato non tollera una mancanza di informazioni: gli azionisti, preoccupati dal non rispetto degli obblighi di comunicazione, potrebbero cedere i propri titoli, causando un immediato ribasso delle quotazioni e quindi ripercussioni negative sull'intera impresa.

Nell'*insider system* il livello di trasparenza informativa dipende dal grado di influenza degli *stakeholder* sulla gestione aziendale. Quindi il modello renano, in cui vice il principio di collaborazione e cogestione di proprietà, banche e dipendenti, presuppone un elevato livello di trasparenza. Nel sistema latino, invece, l'autonomia e la supremazia degli azionisti di

maggioranza rappresenta un ostacolo alla circolazione delle informazioni. L'asimmetria informativa che viene a crearsi non fa altro che danneggiare i soci di minoranza e rende meno efficiente l'allocazione delle risorse tra le imprese.

Tabella 1. Funzione di controllo e accessibilità delle informazioni nei vari modelli di governance

<p style="text-align: center;"><u>Management</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ Funzione direttiva e operativa 	<p style="text-align: center;">MARKET – ORIENTED SYSTEM</p> <p style="text-align: center;"></p>	<p style="text-align: center;"><u>Mercato</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ Funzione di monitoraggio sull'operato del management
<p style="text-align: center;"><u>Management</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ Attività operativa condotta secondo il principio di cogestione di: banca, dipendenti, proprietà, soci di minoranza. 	<p style="text-align: center;">NETWORK – ORIENTED SYSTEM MODELLO RENANO</p> <p style="text-align: center;"></p>	<p style="text-align: center;"><u>Proprietà, banca e dipendenti</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ Funzione di monitoraggio sull'operato del management ❖ Assunzione delle decisioni strategiche
<p style="text-align: center;"><u>Management</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ Attività operativa finalizzata a dare attuazione alle scelte della proprietà 	<p style="text-align: center;">NETWORK – ORIENTED SYSTEM MODELLO LATINO</p> <p style="text-align: center;"></p>	<p style="text-align: center;"><u>Proprietà (socio o gruppo di maggioranza)</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ Funzione direttiva ❖ Funzione di monitoraggio sull'operato del management

Fonte: Salvioni M., *Corporate governance, controllo e trasparenza*, FrancoAngeli edizioni, 2013

È lecito dedicare un'ultima analisi sulla progressiva, seppur lenta, armonizzazione dei modelli di governance, causata dai recenti fenomeni di globalizzazione e competitività tra aziende.

Ciò che risulta chiaro è che non si sta assistendo alla diffusione di un unico sistema di governo societario, ma alla sovrapposizione dei diversi modelli in un unico paese¹⁵.

La crescita dimensionale delle imprese, che rende sempre più necessario il ricorso al mercato dei capitali, e il lento aumento in Europa della considerazione per i piccoli azionisti, sembrerebbero favorire l'avvicinamento dei sistemi *network-oriented* al sistema angloamericano.

Tuttavia, è anche vero che nei sistemi *market oriented* si intravede un timido coinvolgimento nei processi decisionali, dei portatori di interesse diversi dagli azionisti; quindi da questo punto di vista è il sistema angloamericano ad avvicinarsi a quello prevalente in Europa. Quest'ultima convergenza è favorita anche dalla sempre più persistente influenza degli investitori istituzionali sulla dirigenza di impresa, sia nei sistemi *market oriented* che nei sistemi *network oriented*.

1.3 La distribuzione dei poteri di amministrazione e controllo

Esiste un'ulteriore classificazione dei modelli di governance in base al modo in cui vengono distribuite le funzioni di amministrazione e controllo. In particolare, se quest'ultime prerogative vengono attribuite ad un solo organo o divise tra più organi, si può parlare di sistemi monistici (*one-tier systems*) o dualistici (*two-tier systems*)¹⁶.

¹⁵ A. Dingham & M. Galanis, *The Globalization of Corporate Governance*, Preface and Overview, Ashgate, 2009

¹⁶ Cavalieri E., *Attività aziendale e processi produttivi, Giappichelli*, volume 1, 2010.

Il sistema monistico (figura 1) è caratteristico prima di tutto delle imprese angloamericane, ma è anche diffuso in Spagna, Portogallo e, recentemente, anche in Italia.

Tale modello è costituito da un solo livello di nomina, ovvero l'assemblea dei soci nomina il Consiglio di Amministrazione (*Board of Directors*), che è l'organo fondamentale ed è investito delle seguenti prerogative:

- Indirizzo e controllo della gestione operativa, affidata al management
- Promozione della trasparenza interna ed esterna
- Orientamento dell'organizzazione ad assumere comportamenti socialmente responsabili

Carattere fondamentale del sistema ad un solo livello, è il trust¹⁷ (rapporto fiduciario) che il consiglio di amministrazione ha nei confronti dei soci.

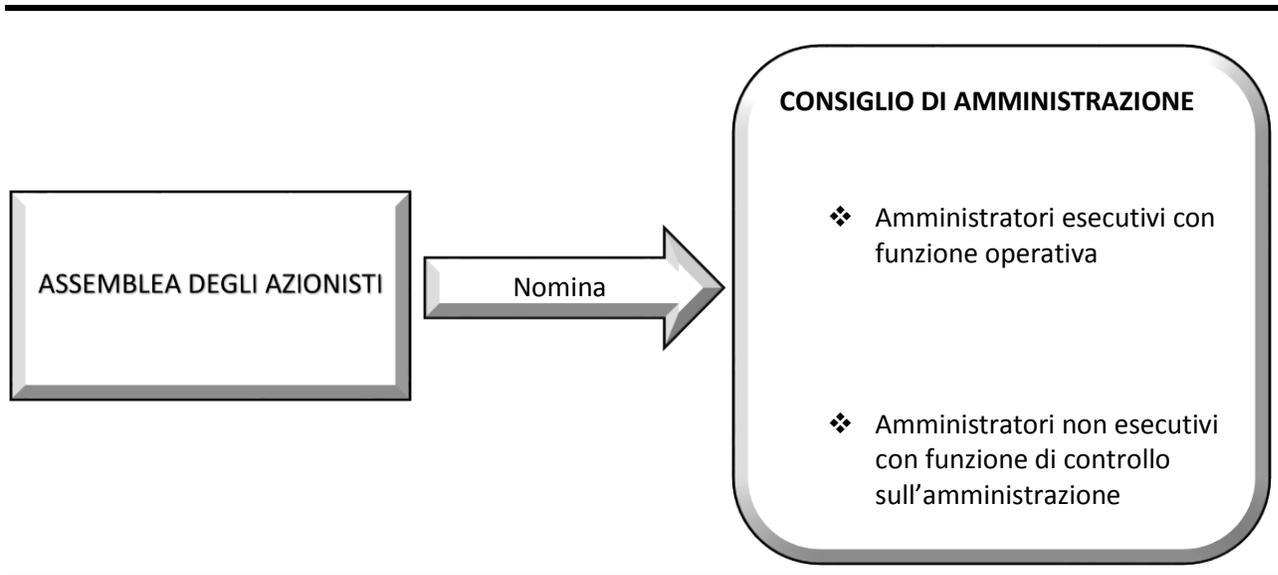
Il *Board of directors* comprende due tipologie di amministratori, esecutivi e non esecutivi (*executive e non executive directors*). Gli esecutivi costituiscono il management di impresa e assolvono alle funzioni operative; tra di essi può essere scelto il direttore generale (*CEO, Chief Executive Officer*) che ha la funzione di collegare i vertici aziendali con tutta l'organizzazione, essendo la figura apicale con maggiori responsabilità. Gli *executives* detengono spesso un'importante quota del capitale sociale che li porta ad assumere comportamenti non del tutto imparziali nella gestione dell'impresa. Ciò rende fondamentale il ruolo degli amministratori non esecutivi che non sono coinvolti in prima persona nella gestione aziendale e non hanno rapporti diretti con la proprietà, in tal modo riescono a mantenere un alto livello di obiettività e razionalità di giudizio. A tali componenti è attribuito il potere di controllo sull'amministrazione¹⁸; infatti la

¹⁷ "Per trust si intendono i rapporti giuridici istituiti da una persona, il costituente – con atto tra vivi o mortis causa – qualora dei beni siano stati posti sotto il controllo di un trustee nell'interesse di un beneficiario o per un fine specifico." (Legge 16 ottobre 1989, n. 364: Ratifica ed esecuzione della convenzione sulla legge applicabile ai trusts e sul loro riconoscimento. Convenzione dell'Aja, 1° luglio 1985).

¹⁸ Salvioni M., *Corporate governance, controllo e trasparenza*, FrancoAngeli Edizioni, 2013.

loro estraneità dall'esercizio diretto della gestione, li porta ad operare nell'interesse di tutti gli altri *stakeholders* esterni.

Figura 1. Modello monistico



Fonte: elaborazione personale

Il sistema monistico appena descritto presenta diverse perplessità; prima di tutto si potrebbe muovere una critica nei confronti della funzione di monitoraggio svolta dagli amministratori non esecutivi, dato che sono membri proprio dell'organo che andranno a controllare. A tal proposito va precisato che per questo motivo i *non-executive directors* non possono svolgere funzioni operative e soprattutto devono possedere il cosiddetto requisito di indipendenza¹⁹ nei confronti dei membri esecutivi.

Un'ulteriore critica potrebbe essere rivolta all'accesso e alla qualità delle informazioni a disposizione dei direttori non esecutivi. A tal proposito, ogni amministratore ha la responsabilità

¹⁹ "Un amministratore dovrebbe essere considerato indipendente soltanto se è libero da relazioni professionali, familiari o di altro genere con la società, il suo azionista di controllo o con i dirigenti di entrambi, che creino un conflitto di interessi tale da poter influenzare il suo giudizio." (Raccomandazione 2005/162/CE)

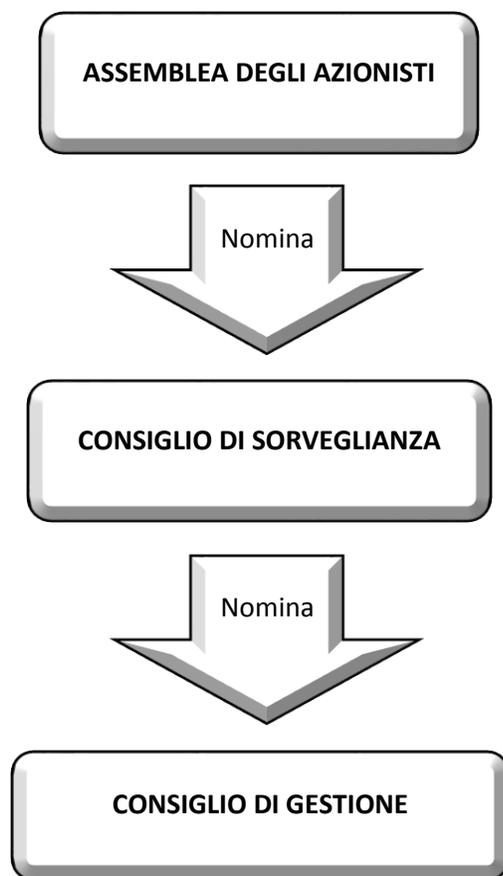
di comunicare, con una frequenza prestabilita, i fatti gestionali al consiglio di amministrazione e, soprattutto, ai membri non esecutivi che non hanno preso parte in prima persona alla gestione. A tutela di tutti gli *stakeholder*, i non esecutivi hanno anche il potere-dovere di raccogliere tutte le altre informazioni utili a poter verificare e monitorare la correttezza del governo aziendale²⁰.

Il modello dualistico, invece, si sviluppa su due livelli (*two-tier system*), ovvero si caratterizza per la presenza di due organi separati per l'amministrazione ed il controllo e, in base ai soggetti incaricati di nominare i due organi, distinguiamo un sistema verticale e uno orizzontale.

Il sistema dualistico verticale (figura 2), di stampo tedesco e sviluppato nella maggior parte dei paesi dell'Europa continentale (compresa l'Italia), prevede la nomina da parte dell'assemblea degli azionisti, dell'organo di monitoraggio, ovvero il Consiglio di Sorveglianza (*Supervisory Board*) che a sua volta nomina l'organo amministrativo, ovvero il Consiglio di Gestione (*Management Board*).

²⁰ Brondoni S.M, Gnechi F., *Managerial Corporate Governance Communication*, Symphonya. Emerging Issues in Management, n. 1, 2006

Figura 2. Modello dualistico verticale



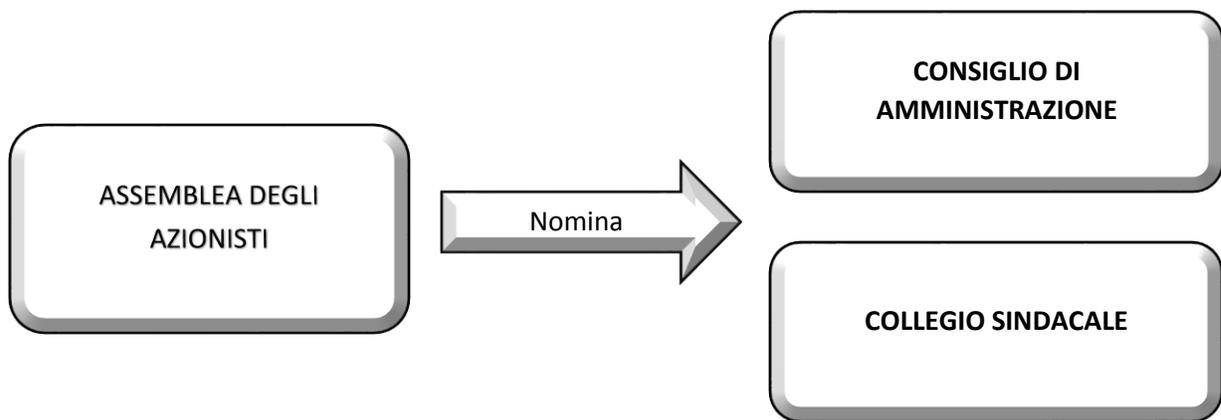
Fonte: elaborazione personale

Il modello orizzontale (figura 3), o dualistico ibrido, è quello tradizionale italiano e prevede che l'assemblea degli azionisti nomini entrambi gli organi di amministrazione e controllo. L'organo con le funzioni operative prende il nome di Consiglio di Amministrazione e l'organo di controllo è il Collegio Sindacale.

In entrambi i sistemi dualistici l'organo amministrativo si occupa della gestione strategica dell'impresa ed è composto da soggetti altamente specializzati; l'organo di controllo, invece, vigila sull'adeguatezza e trasparenza del sistema informativo e sulla corretta attuazione della gestione operativa. Il principio su cui si basa il corretto e imparziale monitoraggio della gestione d'impresa è rappresentato dall'incompatibilità delle cariche: non è possibile essere membri di

entrambi gli organi²¹. È importante precisare che nel sistema dualistico verticale l'organo di sorveglianza, ricopre un ruolo cardine detenendo competenze che gli altri modelli riservano solo all'assemblea. Infatti, Il Consiglio di Sorveglianza approva il bilancio d'esercizio nel caso in cui i soci non partecipano direttamente alla gestione o non sono dotati di competenze tecnico contabili adatte.²² Da ciò si evince come tali prerogative dell'organo di sorveglianza consentano controlli maggiormente stringenti e imparziali di quanto non avvenga nel sistema monistico; in quest'ultimo infatti, pur essendo richiesto il prerequisito di indipendenza dei non-*executives*, quest'ultimi risulteranno maggiormente flessibili nel monitorare l'organo di cui essi stessi sono membri; come si vedrà nel prossimo capitolo, tale eccessiva flessibilità registrata per lo più negli Stati Uniti, condurrà gli amministratori non esecutivi a definire meccanismi di remunerazione che soddisfino e non contrastino le richieste ed esigenze degli *executives*.

Figura 3. Modello dualistico orizzontale



Fonte: elaborazione personale

²¹ Salvioni M., *Corporate governance, controllo e trasparenza*, FrancoAngeli Edizioni, 2013

²² Cavaliere E., *Attività aziendale e processi produttivi*, Giappichelli, volume 1, 2010.

In conclusione, è lecito precisare che non esiste un modello migliore di un altro ma l'elemento che consente di attuare una corporate governance efficace è la flessibilità delle strutture di governo che consente ai paesi di optare in piena libertà tra i diversi modelli²³. In base alle esigenze di business delle singole imprese, quindi, è ammissibile la convivenza all'interno di uno stesso paese di modelli di governance alternativi e differenti. Nel prossimo capitolo verrà approfondito uno dei principali fattori che influenza le differenze sistematiche tra i paesi, ovvero il framework legale vigente e il relativo grado di protezione degli *shareholders*.

²³ Bosetti L., *Corporate Governance e mercati globali*, FrancoAngeli Edizioni, 2011

2. L'EXECUTIVE COMPENSATION

L'*executive compensation* fa riferimento all'insieme di tutte le forme e modalità di retribuzione dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche e, quindi più in generale, del top management di una società²⁴.

Data la forte influenza che i manager esercitano sulle strategie aziendali, è diffusa l'idea che i CEO stabiliscano autonomamente i propri compensi; ma nella maggior parte delle grandi imprese risulta istituito un comitato ad hoc che stabilisce livello e struttura dei compensi del top management. Esso è costituito da amministratori esterni (*outside directors*) ben consapevoli del conflitto di interessi che può venirsi a creare tra manager e azionisti, e che non hanno mai partecipato ai processi direttivi dell'impresa e, quindi, non hanno mai intrattenuto considerevoli relazioni professionali con i suoi dipendenti. Sebbene tutte le principali decisioni su compensi dei massimi dirigenti siano prese dal comitato in questione, è necessario precisare che i suoi componenti raramente compiono attività rilevanti come ad esempio la proposta di nuovi piani incentivanti o l'analisi dei compensi dei top manager delle imprese di settore, finalizzate a non fissare compensi divergenti dalla media; tali compiti sono generalmente svolti dal dipartimento delle risorse umane, in collaborazione con consulenti in materia e commercialisti²⁵.

Le iniziative e raccomandazioni, provenienti dal dipartimento risorse umane sono spesso riviste e approvate dai top *executives* dell'azienda prima di essere trasmesse al comitato, affinché quest'ultimo possa elaborare la struttura della remunerazione degli alti dirigenti; dopo diverse riflessioni il comitato invia le sue proposte sui compensi, al consiglio di amministrazione ai fini dell'approvazione. Il fatto che le proposte iniziali siano elaborate dal management e non dal

²⁴ Cutillo G., Fontana F., *Manuale di executive compensation e corporate governance*, FrancoAngeli Edizioni, 2015.

²⁵ Murphy J.K., *Executive Compensation*, Handbook of Labour economics, Vol. 3, 1999

comitato e che il CEO partecipa a tutte le riunioni del comitato, porta ad evidenziare quale sia l'effettivo ruolo del comitato di amministratori esterni in questione, ovvero quello di definire le strategie di remunerazione in base al gradimento dei dirigenti e dipendenti d'impresa, cercando sempre di evitare e contrastare la violazione degli interessi degli azionisti²⁶.

Anche per questa eccessiva flessibilità del comitato esterno nel regolare i processi di remunerazione, si assiste dopo la recente crisi finanziaria, che ha segnato il fallimento della corporate governance internazionale, ad una regolamentazione e vigilanza più rigide sui sistemi di remunerazione dei top manager. Ciò verrà trattato nel presente capitolo dopo aver illustrato le diverse strutture di remunerazione adottate dalle imprese nei framework legali di *Common law* e *Civil law*, e i principali fattori da cui esse risultano influenzate.

2.1 Le componenti dell'*executive compensation*

L'*executive compensation* generalmente assume la forma monetaria (*cash based*) o di strumenti finanziari (*equity based*) e ha lo scopo di costituire un package remunerativo che meglio si adatta alle politiche strategiche di un'impresa. A seconda della forma che assume, l'*executive compensation* si costituisce di tre componenti principali spesso combinate tra loro:

- Componente fissa: è rappresentata dal salario base che gli amministratori ricevono annualmente
- Componente variabile: è la componente più significativa della remunerazione dei top manager e si distingue in retribuzione di breve e medio-lungo termine in base a precisi risultati di performance aziendale.

²⁶ Ibidem.

- Altre componenti (benefit o clausole contrattuali accessorie): si tratta di benefici addizionali che l'impresa concede ai manager; la loro reale utilità spesso si esplica non direttamente, ma solamente dopo il loro utilizzo.

2.1.1 La componente fissa

La retribuzione fissa costituisce il livello minimo che l'organizzazione di riferimento attribuisce a un determinato soggetto coerentemente con la professionalità richiesta per il ruolo ricoperto e con il trascorso professionale. Tale componente retributiva ha il fine di ricompensare principalmente le competenze e l'esperienza richieste dal ruolo ricoperto (*pay for competence*), il potere decisionale previsto dal ruolo (*pay for job*) e le prestazioni realizzate, valutate attraverso sistemi di performance detti di *job evaluation*; questi ultimi assegnano un punteggio oggettivo al lavoro svolto dai manager in modo da valutare in modo equo il valore della loro posizione all'interno dell'organizzazione²⁷.

I manager tendono a prestare molta attenzione a tale componente fissa non solo perché è priva di rischi, ma soprattutto perché il salario è strettamente correlato con la retribuzione variabile (*performance based*); ne costituisce il benchmark di riferimento per determinare quei compensi aggiuntivi relativi agli obiettivi conseguiti. A tal proposito bisogna considerare che gli azionisti potrebbero essere contrari ad una bassa remunerazione se confrontata con la componente variabile, poiché questo potrebbe tradursi in una preferenza per orientamenti e performance di breve periodo piuttosto che per la sostenibilità di lungo periodo dell'impresa²⁸.

²⁷ Cutillo G., Fontana F., *Manuale di executive compensation e corporate governance*, FrancoAngeli Edizioni, 2015.

²⁸ Artiaco M., *Remunerazione degli amministratori e corporate governance: nuovi paradigmi dopo la crisi finanziaria*, FrancoAngeli Edizioni, 2013

Da ciò si deduce che fissando un valore sufficientemente alto per i salari di base, gli amministratori esecutivi sarebbero meno propensi a perseguire obiettivi meramente opportunistici e quindi gli azionisti vedrebbero significativamente ridotto il rischio di compromettere le performance aziendali di medio lungo termine.

2.1.2 La componente variabile

La retribuzione variabile rappresenta la componente dominante degli schemi di remunerazione utilizzati dalle imprese dato che è erogata in relazione al raggiungimento di obiettivi di breve o medio lungo termine, con l'obiettivo di allineare gli interessi della proprietà (l'azionista) con quelli delle risorse che gestiscono la società (i manager). La prima grande differenza di fondo con la componente fissa è quindi, che la retribuzione variabile non premia lo sforzo ma il risultato²⁹.

In base all'orizzonte temporale considerato si distinguono piani di incentivazione di breve termine (*short term incentives*) da piani di lungo termine (*long term incentives*). I primi premiano le performance individuali perseguite entro un arco temporale minore o uguale ad un anno; i secondi premiano il raggiungimento di precisi obiettivi su orizzonti di almeno tre anni, orientati maggiormente a motivare e trattenere i migliori dipendenti della società. A tal proposito, in base ai destinatari, la remunerazione variabile può coinvolgere la collettività dei dipendenti (si parlerà di *broad based schemes*) o una categoria di persone altamente qualificate (si parlerà di *narrow based schemes*). Tradizionalmente gli incentivi di breve termine sono erogati sotto forma liquida

²⁹ HR online – AIDP, a cura della redazione, *la retribuzione variabile del top management*, <<http://www.aidp.it/riviste/articolo.php?idn=147&ida=1181>>, 2009.

(*cash*), mentre i piani di medio-lungo termine attraverso strumenti azionari (*equity*). L'origine di tale distinzione risiede nel fatto che i bonus monetari sono pensati maggiormente per massimizzare alcuni indicatori di performance aziendali indipendentemente dalla sostenibilità nel tempo dell'attività aziendale; la distribuzione di *equity*, invece, si basa sulla logica secondo cui debba essere il mercato a valutare in modo indiretto l'operato del management, il quale risulta indotto a prendere decisioni strategiche più lungimiranti. Tuttavia, tale distinzione risulta oggi sempre meno netta, dato che si riscontrano politiche retributive sempre più variegate e sofisticate che puntano su un equo mix di remunerazioni azionarie e liquide³⁰.

2.1.2.1 La remunerazione variabile di breve termine

Gli incentivi di breve termine premiano le prestazioni individuali che hanno portato ad un significativo miglioramento delle performance aziendali alla fine dell'anno amministrativo.

Tra i piani a breve termine rientra il *management by objectives* (MBO), che prevede l'erogazione di un bonus annuale, ovvero di una somma *cash* aggiuntiva alla componente fissa, legata alla realizzazione di un prestabilito obiettivo di breve periodo. Da qui l'esigenza di prestare attenzione nel definire in modo equo chiaro e motivante gli obiettivi, poiché un'eccessiva focalizzazione su un'ottica di breve periodo potrebbe far perdere di vista gli scopi finali da raggiungere nel lungo periodo, che l'impresa ha fissato all'inizio del suo ciclo economico. L'identificazione degli obiettivi è quindi la fase principale e più complessa di un piano MBO, in quanto una progettazione non realizzabile per l'impresa conduce ad un aumento significativo dei costi e alla demotivazione

³⁰ Cuttillo G., Fontana F., *Manuale di executive compensation e corporate governance*, FrancoAngeli Edizioni, 2015.

dei dipendenti³¹. Fissati gli obiettivi, risulta fondamentale stabilire la struttura dei bonus annuali che possono essere classificati in base a tre fattori principali³²:

- Gli indicatori e le misure di performance utilizzati
- Gli standard di performance considerati
- La relazione tra remunerazioni e performance

L'erogazione dei bonus *cash* annuali è nella maggior parte dei casi collegato a indicatori e misure di performance di tipo contabile reddituale come l'EBIT (*earnings before interests and taxes*) o l'EVA (*Economic value added*). Quest'ultimo risulta essere l'indicatore maggiormente correlato al valore di un'impresa su un orizzonte di breve termine; a differenza dell'EBIT che è semplicemente il reddito operativo al lordo degli oneri tributari, l'EVA tiene conto dei rischi assunti dal management e valuta le capacità manageriali in termine di nuovo valore creato, esprimendo l'abilità di generare una ricchezza maggiore rispetto al capitale investito³³. Si tratta quindi di una misura in moneta maggiormente prudentiale che meglio rappresenta il valore incrementale creato dai manager.

Per quanto riguarda gli standard di performance è possibile individuarne diverse tipologie³⁴:

- *Cost of capital standard*: la performance è misurata in base al costo del capitale della società, come nel caso di bonus basato sull'EVA.

³¹ Murphy J.K., *Executive Compensation*, Handbook of Labour economics, Vol, 3, 1999

³² Cutillo G., Fontana F., *Manuale di executive compensation e corporate governance*, FrancoAngeli Edizioni, 2015

³³ L'EVA è stato elaborato dalla società di consulenza finanziaria Stern Stewart & Company. $EVA = NOPAT - (Capital * WACC)$ dove:

- NOPAT (*Net Operating Profits After Taxes*): reddito operativo al netto degli oneri fiscali
- Capital : capitale globalmente investito
- WACC: Costo medio ponderato del capitale ($rE * \frac{D}{(D+V)} + rD * (1-tax) * \frac{E}{(D+V)}$, dove rD e rE sono rispettivamente il costo del capitale di debito e di rischio, D è il debito, E è l'*equity*, T è l'aliquota d'imposta).

Un valore positivo dell'EVA sta a significare che è stato creato ricchezza, mentre un risultato negativo implica che è stato distrutto valore (Desai A., Ferri F., *Understanding EVA*, Harvard Business School, 2006).

³⁴ Murphy J.K., *Executive Compensation*, Handbook of Labour economics, Vol, 3, 1999

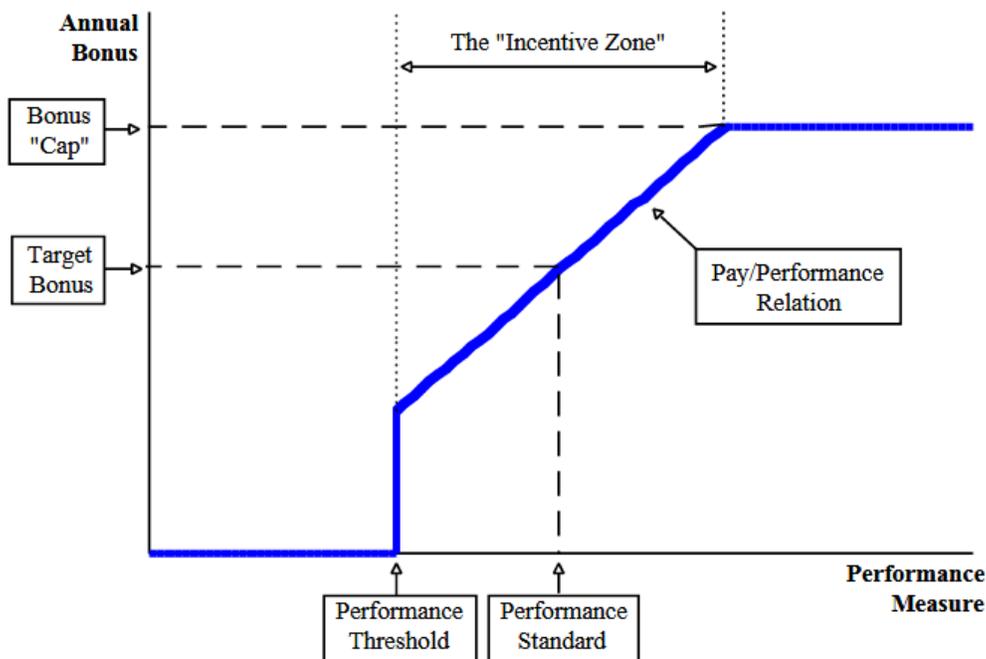
- *Peer group standard*: la performance è misurata in base allo standard delle imprese dello stesso settore.
- *Discretionary standard*: la performance è misurata in base a standard decisi dal consiglio di amministrazione.
- *Budget standard*: la performance è misurata in base ai budget annuali della società.

Il carattere fondamentale della relazione tra remunerazione e performance aziendali è spiegato dalla figura 4 che illustra il funzionamento dei bonus annuali. Questi ultimi non vengono erogati finché non si raggiunge una determinata soglia (*threshold*) di risultato operativo, fissata in base a un prestabilito standard di performance; una volta raggiunta tale soglia, gli amministratori ricevono una percentuale del bonus target, che verrà interamente distribuito una volta raggiunto il livello di performance prefissato dalla società. Il bonus target si trova a metà della zona incentivante, ovvero nell'area compresa tra performance soglia e bonus cap (il bonus massimo conseguibile) dove si riscontra un rapporto positivo tra performance e bonus erogato: al migliorare delle performance la retribuzione variabile aumenta.

In definitiva è lecito precisare che sebbene i piani di bonus annuali possano limitare i problemi di agenzia tra manager e azionisti grazie alla positiva correlazione tra remunerazioni e performance, è pure vero che possono presentare alcuni svantaggi. Prima di tutto infatti, il top management spesso riceve bonus significativamente elevati che demotivano gli altri *executives* che rivestono un ruolo comunque fondamentale nella gestione operativa; inoltre tali piani di incentivazione devono essere soggetti a continua revisione in modo da fronteggiare non solo cattive performance giudicate immeritevoli di essere premiate, ma anche eventuali shock e cambiamenti delle condizioni del mercato³⁵.

³⁵ Cutillo G., Fontana F., *Manuale di executive compensation e corporate governance*, FrancoAngeli Edizioni, 2015.

Figura 4. Il funzionamento dei piani di bonus annuali



Fonte: Murphy J.K., *Executive Compensation*, Handbook of Labour economics, Vol. 3, 1999

2.1.2.2 La remunerazione variabile di lungo termine

I compensi di lungo termine sono una componente della remunerazione variabile di tipo *narrow based* piuttosto che *broad based*, dato che sono maggiormente orientati ai top e middle manager di impresa, i quali dispongono delle competenze necessarie per perseguire ed influenzare gli obiettivi di lungo periodo prefissati. Le finalità di tale package retributivo sono molteplici³⁶:

- Allineare gli interessi del management con quelli della proprietà, riducendo comportamenti opportunistici dei primi a danno dei secondi.

³⁶ Jensen C., Murphy J., *Performance Pay and Top-Management Incentives*, Journal of Political Economy, vol.98., 1990.

- Trattenere e motivare le personalità con un ruolo chiave all' interno dell'impresa; la maggior parte dei premi di lungo periodo non viene corrisposta se il manager si licenzia prima della loro maturazione.
- Creare senso di appartenenza, ovvero incentivare la cooperazione aziendale per il raggiungimento di obiettivi nell'interesse comune dell'intera impresa.

Tra i principali sistemi di premiazione di medio lungo periodo si annoverano i piani di *stock option* (*employee or executive stock option plans*), che rappresentano gli strumenti maggiormente messi in discussione dopo la crisi finanziaria perché accusati di innescare fenomeni dannosi per la vita dell'impresa, come la massimizzazione eccessiva del prezzo delle azioni societarie e comportamenti fortemente speculativi da parte dei manager. Si tratta di opzioni scritte sulle azioni di una società, che la società assegna a tutti i suoi dipendenti, ma preferenzialmente solo all'alta dirigenza e ai manager³⁷. Tali piani possono essere formulati in diverse formule, ad esempio il prezzo di esercizio delle *stock option* può essere indicizzato all'andamento di uno specifico mercato oppure le opzioni possono essere assegnate solo dopo il raggiungimento di prefissati livelli di performance; sebbene esista questa libertà nel configurare i piani di *stock option*, quest'ultimi presentano dei caratteri comuni che li contraddistinguono. Prima di tutto si configurano come opzioni call, ovvero gli assegnatari hanno la facoltà di acquistare le quote azionarie della società ad un prezzo prefissato, e qualora il prezzo dovesse salire, possono lucrare sulla differenza; in particolare il payoff della call a scadenza è espresso dalla seguente notazione:

$$C = \text{MAX} (S - K, 0)$$

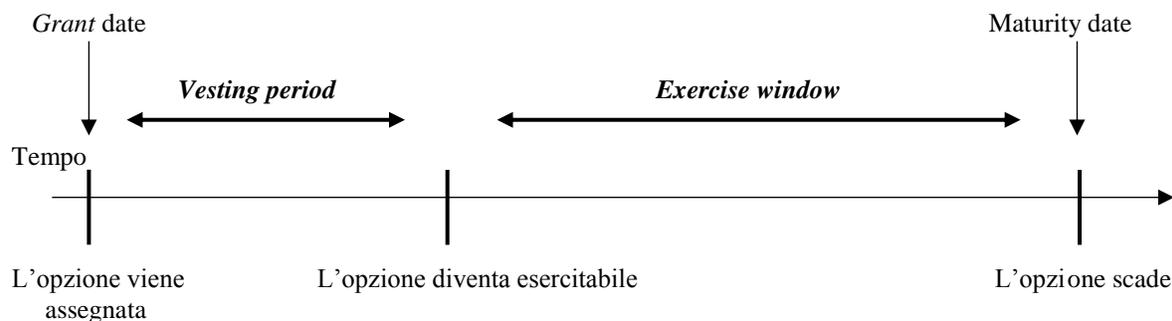
³⁷ La società di consulenza Ernst & Young ha condotto nel 2014 un sondaggio a livello mondiale su come le imprese gestiscono i propri piani di *stock option*. È emerso che le società che fornivano *stock option* a tutti i dipendenti erano solo il 13% del totale, mentre il restante 87% forniva piani *equity based* solamente ai dipendenti che ricoprono un ruolo chiave e cruciale all'interno di un'organizzazione (*selective employees*), ovvero i membri dell'esecutivo. I piani di *stock option* di tipo *broad-based* risultano maggiormente utilizzati nelle start-up, in cui la società potrebbe non essere in grado di retribuire in modo adeguato i suoi dipendenti. (Ernst & Young, *Global Share Plan Survey: the results*, 2014).

Ovvero il valore dell'opzione è il massimo tra la differenza tra il prezzo dell'azione a scadenza (S) e il prezzo di esercizio (K) a scadenza e zero: l'opzione ha valore positivo solo se il prezzo a scadenza è maggiore del prezzo di esercizio (*in the money*), nel caso opposto l'opzione non ha valore (*out of the money*). Inoltre, le *stock option* scadono generalmente dopo 10 o 15 anni e molto spesso il prezzo di esercizio è uguale al prezzo corrente dell'azione alla data di assegnazione (*grant date*), quindi le opzioni sono inizialmente *at the money*. Si differenziano dalle tradizionali opzioni call per diversi aspetti³⁸:

- È previsto un periodo di vestizione (*vesting period*), la cui durata è di almeno tre anni, durante il quale le opzioni non possono essere esercitate. (figura 5)
- È previsto ovviamente un periodo di esercizio (*exercise window*), immediatamente successivo al *vesting period*; ha generalmente una durata di 5 anni e si protrae fino alla scadenza dell'opzione (*maturity date*). (Figura 5)
- Nel caso l'assegnatario lasci l'impresa nel *vesting period*, sarà costretto all'abbandono (*forfeitng*) dell'opzione; nel caso invece lasci la società dopo il periodo di vestizione, deve esercitare quasi immediatamente le opzioni che sono *in the money* e abbandonare e non esercitare quelle *out of the money*
- Le opzioni non possono essere cedute a terzi. Per tale motivo le *executive stock options* tendono a essere esercitate prima delle tradizionali opzioni negoziate nei mercati o in borsa; se i dirigenti vogliono monetizzare il valore delle opzioni, sono obbligati ad esercitarle e vendere le azioni sottostanti.
- Dopo l'esercizio delle *stock option*, la società emette nuove azioni che vengono consegnate in cambio del prezzo di esercizio.

³⁸ Hull J., *opzioni futures e altri derivati*, Pearson, 2015.

Figura 5. Orizzonte temporale delle *stock option*



Fonte: elaborazione personale

La determinazione del prezzo di esercizio risulta essere una problematica significativa dato che un prezzo troppo alto in un mercato in crescita rischia di premiare performance non soddisfacenti, mentre un prezzo significativamente basso demotiva il personale. Per evitare che si perda la forte correlazione tra performance aziendali e incentivi si ricorre spesso a due strumenti: le *indexed stock option* e le *premium price stock option*. Le prime si basano su un continuo aggiornamento dei prezzi agganciati all'andamento di alcuni indici del mercato azionario; di conseguenza solo se il prezzo dell'azione eccede la performance del benchmark utilizzato si avrà convenienza ad esercitare l'opzione e non sarà possibile lucrare su inaspettati andamenti positivi del mercato azionario; le *premium price stock option* si basano invece, sull'ipotesi di un mercato rialzista, il prezzo di esercizio viene quindi aumentato di un livello prefissato per l'intero periodo di esercizio³⁹.

Un ulteriore aspetto dibattuto è rappresentato dalla valutazione e rilevazione contabile delle *stock option*. Quest'ultime rappresentano sicuramente un beneficio per i manager, ma anche un costo per gli azionisti e la società, al pari di qualsiasi altra forma di remunerazione; ma la maggior parte

³⁹ Johnson A., Tian S., *The value and incentive effects of nontraditional executive stock option plans*, Journal of Financial Economics, Vol. 57, 2000.

dei manager è convinta che essendo le opzioni emesse dalla società inizialmente *at the money*, non dovrebbero essere iscritte a bilancio come spese dato che il loro valore intrinseco ($S - K$) è pari zero⁴⁰. Questa convinzione ha causato scandali e crac societari nei primi anni del 2000 (il crac Enron⁴¹ ne è un esempio), e ha portato, nel 2004, lo IASB⁴² (*International Accounting Standards Board*) e il FASB⁴³ (*Financial Accounting Standards Board*) a rendere obbligatorio l'iscrizione a bilancio delle *stock option* in base al loro *fair value*. Per effetto di tale presa di posizione, si evince che le *stock option* debbano essere valutate allo stesso modo degli altri derivati negoziati dalla società, ovvero alla data di assegnazione, e il loro valore deve essere iscritto nelle componenti negative di reddito dell'esercizio in cui vengono assegnate.

Il tutto risulterebbe semplice se non fosse che, come già detto, le *executive stock option* a differenza delle tradizionali opzioni finanziarie, non sono scambiate sui mercati, quindi non esiste un prezzo di mercato da utilizzare come riferimento per il calcolo del *fair value*: ciò rende particolarmente delicato e complicato ricondurre il calcolo del *fair value* ad un valore attendibile. In merito, gli standard contabili internazionali, lo IAS/IFRS 2 e il FAS 123, concedono alle società una relativa libertà e discrezionalità nello scegliere il metodo di valutazione il più coerente e compatibile possibile con i propri piani di *stock option*; tra i principali metodi di pricing

⁴⁰ Jensen M. et al., *Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, what are the Problems, and How to Fix Them*, Finance Working Paper No. 44, SSRN, 2004

⁴¹ Negli anni Novanta e fino al suo fallimento nel 2001, Enron era una delle multinazionali operante nel campo dell'energia, di maggior successo e redditività. Si scoprì che la maggior parte degli utili dichiarati nel 2000 erano frutto di manipolazioni contabili da parte dei manager. Enron prendeva a prestito denaro vendendo attività a prezzi maggiorati a ad altre società (in molti casi create da Enron stessa), con la promessa di riacquistarle in futuro ad un prezzo superiore; il denaro preso a prestito veniva registrato come ricavo e le promesse di riacquisto venivano nascoste con artifici contabili. (De Marzo P., Berk J., *Finanza Aziendale 1*, Pearson Edition, 2015).

⁴² Lo IASB è l'organismo responsabile dell'emanazione dei principi contabili internazionali (IFRS); sono seguiti da ben 125 giurisdizioni, tra cui i paesi europei, Canada, Messico e Australia (<http://www.ifrs.org/about-us/>).

⁴³ Il FASB è un organismo non governativo statunitense con il compito di emanare gli standard contabili che le imprese statunitensi e le aziende intenzionate a quotarsi sul mercato statunitense, sono tenute a rispettare nel redigere il bilancio di esercizio (<http://www.fasb.org/facts/>).

ammissibili viene indicato, e merita sicuramente un approfondimento, il modello di Black e Scholes⁴⁴.

Il modello in questione ha fornito un contributo significativo all'economia dato che permette di calcolare in modo accurato il prezzo di un'opzione. In particolare, consente di andare oltre il valore intrinseco di un'opzione e catturare il suo valore temporale, ovvero la probabilità che l'opzione diventi *in the money* prima della scadenza; il prezzo dipende dalla vita attesa dell'opzione e dalla volatilità dell'azione sottostante.

Le principali assunzioni del modello sono⁴⁵:

- L'azione non paga dividendi
- La call deve essere europea, ovvero esercitabile solo a scadenza; dato che non vengono pagati dividendi non risulterà conveniente esercitare anticipatamente le opzioni americane (opzioni esercitabili in qualunque momento). Di conseguenza il modello è estendibile anche alle call americane che non pagano dividendi e avranno quindi lo stesso prezzo delle corrispondenti europee.
- Non ci sono costi di transazione per l'acquisto o vendita di opzioni
- Il tasso di interesse è privo di rischio e uguale per tutte le scadenze
- Il prezzo dell'azione si distribuisce in modo normale, ovvero con media nulla e deviazione standard pari a 1.

⁴⁴ “...For example, expected early exercise could be taken into account by using an estimate of the option’s expected life (which, for an employee share option, is the period of time from grant date to the date on which the option is expected to be exercised) as an input into an option pricing model (eg. the Black-Scholes-Merton formula). Alternatively, expected early exercise could be modelled in a binomial or similar option pricing model that uses contractual life as an input...”. (IAS/IFRS 2 – Share-based payment, Appendix B17, 2004).

“...A lattice model (for example, a binomial model) and a closed-form model (for example, the Black-Scholes-Merton formula) are among the valuation techniques that meet the criteria required by this Statement for estimating the fair values of employee share options and similar instruments...”. (FASB, FAS 123 (Revised 2004): Accounting for Stock-Based Compensation, Appendix A13, 2004).

⁴⁵ Hull J., *opzioni futures e altri derivati*, Pearson, 2015

La formula utilizzata è la seguente⁴⁶:

$$C = S * N(d_1) - K * N(d_2) e^{-rT}$$

S = Prezzo corrente dell'azione

K = Prezzo di esercizio

r = tasso privo di rischio

T = vita residua dell'azione

N(d) è la probabilità che una variabile a distribuzione normale si minore di d:

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + T\left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)}{\sigma\sqrt{T}}$$

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

In particolare, $N(d_2)$ è la probabilità che la call venga esercitata e $N(d_1)$ rappresenta la frazione di un aumento del prezzo corrente dell'azione sottostante che si rifletterà in un aumento del valore della call⁴⁷. Ne deriva che il valore della call sarà più alto quanto più basso sarà il prezzo di esercizio e quanto più alto sarà il prezzo corrente dell'azione.

Il parametro σ rappresenta la volatilità del prezzo dell'azione, ovvero il suo tasso di variazione, stimata in base a osservazioni storiche relative ai diversi anni; un aumento della volatilità implica un aumento del valore della call e quindi della probabilità che le performance aziendali siano soddisfacenti.

Tutti i fattori appena citati devono essere attentamente considerati in sede di valutazione delle *stock option*, dato che quest'ultime hanno caratteri di specificità (come la presenza di un *vesting period*, l'impossibilità di non essere negoziate e l'elevata esposizione al rischio degli assegnatari

⁴⁶ Ibidem.

⁴⁷ Bulow, J. and Shoven J., *Accounting for Stock Options*, Working Paper, SSRN, 2004

i quali avranno convenienza ad esercitare le opzioni prima della scadenza) che potrebbero comportare per molte entità l'impossibilità di adottare la formula di Black e Scholes⁴⁸; quest'ultima non offre la possibilità di esercitare l'opzione prima della scadenza e può non riflettere adeguatamente gli effetti dell'esercizio anticipato atteso. Il modello può essere applicato senza distorsioni e sovrastime solo in corrispondenza di opzioni con scadenze contrattuali relativamente brevi in cui gli effetti dei fattori tipici delle *stock option* diventano trascurabili⁴⁹. È di ovvia deduzione, quindi, che considerando i caratteri tipici delle *stock option*, il valore di un'opzione risulta sicuramente ridotto utilizzando il modello di Black e Scholes; ciò ha portato all'elaborazione di diverse varianti del modello, che meglio si adattino allo specifico piano di *stock option* di un'impresa.

Un'ulteriore aspetto da considerare è l'effetto diluizione delle *stock option* sul patrimonio della società⁵⁰; si realizza quando le *stock option* vengono esercitate provocando una riduzione dell'*earning per share* (Utili netti/azioni emesse), ovvero gli utili devono essere corretti per le nuove azioni emesse ai dirigenti. La diluizione è causata dal fatto che le azioni vengono cedute ad un prezzo minore di quello di mercato proprio perché si è scelto di esercitare le opzioni.

Tale effetto potrebbe essere considerato correggendo uno degli input della formula di Black e Scholes, ovvero il prezzo corrente dell'azione:⁵¹

$$\text{Adjusted stock price} = \text{current stock price} \left(\frac{n_{\text{shares outstanding}}}{n_{\text{shares outstanding}} + n_{\text{options}}} \right)$$

Con:

⁴⁸ I detentori di *stock option* infatti legano il loro patrimonio alla variazione di valore di un solo titolo azionario. L'esposizione al rischio è quindi molto più elevata rispetto a quella di un portafoglio diversificato; ciò induce loro un atteggiamento di avversione al rischio. (Johnson, A., Tian S., *Indexed executive stock options*. Journal of financial economics, Vol 57, 2000)

⁴⁹ IAS/IFRS 2, *share-based payment*, appendix B, paragraph 5, 2004.

⁵⁰ IAS/IFRS 2, *share-based payment*, appendix B, paragraph 41, 2004.

⁵¹ Damodaran, A., *Employee Stock Options (ESOPs) and Restricted Stock: Valuation Effects and Consequences*, Working paper, SSRN, 2005.

- $n_{options}$ = numero azioni sottostanti il contratto di opzione.
- n_{shares} = numero azioni emesse.

È evidente che tale rettifica porta non solo ad una riduzione del prezzo dell'azione corrente ma anche soprattutto alla diminuzione del valore dell'opzione.

È opportuno precisare che tale effetto viene incorporato nella formula di Black e Scholes pur verificandosi solo al momento dell'esercizio, dato che appena il piano di *stock option* viene comunicato al mercato, quest'ultimo già formula le proprie aspettative sulla futura diluizione in caso di esercizio e i prezzi di mercato rifletteranno immediatamente queste aspettative⁵².

Per far fronte ai problemi derivanti dalla diluizione si sono sviluppati piani di remunerazione a medio lungo termine definiti come *non option stock plans*, piani che non danno il diritto di acquistare azioni, ma attribuiscono premi costituiti da *cash* o da gratuite assegnazioni azionarie⁵³:

- *Restricted stock grant*. Consistono nell'assegnare azioni ai dirigenti, gradualmente o in unico istante e possono essere negoziate solo dopo che è trascorso un periodo prefissato (*restricted period*) di obbligatoria permanenza nell'impresa. Maggiore è la probabilità che i dirigenti lascino l'impresa, minore sarà il valore della *restricted stock*. È evidente come questo strumento tenti di accentuare le finalità delle remunerazioni di medio lungo termine, ovvero allineare gli interessi di soci e manager, motivando quest'ultimi a porre il massimo impegno nel perseguire i progetti che incrementino il valore di mercato dell'impresa e a non assumere comportamenti opportunistici a danno della società. Inoltre, le *restricted stock* tentano maggiormente di trattenere le personalità chiave all'interno della società, dato che nel maggiore dei casi devono essere abbandonate nel caso i dirigenti decidano di terminare la loro attività durante il *restricted period*.

⁵² Hull J., *opzioni futures e altri derivati*, Pearson, 2015.

⁵³ Damodaran A., *Employee Stock Options (ESOPs) and Restricted Stock: Valuation Effects and Consequences*, Working paper, SSRN, 2005

- *Performance shares*. Si tratta di piani che prevedono l'assegnazione gratuita o a prezzo scontato di azioni che possono essere negoziate solo se vengono raggiunti prefissati target in termini di performance aziendali.
- *Phantom stocks/stock appreciation rights (SARs)*. Si tratta di strumenti *equity-linked*, ovvero simulano il payoff di un tradizionale piano di *stock option*, rispecchiando i suoi meccanismi di funzionamento, ma le azioni sono solamente virtuali: l'impresa deposita ipotetiche azioni nei conti dei dirigenti e solo dopo un prefissato periodo di permanenza nell'impresa le azioni diventano effettive; ciò le rende molto simili alle *restricted stock*, ma la peculiarità risiede nel fatto che la remunerazione avverrà sotto forma di un bonus *cash* parametrato all'andamento del valore delle azione societarie.

In particolare, verrà corrisposto un valore differenziale, equivalente alla differenza tra il valore azionario al momento dell'assegnazione e il suo valore al momento dell'esercizio⁵⁴.

La natura di questi ultimi strumenti, in particolare le *performance share* e le *restricted stock*, evidenziano come i manager trarrebbero maggiori benefici dai piani di *stock option*. Relativamente a questi ultimi infatti, il *down side risk* (rischio di perdita di valore) è praticamente nullo: se le azioni “vanno bene” anche le *stock option* “vanno bene” e quindi gli azionisti perseguono utili e i manager vengono pagati per la loro soddisfacente performance; ma in caso contrario, gli azionisti perdono denaro e i manager semplicemente non realizzano utili, abbandonano l'opzione e non subiscono perdite. Con la mera assegnazione di azioni, invece, i profitti e le perdite dei manager rispecchiano i profitti e le perdite degli azionisti, in caso di riduzione di valore delle azioni entrambi subiscono perdite⁵⁵.

⁵⁴ Cutillo G., Fontana F., *Manuale di executive compensation e corporate governance*, FrancoAngeli Edizioni, 2015.

⁵⁵ Hull J., *opzioni futures e altri derivati*, Pearson, 2015

La natura asimmetrica del payoff delle azioni appena descritta incentiva i dirigenti e il top management a prendere decisioni rischiose che altrimenti non assumerebbe, dato che traggono benefici dall'*upside risk*, ovvero dall'aumento della volatilità, (come già spiegato nella presentazione del modello di Black e Scholes): maggiore sarà il rischio preso, maggiore sarà il potenziale guadagno. Al contrario, nel caso di assegnazione diretta di azioni, i manager sono completamente esposti alle fluttuazioni del titolo azionario, e quindi anche al *down side risk*: avendo molto da perdere tendono a preferire scelte più conservative e avverse al rischio⁵⁶.

2.1.3 Le altre componenti dell'*executive compensation*

Il pacchetto retributivo utilizzato dalle società per remunerare e motivare i propri manager comprende due ulteriori componenti fondamentali che sono state oggetto di profonda regolamentazione dopo la recente crisi finanziaria: I benefit e le indennità di fine rapporto.

Generalmente per benefit si intendono tutte quelle componenti non erogate per cassa e posso essere distinti in tradizionali e non tradizionali (*perquisites*)⁵⁷.

I primi fanno riferimento agli aspetti previdenziali e relativi al rischio della vita umana, ovvero i classici fondi pensione, i piani di rimborso delle spese sanitarie e le coperture assicurative del rischio di decesso e invalidità. Da questi benefici di base, regolarmente garantiti all'intera collettività dei dipendenti di un'impresa, si distinguono i *perquisites*, riconosciuti solamente ai top manager e parametrati in base alla posizione di prestigio che quest'ultimi occupano all'interno della società. Tra tali benefici si possono annoverare la classica automobile aziendale,

⁵⁶ Sanders W., *Behavioral responses of CEOs to stock ownership and stock option pay*, Academy of Management Journal, Vol 44, 2001.

⁵⁷ Bozzi S., *La remunerazione manageriale. Lezioni dalla crisi e proposte di riforma*, FrancoAngeli Edizioni, 2011

I 'autista personale, elicotteri e jet privati: appare evidente come il loro scopo sia quello di trattenere all'interno dell'impresa le personalità chiave, con il rischio che i manager ne approfittino per assumere comportamenti opportunistici e porre in essere performance non soddisfacenti⁵⁸;

La problematica descritta risulta significativamente accentuata con l'erogazione delle indennità di fine rapporto, i cosiddetti *golden parachute*, facenti riferimento a precise e speciali clausole inserite nel contratto di lavoro degli alti dirigenti di impresa, che prevedono una liquidazione molto elevata in caso di uscita dalla società, incentivando quindi i manager a prendere decisioni maggiormente rischiose.⁵⁹

L'erogazione delle indennità in questione è generalmente stabilita ex-ante alla stipula del contratto lavorativo e assume tradizionalmente la forma di *change in control payment*, ovvero viene corrisposta in caso di acquisizione esterna della società.⁶⁰ Può avere natura monetaria o essere corrisposta attraverso *stock option*; nel primo caso la liquidazione è solita equivalere a massimo tre volte il salario base dei dirigenti e più precisamente sarà tanto maggiore quanto minore sarà la probabilità di *takeover*, assumendo quindi la forma di premio che l'impresa corrisponde ai suoi manager per la loro soddisfacente performance. I piani di indennità non monetari, invece, prevedono la possibilità di esercitare anticipatamente le *stock option*, (anche in pieno *vesting period*) in occasione dell'eventuale trasferimento del controllo della società. Viene

⁵⁸ Yermach D., *Flights of fancy: Corporate jets, CEO perquisites, and inferior shareholder returns*, Journal of financial economics, Vol. 80, 2004

⁵⁹ "...golden parachute arrangements that generate large payouts to terminated staff that are not sensitive to performance or risk are prudentially unsound. Such arrangements create a "heads I win, tails I still win" approach to risk, which encourages more risk taking than would likely be preferred by the firm's shareholders or creditors...". (Financial Stability Board, *Principles for Sound Compensation Practices*, Principles 4-7: Effective alignment of compensation with prudent risk taking, 2009).

⁶⁰ "One of the first to create widespread outcry was the severance package of William Agee, then CEO of Bendix, who upon his departure in 1983 due to his diminished role after losing a takeover battle, received about \$4 million (or closer to \$10 million in today's dollars), while the combined severance payments to all Bendix executives amounted to roughly \$16 million dollars". (PEER F., *A short history of golden parachutes*, Harvard Business Review, 2006).

offerto ai dirigenti un possibile guadagno che compensi le perdite connesse al loro rimpiazzamento in seguito all'acquisizione dell'impresa⁶¹.

Risulta evidente come i *golden parachute* ostacolino eventuali scalate ostili e quindi la cessione del controllo della società, dato che contribuiscono a rendere tale cessione alquanto onerosa per i potenziali acquirenti che si troverebbero a fronteggiare una significativa diluizione del capitale sociale. Ma è anche vero che il carattere ingente delle buonuscite *cash* e il tipico payoff asimmetrico delle *stock option* possono incentivare i dirigenti a favorire la cessione della società, anche se ciò non rientri negli interessi degli azionisti; potrebbero infatti appositamente ridurre il valore azionario dell'impresa per mezzo di performance scadenti, in modo da renderla maggiormente appetibile per eventuali acquisizioni⁶².

È quindi evidente che il rischio di un non equo utilizzo dei *golden parachutes* conduca al deterioramento del legame tra compensi e performance, dato che la prospettiva di conseguire elevate indennità disincentiva i dirigenti a condurre gestioni in linea con la crescita aziendale di lungo periodo, andando a pregiudicare il corretto funzionamento del sistema di remunerazione d'impresa.

Tutti i benefici descritti nel seguente paragrafo vengono comunemente fatti rientrare nella categoria delle remunerazioni invisibili (*Stealth compensation*), sia perché si tratta di valori futuri corrisposti solo a specifiche condizioni e quindi difficili da valutare e convertire in valori annui e sia perché solitamente non vengono resi pubblici in quanto gli *executives* ne beneficeranno quando non saranno più alle dipendenze dell'azienda.⁶³

⁶¹ Eliezer M. et al., *On the Importance of Golden Parachutes*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 48, 2014.

⁶² "...firms with low *stock* performance have an increased likelihood of takeover...". Powell R., *modelling takeover likelihood*, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 24, 2003

⁶³ Bebchuk L., Fried J., *Pay without Performance, The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, Part II: Power and Pay*, Harvard working paper, 2004.

Appare evidente come i *golden parachute* e i benefit in generale necessitano di una efficace disciplina capace di garantirne l'aggiustamento ai rischi e un'equa relazione alle performance; ed in effetti dopo la recente crisi finanziaria saranno oggetto di profonda regolamentazione, che verrà approfondita nell'ultimo paragrafo del capitolo, sia in ambito europeo che internazionale.

2.2 L'*executive compensation* nei diversi sistemi legali (*Common Law* e *Civil Law*)

A partire dagli anni '80, il livello dei compensi degli *executives* è significativamente incrementato, grazie ad un trend rialzista e ad una sopravvalutazione senza precedenti dei principali mercati finanziari, che hanno condotto ad un prodigioso aumento dei prezzi azionari. Alla base di tale evento c'era l'ipotesi secondo cui compensi elevati avrebbero allineato gli interessi degli amministratori e degli azionisti⁶⁴.

Secondo tale assunto, la remunerazione risultava connessa alla variazione dei prezzi delle azioni e gli amministratori avrebbero preso decisioni strategiche con l'unico scopo di incrementare il valore delle opzioni della società gestita. Ciò ha portato allo sviluppo di un'ampia letteratura e di numerosi studi empirici tesi a verificare ed indagare l'effettiva relazione esistente tra compensi e performance aziendali, intese come variazione positiva del prezzo delle azioni delle imprese quotate; si tratta di un fenomeno originariamente di matrice americana e nel corso degli anni successivi esportato in Europa. La situazione appena descritta ha portato di conseguenza all'introduzione sempre più massiccia di meccanismi di remunerazione *equity based* come è facilmente intuibile dalla tabella 2 che riporta i risultati del sondaggio (*World Wide Total Remuneration Survey*) condotto tra il 1984 e il 2003 dalla società di consulenza americana

⁶⁴ Conion M. et al., *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, Institute for Compensation Studies, 2011.

Towers Perrin; l'utilizzo di *stock option* nelle politiche di remunerazione inizia a diventare comune in Europa solamente a partire dalla fine degli anni '90, mentre risulta essere presente negli Stati Uniti fin dai primi anni '80 arrivando a rappresentare quasi la metà della remunerazione totale nei primi anni del 2000 (48.3%). Occorre tuttavia essere estremamente attenti nel considerare i dati della tabella 2, dato che si tratta di risultati non perfettamente oggettivi, basati sulle risposte di consulenti specializzati a questionari riguardanti il livello dei compensi *equity based* considerato coerente con le caratteristiche e le condizioni di mercato vigenti in ogni paese partecipante al sondaggio⁶⁵.

Tabella 2. Compensi *equity based* come percentuale della remunerazione totale in USA e in Europa in base al sondaggio WWTR.

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

Fonte: Boeri T. et al., *Executive Remuneration and Employee Performance-Related Pay: A Transatlantic Perspective*, Oxford University Press, 2013

Nonostante tutto, tali stime sono state confermate dai numerosi studi empirici in materia condotti negli anni successivi. La tabella 3 è estrapolata da una recente ricerca che ha confrontato i meccanismi di remunerazione adottati in USA e in altri 27 paesi; lo studio in esame consente di

⁶⁵ Boeri T., Lucifora C., Murphy J.K., *Executive Remuneration and Employee Performance-Related Pay: A Transatlantic Perspective*, Oxford University Press, 2013.

evidenziare le differenze nella composizione e nel livello dei diversi *compensation packages* adottati⁶⁶. Emerge come nel 2006 gli USA ricevano compensi pari a circa il doppio della media dei paesi della Zona Euro, e soprattutto con una quota significativamente maggiore di incentivi *equity based* (41,5% contro il 13,7% rilevato in Europa). La differenza maggiormente significativa risiede nel fatto che la remunerazione in Europa è prevalentemente fissa (60%), ovvero corrisposta sotto forma di stipendi; in USA si registra esattamente il contrario, dato che il 65% dei compensi totali è rappresentato da componente variabile mentre la remunerazione *cash based* svolge un ruolo maggiormente residuale.

In linea con lo studio esaminato, la Tabella 4 illustra i risultati di una ricerca empirica più recente riguardo i livelli e la composizione del mix retributivo per dimensione delle imprese adottati in USA e in Europa nel 2008⁶⁷. Ciò che appare subito evidente è che la media e la mediana della remunerazione totale aumenta con la dimensione (volume dei ricavi annuali) delle imprese di entrambi i continenti esaminati: il livello mediano dei compensi totali delle società europee, che hanno registrato nel 2008 ritorni maggiori di 4 miliardi di euro, è significativamente più elevato delle imprese con ricavi inferiori di 350 milioni di euro (2.6 milioni di euro vs 613.000 euro). All'aumentare delle dimensioni dell'impresa infatti, aumenta anche la sua complessità organizzativa e con essa il fabbisogno di competenze e il livello di responsabilità degli *executives*; sono numerosi gli studi accademici secondo cui i compensi manageriali debbano remunerare sia

⁶⁶ La remunerazione totale, controllata per le differenze in termini di composizione dei settori e dimensioni (volume ricavi) delle imprese facenti parte del campione esaminato, comprende: stipendio, bonus, altri pagamenti, *stock option* e *stock grant*. (Fernandes N. et al., *The Pay Divide: (Why) Are U.S. Top Executives Paid More?* Finance Working Paper N°. 255, SSRN, 2009)

⁶⁷ Il campione analizzato esclude le imprese europee e americane che registrano ricavi minori di 100 milioni di euro e la remunerazione totale è definita come somma tra salari, bonus annuali, benefit, valore delle *stock option* alla data di assegnazione e *restricted stocks*. Gli importi dei compensi delle imprese statunitensi sono stati convertiti utilizzando il tasso di cambio annuale vigente alla fine del 2008 (1 euro = 1,3919 dollari). (Conyon M. et al., *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, Institute for Compensation Studies, 2011.)

le competenze, pagando la professionalità effettivamente posseduta dai dirigenti, sia la responsabilità, compensando e incentivando le attività di controllo degli amministratori⁶⁸.

La parte inferiore della tabella 3 mostra come i CEO americani guadagnino compensi più elevati dei top manager europei per ogni livello di *firm size*; in particolare risultano evidenti le differenze nella composizione dei pacchetti retributivi delle grandi imprese con ricavi eccedenti i 4 miliardi di euro: gli stipendi rappresentano il 42% dei pagamenti totali degli *executive* europei, mentre in USA contano solamente per un quinto della remunerazione totale (19%). In modo simile si registrano significative divergenze nella quota degli incentivi *equity based*, che rappresentano solo il 25% dei compensi totali in Europa contro il 54% in USA.

Gli studi appena citati conducono ad avvalorare la tesi secondo cui i compensi in USA risultano eccessivi, al contrario di quelli erogati in Europa che, seppure elevati, appaiono più ragionevoli. In particolare, la remunerazione erogata in forma di *stock* risulta più elevata nei paesi in cui vige un *legal framework* ispirato al *Common law*, con una *law enforcement* e una regolamentazione dei mercati finanziari più forti.

Con il seguente paragrafo si cercherà di studiare le determinanti di tali divergenze nei *pay mix* dei manager, che non possono essere ricercate solamente nei differenti livelli di *firm size*; il livello della remunerazione dei CEO può essere influenzato da una molteplicità di altri fattori come, solo per citarne alcuni, le differenze tra imprese europee e statunitensi in termini di strutture di governance e sistemi giuridici.

⁶⁸ Artiaco M., *Remunerazione degli amministratori e corporate governance: nuovi paradigmi dopo la crisi finanziaria*, FrancoAngeli Edizioni, 2013

Tabella 3. La struttura dei pacchetti retributivi del CEO nel 2006, suddivisa per zone

Dati 2006 (in US \$)	Rem. Totale	% Stipendio	% Altro	% Non- incentive Pay	% Equity Incentive Pay	% Non Equity Incentive Pay	% incentive Pay
U.S.	5.496.757	29,0%	5,2%	34,2%	41,5%	24,4%	65,9%
Non U.S.	2.033.088	51,3%	7,7%	59,0%	19,7%	21,3%	41,0%
Nord							
America	5.219.934	29,4%	5,6%	35,0%	40,5%	24,6%	65,1%
U.K.	1.695.999	52,1%	8,7%	60,8%	24,9%	14,3%	39,2%
Zona Euro	2.661.730	54,6%	5,4%	60,0%	13,7%	26,3%	40,0%
Nordic	1.399.267	62,0%	10,3%	72,3%	8,2%	19,5%	27,7%
Oceania	2.259.046	47,5%	9,8%	57,3%	17,8%	24,9%	42,7%
Asia	1.136.749	49,9%	5,4%	55,3%	8,3%	36,1%	44,4%
Altri	3.095.730	47,3%	4,9%	52,2%	20,3%	29,5%	49,8%

Fonte: Fernandes N. et al., *The Pay Divide: (Why) Are U.S. Top Executives Paid More?*, Finance Working Paper N°. 255, SSRN, 2009

Tabella 4. La struttura per *company size* dei pacchetti retributivi adottati nel 2008 in USA e Europa

Group	Sample Firms	Total Pay		Average Composition of Total Pay			
		Average (€000s)	Median (€000s)	Base Salary	All Bonuses	Equity Pay	Other Pay
EUROPE	892	1,989	1,200	50%	21%	19%	10%
<i>Firm Sales (€billion)</i>							
Less than €.35	206	801	613	59%	15%	16%	11%
€.35 to €1.0	198	1,069	823	56%	18%	16%	10%
€1.0 to €4.0	242	1,932	1,380	46%	25%	20%	9%
Above €4.0	246	3,779	2,598	42%	22%	25%	11%
UNITED STATES	1,426	3,784	2,414	29%	20%	46%	6%
<i>Firm Sales (€billion)</i>							
Less than €.35	187	1,391	977	37%	19%	38%	5%
€.35 to €1.0	337	1,912	1,446	36%	19%	40%	6%
€1.0 to €4.0	491	3,319	2,716	29%	20%	46%	6%
Above €4.0	411	6,963	5,233	19%	21%	54%	6%

Fonte: Conyon M. e t al., *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, Institute for Compensation Studies, 2011.

2.2.1 I fattori che influenzano l'*executive compensation*: la teoria dell'agenzia

Il principale riferimento teorico alla base dell'*executive compensation* è rappresentato dalla teoria dell'agenzia, secondo la quale l'eccessiva remunerazione degli *executives* rappresenta una modalità per alleviare i costi derivanti dalla divergenza tra gli interessi degli azionisti e del management⁶⁹. La cospicua letteratura esistente in materia individua quattro aree chiave per quanto riguarda le fonti dei problemi di agenzia tra soci e manager, che hanno significative ripercussioni sulla composizione e sui livelli del *pay mix* corrisposto agli *executives*⁷⁰:

- *Moral hazard*
- Ritenzione degli utili
- Grado di avversione al rischio

Il fenomeno del *moral hazard* fa riferimento all'incentivo che hanno gli *executives* a perseguire obiettivi opportunistici e personali, e aumenta al diminuire del loro possesso di quote azionarie della società gestita. Risulta evidente che tale meccanismo si rileva in aziende la cui proprietà è altamente frazionata tra più soggetti e nelle quali gli amministratori non possiedono quote significative di capitale. Il *moral hazard* tende di conseguenza ad aumentare con l'incremento della complessità strutturale dell'impresa, rendendo difficile un controllo efficiente sull'operato dei manager. La dispersione della struttura azionaria conduce a due problemi che non si rilevano in società controllate da uno o pochi azionisti. Prima di tutto, i conferenti di capitale pur continuando ad influenzare la gestione operativa della società, sono molto numerosi e di conseguenza possiedono quote di capitale troppo esigue per esercitare un controllo incisivo

⁶⁹ Jensen M., Murphy J.K., *CEO Incentives - It's Not How Much You Pay, But How*, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 22, 2010.

⁷⁰ Jensen M., Meckling W., *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, Vol.3, 1976

sull'operato dei manager; le limitate quote azionarie possedute dai soci, non incentivano quest'ultimi a controllare gli amministratori a causa degli eccessivi costi che ne derivano. Un azionista, infatti, decidendo di intraprendere un'attività di controllo, ne sopporta interamente i costi, mentre gli eventuali benefici che ne derivano risultano condivisi da tutti gli altri soci⁷¹; risulta delinearci una situazione in cui nessun conferente di capitale svolgerà una piena attività di controllo sulle remunerazioni dei manager, sperando che qualche altro azionista se ne faccia carico. La diretta conseguenza dei problemi appena descritti è che gli amministratori esecutivi possono influenzare significativamente il proprio *pay mix* e perseguire la propria utilità a danno dell'interesse dell'impresa e degli azionisti. Un ulteriore caso di *moral hazard* è rappresentato dalla possibilità che i manager risparmino le forze nella gestione aziendale, consapevoli di non essere monitorati in modo incisivo dagli azionisti, accontentandosi del minimo risultato⁷².

Accanto al problema del *moral hazard* si rileva come fonte dei problemi di agenzia, la preferenza dei manager a ritenere gli utili piuttosto che a distribuirli agli azionisti sotto forma di dividendi⁷³; un alto tasso di ritenzione conduce gli *executives* ad incrementare le opportunità di nuovi investimenti che, in caso avranno VAN⁷⁴ positivo, porteranno ad una crescita del quotazione azionaria dell'impresa⁷⁵. È evidente come tale meccanismo non solo aumenterà le dimensioni della società, ma soprattutto accrescerà il prestigio, il potere discrezionale e quindi i compensi degli *executives*⁷⁶. Una politica del genere incrementa il ricorso al capitale di rischio e limita significativamente il ricorso a finanziamenti esterni da parte delle istituzioni finanziarie: gli

⁷¹ Hansmann H., *Ownership of the firm*, *The Journal of Law, Economics, and Organization*, Volume 4, 1988

⁷² Rosenstein S., Wyatt J., *Shareholder wealth effects when an officer of one corporation joins the board of directors of another*, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 15, 1994

⁷³ Brennan M., *Corporate Finance Over the Last 25 Years*, Financial Management Association, vol. 24, 1995

⁷⁴ Il VAN (Valore Attuale Netto) misura il valore attuale dei flussi di cassa attesi generati da un'impresa e attualizzati al costo medio ponderato del capitale.

⁷⁵ De Marzo P., Berk J., *Finanza Aziendale 1*, Pearson Edition, 2015

⁷⁶ Jensen M., *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, *The American Economic Review*, Vol. 76., 1986

executives saranno maggiormente incentivati a intraprendere investimenti rischiosi e opportunistici, consapevoli di non essere monitorati e vincolati nelle loro decisioni dagli azionisti di maggioranza o da creditori istituzionali. Come diretta conseguenza si può rilevare come gli incentivi corrisposti ai manager possano arginare i problemi di agenzia, ma allo stesso tempo essere le cause dei problemi stessi. Le problematiche descritte sono tipiche del *market oriented system* americano, dove la netta separazione tra proprietà e controllo crea il cosiddetto fenomeno del *management entrenchment*: i top *executives* sono liberi di gestire l'impresa facendo i propri interessi⁷⁷. Il finanziamento attraverso il debito, comune negli *insider-systems* europei, può quindi ridurre il grado di *management entrenchment* dato che c'è una maggior probabilità che in caso di dissesto o bancarotta i manager perdano il posto; gli *executives* saranno maggiormente avversi al rischio ed è meno probabile che effettuino investimenti superflui; quando l'impresa ha un elevato livello di indebitamento, i creditori esterni controlleranno con molta attenzione l'operato dei manager⁷⁸. È opportuno precisare che la situazione descritta non rende gli *insider systems* esenti dai problemi di agenzia; infatti, come verrà spiegato a partire dal prossimo paragrafo, la scarsa separazione tra proprietà e controllo condurrà a un conflitto di interessi tra *insiders*, ovvero soci di maggioranza e amministratori esecutivi, e *outsider*, ovvero soci di minoranza.

⁷⁷ De Marzo P., Berk J., *Finanza Aziendale 1*, Pearson Edition, 2015

⁷⁸ Shleifer A., Vishny N.W., A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, Vol. 52, 1997; Harris M., Raviv A., *Capital Structure and the Informational Role of Debt*, *Journal of Finance*, Vol. 45, 1990.

2.2.1 I fattori che influenzano l'*executive compensation*: la tutela degli azionisti di minoranza

Un importante filone di ricerche empiriche condotte dall'accademico Rafael La Porta ha evidenziato come l'*executive compensation* risulta significativamente influenzata dai diversi *legal frameworks* vigenti nei vari paesi del mondo, e più precisamente dal grado di tutela degli azionisti di minoranza nei sistemi legali di *Common e Civil Law*.

Gli studi di La Porta partono dal presupposto secondo cui i finanziatori esterni che decidono di investire in un'impresa sono sottoposti al fenomeno del *tunneling*, ovvero a pratiche espropriative messe in atto dall'azionista di maggioranza o dai *top executives*; il *tunneling* può assumere diverse forme: l'azionista di maggioranza può trasferire risorse ad un'altra impresa di sua proprietà a prezzi estremamente favorevoli; l'espropriazione può essere causata in alcuni casi anche dall'appropriazione indebita dei profitti da parte dei manager e da eccessivi compensi conferiti ai *top executives*⁷⁹. Il livello di protezione degli investitori ricopre quindi un ruolo cruciale nel limitare i problemi di agenzia. Godendo di un più elevato livello di protezione, gli azionisti di maggioranza saranno più propensi a finanziare le imprese, e di conseguenza i mercati saranno maggiormente efficienti, in caso contrario quest'ultimi saranno poco liquidi e sviluppati. Si rileva quindi una forte correlazione positiva tra tutela degli investitori e efficienza dei mercati⁸⁰; da tale evidenza è possibile dedurre che, al ridursi del rischio di espropriazione degli azionisti di minoranza, e al conseguente aumento del livello di efficienza dei mercati, la valutazione degli asset aziendali sarà molto più elevata di quanto non lo sia nei paesi in cui è diffuso il fenomeno del *tunneling*. Quest'ultimo condurrà, quindi, in tutte le sue forme alla mera distruzione di valore creato dall'impresa.

⁷⁹ La Porta R. et al., *Tunneling*, NBER Working Paper No.7523, 2000

⁸⁰ La Porta R. et al., *Investor Protection and Corporate Valuation*, Journal of Finance, Vol.57, 2002

All'aumentare del livello di protezione, le varie tecniche di espropriazione sopra citate si ridurranno, e il *tunneling* che diventerà sempre più costoso potrà avvenire solamente attraverso l'assegnazione di compensi elevati; da ciò emerge l'evidenza empirica secondo cui paesi in cui vige il *Common Law* sono caratterizzati da un elevato livello di tutela degli azionisti di minoranza, mentre nei paesi a *Civil Law* il livello di protezione è estremamente basso⁸¹. Tali differenze derivano dal fatto che l'obiettivo principale delle grandi public company americane è quello di massimizzare il valore degli *shareholders*, mentre invece nei paesi a *Civil law* gli interessi degli azionisti sono subordinati ad obiettivi politici a favore dell'intera collettività di *stakeholders* di una azienda, come ad esempio la piena occupazione⁸²; il ruolo secondario assunto dagli interessi degli azionisti aiuta a spiegare ulteriormente, quindi, la maggior diffusione delle pratiche di *tunneling* nei paesi in cui è diffuso il sistema di *Civil Law*. Di conseguenza negli Stati Uniti si rileva una maggiore *equity culture* che porta i manager a focalizzarsi sull'unico obiettivo di accrescere il valore delle azioni societarie, e quindi ci si aspetta un massiccio utilizzo di compensi *equity based* per incentivarli a perseguire il loro fine ed allinearne gli interessi con gli azionisti. Al contrario, nei paesi a *Civil Law* europei in cui si registra una forte dipendenza dalle banche e quindi un finanziamento attraverso il capitale di debito, la retribuzione è composta in larga parte da una componente fissa o *cash based*⁸³; come già esposto nel primo capitolo le banche conferenti di capitale tendono maggiormente a difendere i propri interessi come creditori, e perseguono il risanamento finanziario piuttosto che la performance azionaria. Nell'impresa ad azionariato concentrato e ad elevato controllo da parte delle banche, quindi, i manager saranno maggiormente intenzionati a ripagare i prestiti da parte delle istituzioni finanziarie piuttosto che

⁸¹ La Porta et al., *Law and Finance*, Journal of Political Economy, Vol. 106, 1998

⁸² Bryan S. et al., *Law and Executive Compensation: A Cross-Country Study*, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 23, 2011

⁸³ Ryan H., Wiggins R., *The influence of firm- and manager-specific characteristics on the structure of executive compensation*, Journal of Corporate Finance, Vol 7, 2001

intraprendere una gestione rischiosa per massimizzare il valore azionario della società: incentivi al rischio *equity based* non appaiono necessari⁸⁴.

È opportuno precisare che le pratiche di *tunneling* sono generalmente giudicate illegali in tutti i paesi, a prescindere dal framework legale di appartenenza⁸⁵; il fatto che tali transazioni tese ad espropriare gli azionisti di minoranza siano comunque frequenti nei paesi in cui vige il *Common Law*, conduce ad un'ulteriore riflessione sulle evidenze di La Porta. In particolare, è necessario tener conto dei principi che costituiscono il fondamento dei regimi di *Common Law* e *Civil Law*; come discusso nel primo capitolo, i paesi a *Common Law* si differenziano da quelli a *Civil Law* per le diverse modalità di creare e applicare la legge. La *Civil Law* applica norme in base ad ipotesi prefissate in astratto; nelle nazioni a *Common Law* invece, le leggi vengono configurate attraverso le sentenze dei giudici che partono da casi concreti. Questa sostanziale differenza può incidere notevolmente sul livello della tutela degli azionisti di minoranza nei due ordinamenti giuridici; gli *insiders* (manager ed azionisti di maggioranza) di un'impresa appartenente al sistema del *Civil Law* potrebbe più facilmente aggirare una norma codificata, conducendo azioni legali (come ad esempio l'assegnazione di remunerazioni eccessive ai CEO per renderli maggiormente devoti alla stabilità aziendale di lungo periodo), ma sostanzialmente fraudolente dato che hanno come fine ultimo l'espropriazione degli azionisti di minoranza. Quindi se nei paesi a *Common Law* è possibile impedire azioni fraudolente grazie ad una passiva applicazione della legge, risulta più complicato bloccare le pratiche di *tunneling* giustificate da motivazioni plausibili. Al contrario nei paesi a *Common Law*, le corti basandosi su casi concreti potrebbero considerare l'esistenza di un potenziale conflitto di interessi tra azionisti e manager, una prova sufficiente della fraudolenza delle pratiche di *tunneling*.

⁸⁴ Bryan et al., *The Structure of Executive Compensation: International Evidence from 1996-2004*, Working paper, SSRN, 2006.

⁸⁵ Porta R. et al., *Tunneling*, NBER Working Paper No.7523, 2000

La situazione appena descritta risulta confermata dal diverso grado di applicazione del principio del dovere di lealtà, utilizzato dalle corti di entrambi i sistemi di *Civil Law* e *Common Law* per valutare i conflitti di interessi che possono apportare benefici monetari agli *insiders* a danno degli azionisti di minoranza; le pratiche di *tunneling* risultano più difficili da intraprendere nei paesi a *Common Law* dove, in contrasto con i paesi a *Civil Law*, le corti pongono maggiore enfasi sul concetto di equità, considerando il dovere di lealtà un concetto fondamentale e residuale che può includere anche situazioni che mai nessuno aveva previsto e ritenuto possibili⁸⁶. Quindi in sintesi, nei paesi in cui vige il *Civil Law* le pratiche di *tunneling* potrebbero essere maggiormente legittimate causando una minor tutela degli azionisti di minoranza, per le seguenti motivazioni:

- Vi è una minore applicazione del principio del dovere di lealtà a pratiche e transazioni non giustificabili da plausibili motivazioni economiche
- Gli interessi degli azionisti sono subordinati a quelli di tutti gli *stakeholders*
- Vi è la necessità di maggiori prove per dimostrare l'esistenza di potenziali conflitti di interessi
- Le corti giudicano le pratiche di espropriazione degli azionisti di minoranza facendo affidamento su statuti e leggi astratte, piuttosto che basarsi sul loro grado di equità e su casi concreti.

In definitiva gli studi di La Porta consentono di concludere che esiste una forte correlazione positiva tra il livello di protezione degli azionisti di minoranza e l'uso di incentivi *equity based*⁸⁷; un'elevata *investor protection* rende i prezzi azionari più efficienti dal punto di vista informativo, ovvero rappresentano una stima accurata delle performance dei manager, e conduce ad una più

⁸⁶ Ibidem

⁸⁷ Bryan et al., *How the Legal System Affects the Equity Mix in Executive Compensation*, Financial Management, Vol. 39, 2010

alta valutazione degli asset aziendali; inoltre presuppone un mercato finanziario liquido, sviluppato e caratterizzato da una bassa concentrazione proprietaria delle imprese.

2.3 La governance dell'*executive compensation* in Europa e USA: regolamentazione e controllo pre e post crisi finanziaria

In seguito alla crisi finanziaria del 2007-2008 si è rilevata una massiccia introduzione a livello internazionale e nazionale di interventi regolamentari tesi a disciplinare la gestione dei sistemi di remunerazione dei top *executives*. Le problematiche e limiti descritti nel paragrafo precedente hanno reso infatti l'*executive compensation* uno dei capri espiatori della crisi finanziaria. Secondo il Financial Stability Board (FSB), organismo internazionale di vigilanza del sistema finanziario mondiale, una delle possibili cause del crollo dei mercati va ricercata in particolare nella struttura dei compensi dei manager delle imprese finanziarie europee e statunitensi; Sebbene pratiche retributive inadeguate non costituiscano la principale causa della crisi, è pur vero che esse abbiano favorito comportamenti eccessivamente rischiosi minacciando il sistema finanziario globale. Bonus estremamente generosi tesi a ricompensare profitti di breve termine hanno incentivato il personale a intraprendere azioni inspiegabilmente rischiose esponendo l'impresa finanziaria a elevate perdite nel lungo termine: la scarsa attenzione al rischio ha condotto a livelli estremi della remunerazione dei manager nel settore finanziario⁸⁸.

Il FSB indica che il sistema di remunerazione deve essere altamente correlato con il rischio e i risultati di medio-lungo termine. Le categorie di rischio che influenzano l'andamento

⁸⁸ Financial Stability Board, *Principles for Sound Compensation Practices*, Introduction, 2009.

dell'impresa nel medio termine e che dovrebbero essere incorporate come variabili nel sistema di remunerazione sono⁸⁹:

- Rischio di liquidità, che indica la quantità e il costo della liquidità necessari alla gestione delle attività in seguito ad eventi negativi.
- Rischio patrimoniale, che indica l'impatto di eventi negativi futuri sul costo del capitale necessario a sostenere i rischi assunti.
- Rischio economico, che indica l'impatto di eventuali perdite della redditività della società.

Si evince come il quadro della regolamentazione sulle remunerazioni e sul rischio ad esse associate appare focalizzato sugli intermediari finanziari in quanto ad essi si attribuisce la possibilità di influenzare il rischio sistemico di mercato. Tuttavia, il problema della relazione rischio-incentivi è presente in tutti i sistemi, compresi quelli delle imprese quotate non finanziarie⁹⁰. Il presente paragrafo proporrà il quadro pre-crisi e post-crisi inerente alla disciplina dei sistemi di remunerazioni delle imprese quotate (finanziarie e non) negli Stati Uniti e in Europa. In generale la regolamentazione in esame risulta avere principalmente 3 obiettivi:

- Incrementare la *disclosure* sulla struttura dei compensi degli amministratori, con particolare attenzione alla dinamica degli incentivi come strumento per allineare gli interessi degli *executives* alle performance d'impresa.
- Incrementare il livello di indipendenza degli amministratori esterni in merito alla progettazione e al controllo dei pacchetti retributivi.

⁸⁹ Financial Stability Board, *Principles for Sound Compensation Practices*, Principles 4-7: Effective alignment of compensation with prudent risk taking, 2009

⁹⁰ Artiano M., *Remunerazione degli amministratori e corporate governance: nuovi paradigmi dopo la crisi finanziaria*, FrancoAngeli Edizioni, 2013

- Prevedere meccanismi che permettano agli azionisti di esprimere le loro opinioni sui compensi degli amministratori (cd. *say on pay*).

2.3.1 La normativa negli Stati Uniti

A differenza dei paesi europei, negli Stati Uniti si registra un'ampia disciplina in materia di remunerazioni manageriali fin dai primi anni '30; ne è un esempio l'adozione del Securities Act nel 1934, che ha portato alla creazione della Securities Exchange Commission (SEC) con il compito di imporre alle società quotate obblighi di *disclosure* dettagliata riguardo il *pay mix* assegnato ai manager più pagati delle società.⁹¹

La disciplina in materia ha continuato ad attirare sempre maggior attenzione grazie al proliferare partire dagli anni '80 dei compensi sotto forma di *stock option*, che congiuntamente all'incremento del potere manageriale, hanno condotto all'assegnazione di compensi significativamente elevati. Tale situazione ha portato a numerosi scandali contabili (come il fallimento di Enron e Worldcom) nei primi anni 2000, che hanno avuto come diretta conseguenza l'approvazione nel 2002, da parte del Congresso, del Sarbanes-Oxley Act; trattasi di una legge federale che disciplina il trattamento contabile delle remunerazioni garantendone maggiore trasparenza⁹². In particolare, la sezione 304 della legge in questione ha introdotto l'obbligo da parte dei CEO e CFO di restituire i bonus ricevuti nei dodici mesi a decorrere dal deposito del bilancio di esercizio, in caso di performance giudicate negative e non in linea con una corretta

⁹¹ Murphy K.J., *The Politics of Pay: A Legislative History of Executive Compensation*, USC Marshall School of Business, Working Paper FBE 01.11, 2011

⁹² Conion M. e t al., *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, Institute for Compensation Studies, 2011

gestione della società e con le norme finanziarie previste dal SOA;⁹³ Tale previsione di recupero (cd. *clawback*), tuttavia, risulta nota per la sua inefficacia.⁹⁴

Si rileva inoltre la sezione 403 del SOA, con la quale si è introdotto l'obbligo di *disclosure* sulle *stock option* da parte degli *executives*, entro due giorni lavorativi dalla loro assegnazione; prima del Sarbanes-Oxley Act le opzioni non venivano rese pubbliche fino a 45 giorni dopo la chiusura dell'esercizio dell'impresa⁹⁵. Tale norma ha condotto alla cessazione della diffusa pratica della retrodatazione (*backdating*) delle opzioni da parte dei manager⁹⁶.

Un ulteriore passo in avanti in termini di incremento della trasparenza informativa riguardo i meccanismi di remunerazione adottati, si rileva nel 2006 con l'adozione da parte della SEC della *Final Rule executive compensation disclosure*; tale documento prevede che la *disclosure* sui compensi dei manager deve necessariamente comprendere una *Summary Compensation Table* che fornisca una dettagliata descrizione della politica remunerativa della società attraverso l'informazione sugli importi delle singole componenti remunerative corrisposte ai manager, comprese le indennità di buonuscita (*golden parachute*) e le prestazioni pensionistiche⁹⁷.

⁹³ "...The chief executive officer and chief financial officer of the issuer shall reimburse the issuer for any bonus or other incentive-based or equity-based received by that person from the issuer during the 12-month period following the first public issuance or filing with the Commission (whichever first occurs) of the financial document embodying, as a result of misconduct, with any financial reporting requirement under the securities laws ..." (Sarbanes-Oxley Act, Section 304, < <https://www.congress.gov/107/plaws/publ204/PLAW-107publ204.pdf> >, 2002)

⁹⁴ La prima vera applicazione della clausola del *clawback* si registra solamente nel 2007 quando l'ex CEO del gruppo UnitedHealth fu costretto a restituire a titolo di risarcimento 600 milioni di dollari a causa di performance non del tutto in linea con i criteri di compliance dell'impresa. Il *clawback* verrà ripreso ed ampliato nel 2010 con il Dodd-Frank Act. (Conion et al., *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, Institute for Compensation Studies, 2011.)

⁹⁵ Murphy K.J., *The Politics of Pay: A Legislative History of Executive Compensation*, USC Marshall School of Business, Working Paper FBE 01.11, 2011

⁹⁶ Il *backdating* è la pratica che consiste nell'aumentare il valore effettivo delle *stock option* attraverso la riduzione del prezzo di esercizio: le opzioni assegnate in una precisa data risultavano registrate dagli esecutivi come assegnata in una data precedente, in cui i prezzi delle azioni risultavano decisamente inferiori. Di conseguenza opzioni assegnate regolarmente *at-the money* risultavano illegalmente assegnate *in-the money* a beneficio dei soli manager. (Hull J., *opzioni futures e altri derivati*, Pearson, 2015).

⁹⁷ Securities Exchange Commission, *Final Rule executive compensation disclosure*, <<https://www.sec.gov/rules/final/2006/33-8732a.pdf> >, 2006

È evidente come già ben prima della crisi del 2008 siano stati adottati provvedimenti con lo scopo di ridurre gli eccessivi compensi dei manager; il filone normativo in questione raggiunge il suo culmine in occasione del crollo dei mercati finanziari in cui si assiste a ingenti perdite per gli azionisti e a spropositati livelli di retribuzioni manageriali che hanno condotto gli *executives* a intraprendere scelte gestionali poco responsabili. La regolamentazione post crisi si propone quindi di porre un maggiore accento e considerazione sul profilo di rischio delle imprese, come principale proxy della struttura e del livello dei pacchetti retributivi. Dalla scoppio della crisi la regolamentazione in materia comprende⁹⁸:

- La *Final Rule “Proxy Disclosure Enhancements”* adottata dalla SEC nel 2009
- Il “Wall Street Reform and Consumer Protection Act” (“Dodd-Frank Act”) approvato dal president Obama nel 2010
- Le regole di implementazione del Dodd Frank Act adottate dalla SEC a partire dal 2011

Con la *Final Rule “Proxy Disclosure Enhancements* si introduce l’obbligo da parte delle società quotate di fornire adeguate informazioni non solo sull’ammontare di *stock option* corrisposte ai manager, ma soprattutto sulla relazione tra *pay mix* e il preciso profilo di rischio assunto dall’impresa che potrebbe influenzare in modo negativo la corretta gestione aziendale.⁹⁹

Solo nel 2010 si giunge ad una più strutturale ed ampia regolamentazione del sistema finanziario statunitense tramite l’approvazione da parte del presidente Obama del Dodd-Frank Act, teso a regolare il mercato americano in seguito alla crisi finanziaria. La disciplina delle remunerazioni è contenuta nel “Subtitle E -Accountability and *Executive Compensation* “e comprendente sette

⁹⁸ Murphy K.J., *The Politics of Pay: A Legislative History of Executive Compensation*, USC Marshall School of Business, Working Paper FBE 01.11, 2011

⁹⁹ “...*The disclosure enhancements we are adopting will significantly improve the information companies provide to shareholders with regard to the Risk: by requiring disclosure about the board’s role in risk oversight and, to the extent that risks arising from a company’s compensation policies and practices are reasonably likely to have a material adverse effect on the company, disclosure about such policies and practices as they relate to risk management...*” (Securities Exchange Commission, *Final Rule “Proxy Disclosure Enhancements*, <<https://www.sec.gov/rules/final/2009/33-9089.pdf>>, 2009)

sezioni (dalla 951 alla 957), che hanno principalmente lo scopo di rafforzare gli obblighi di trasparenza e informazione di tutte le imprese quotate, comprese quelle finanziarie¹⁰⁰.

Di seguito le principali *rules* introdotte dal Dodd-Frank Act:

- *Say on pay* (Sezione 951). Tutte le società hanno l'obbligo di riconoscere ai propri azionisti il diritto ad un voto assembleare consultivo (almeno una volta ogni 3 anni) riguardo l'approvazione della remunerazione corrisposta agli *executive*, inclusi eventuali *golden parachutes*.
- Indipendenza del *Compensation Committee* (Sezione 952). All'interno del Board deve essere presente un comitato per la remunerazione composto da consulenti totalmente esterni e indipendenti dall'impresa in modo da scongiurare ogni rischio di conflitti di interessi.
- *Additional disclosures* (Sezione 953). Le imprese hanno l'obbligo di rendere pubblico il rapporto tra l'importo della remunerazione del CEO e la mediana della retribuzione di tutti gli impiegati della società; in aggiunta è necessario che venga pubblicata la relazione tra la remunerazione totale degli *executives* e le performance finanziarie dell'impresa, che includono la variazione delle quotazioni azionarie.
- *Clawback* (Sezione 954). Le società hanno l'obbligo di implementare le politiche di recupero dei pagamenti corrisposti ai manager, nel caso le performance di quest'ultimi vengano giudicate non soddisfacenti. A differenza di quanto previsto dal SOA, la clausola deve applicarsi a tutti gli *executives* in carica o uscenti e a tutti bonus corrisposti nei tre anni precedenti la rideterminazione del bilancio di esercizio; Risulterebbe quindi

¹⁰⁰ Public Law 111-203, Wall Street Reform and Consumer Protection Act, <<https://www.congress.gov/111/plaws/publ203/PLAW-111publ203.pdf>>, 2010

maggiore l'efficacia nell'evitare un'eccessiva assunzione del rischio da parte degli esecutivi.

È opportuno precisare come riguardo al *say on pay*, non ci sono evidenze di una efficace influenza sui meccanismi di remunerazione; infatti si rileva come, in media, raramente il i *pay plans* ricevano una maggioranza di voti a sfavore (negativi)¹⁰¹.

La *pay ratio rule* (sezione 953) è la norma che ha attirato maggiori critiche e perplessità tanto da costringere la SEC ad implementarla, come si vedrà più avanti; in primo luogo la principale criticità deriva dagli eccessivi costi di calcolo della *ratio* tra la remunerazione del CEO e quella di tutti gli impiegati; ciò è comprensibile soprattutto all'interno delle grandi multinazionali con politiche retributive fortemente decentralizzate, dove risulterebbe alquanto difficile riportare le singole remunerazioni di tutti gli impiegati distribuiti nelle varie sedi sparse nel mondo; in secondo luogo risulta fortemente dibattuto il fatto che la *rule* in questione rifletta un'idea del Congresso secondo cui la pubblicazione di compensi manageriali eccessivi dovrebbe suscitare l'imbarazzo degli *executive* con conseguente autoriduzione del livello dei compensi del CEO¹⁰². Anche per tali motivi, dal 2011 si registra l'intento della SEC di implementare alcune norme del Dodd-Frank Act in modo da aumentare l'efficacia degli obblighi informativi richiesti alle società quotate statunitensi e risolvere alcune criticità e perplessità (come quelle enunciate poc'anzi) circa l'effettiva utilità di una tale regolamentazione. Il processo di implementazione della SEC è ancora in corso tutt'oggi e tra le principali rettifiche già adottate si annoverano quelle relative alle sezioni 951 e 953 del Dodd-Frank Act¹⁰³. La *rule* implementativa della sezione 951 è stata approvata il 25 gennaio 2011; prevede l'obbligo da parte delle società quotate di riconoscere agli

¹⁰¹ Conion et al., *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, Institute for Compensation Studies, 2011.

¹⁰² Murphy K.J., *The Politics of Pay: A Legislative History of Executive Compensation*, USC Marshall School of Business, Working Paper FBE 01.11, 2011

¹⁰³ Il processo di implementazione della Security Exchange Commission è consultabile all'indirizzo <https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank.shtml#>

azionisti non solo un voto consultivo circa l'approvazione dei compensi e di eventuali *golden parachutes*, ma anche il diritto ad un'ulteriore valutazione assembleare (ogni sei anni) con cui decidere la frequenza del *say on pay* vote (da 1 a tre anni)¹⁰⁴. Occorre precisare che il *say on pay* vote ha limitata efficacia giuridica dato che non è vincolante: gli azionisti, che possono esprimersi solo sul livello totale della remunerazione e non sulle singole componenti retributive, mai potranno inficiare decisioni già adottate dal consiglio di amministrazione¹⁰⁵. Il *say on pay* risulta avere solo lo scopo di incrementare la trasparenza informativa tra azionisti e top *executives*.

L'implementazione più recente risale al 2015, quando è stata approvata da parte della SEC una rettifica alla sezione 953 del Dodd-Frank Act in risposta alle criticità concernenti il costo e le difficoltà nel calcolo degli importi percepiti dai CEO e da tutti gli impiegati delle grandi multinazionali americane. In tal merito la SEC concede un margine di flessibilità alle società, consentendo loro di esemplificare il calcolo della ratio tra la remunerazione dei CEO e di tutti i lavoratori; in particolare le imprese hanno la possibilità di indentificare un impiegato medio e calcolare solamente una volta ogni tre anni la sua retribuzione, escludendo dall'analisi gli impiegati non americani¹⁰⁶.

Dal quadro normativo americano illustrato, si evince come gli obblighi di *disclosure* previsti dal Dodd-Frank Act abbiano lo scopo di consentire ai soci non tanto di intervenire in maniera diretta sulla composizione dei pacchetti retributivi, ma più che altro di tenere sotto controllo le

¹⁰⁴ "...issuers will be required, not less frequently than once every six calendar years, to provide a separate shareholder advisory vote in proxy statements for annual meetings to determine whether the shareholder vote on the compensation of executives required will occur every 1, 2, or 3 years...". (Security Exchange Commission, *Shareholder Approval Of Executive Compensation And Golden Parachute Compensation*, final rule, <<https://www.sec.gov/rules/final/2011/33-9178.pdf>>, 2011)

¹⁰⁵ "...this shareholder vote shall not be binding on the issuer or the board of directors of an issuer...". (Security Exchange Commission, *Shareholder Approval of Executive Compensation And Golden Parachute Compensation, Final Rule*, 2011).

¹⁰⁶ "... the final rule takes a flexible approach to the methodology a registrant can use to identify its median employee and calculate the median employee's annual total *compensation*, providing an exemption for non-U.S. employees and giving registrants the ability to make the median employee determination only once every three years...". (Security Exchange Commission, *Pay Ratio Disclosure: final rule*, <<https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9877.pdf>>, 2015)

performance e il profilo di rischio dell'impresa, e quindi di conseguenza anche i livelli dei compensi ad essi strettamente connessi.

2.3.2 La regolamentazione in Europa

La prevalenza di imprese in Europa con assetti proprietari significativamente concentrati, potrebbe indurre a dubitare che i sistemi di remunerazione abbiano bisogno di essere regolamentati; infatti la presenza di un blocco di azionisti di maggioranza che riesce a monitorare in modo stabile l'operato dei manager, previene i conflitti di interesse tra soci e manager, tipici delle imprese americane ad azionariato diffuso; da qui come illustrato pocanzi l'esigenza da parte della normativa statunitense di prevedere obblighi informativi che gli *executives* devono rispettare a tutela degli azionisti, intesi come un'unica categoria¹⁰⁷.

Prevalendo in Europa una scarsa separazione tra proprietà e controllo, va a profilarsi una differente problematica non meno grave di quella statunitense: si rileva il rischio di un conflitto di interessi tra *insiders*, ovvero soci di maggioranza e manager, e *outsider*, ovvero soci di minoranza¹⁰⁸. Da ciò deriva l'incentivo dell'*insider* ad estrarre ricchezza dalla società per espropriare gli azionisti di minoranza, attraverso le tecniche di *tunneling* illustrate nel paragrafo precedente; Tra le varie tecniche di espropriazione utilizzate, si annovera appunto l'impiego di eccessivi livelli di remunerazione: ciò è molto comune quando il socio di maggioranza ricopre anche il compito di amministratore. Tale sovrapposizione tra proprietà e controllo consente al

¹⁰⁷ Armour J. et al., *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, Oxford Legal Studies Research Paper No. 11, 2017

¹⁰⁸ Enriques L., Volpin P., *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 21, 2007

socio di maggioranza di determinare e fissare la propria remunerazione ad un livello che possa tradursi in un'espropriazione degli *outsiders*¹⁰⁹.

L'estrazione di rendite dall'impresa con il mero scopo di espropriare gli azionisti di minoranza, conduce ovviamente ad una riduzione del valore dell'impresa e quindi a scarsi risultati gestionali: da qui l'evidenza empirica secondo cui, a differenza di quanto avvenga negli Stati Uniti, remunerazioni eccessive sia in forma *cash* che *equity* sono correlate negativamente alle performance dell'impresa europee¹¹⁰. Si profila infatti, una situazione in cui gli azionisti di minoranza sono disincentivati ad investire, dato il loro elevato rischio di espropriazione, e di conseguenza il livello di efficienza dei mercati e la valutazione degli asset aziendali saranno significativamente bassi.

Per ovviare ai problemi appena esposti l'intera regolamentazione europea si propone di tutelare e rafforzare il coinvolgimento degli azionisti esterni nelle politiche retributive dei manager, cercando di rendere la remunerazione variabile un valido strumento funzionale all'allineamento degli interessi degli *insiders* e degli *outsiders*, piuttosto che esclusivamente una forma di abuso nei confronti degli azionisti di minoranza¹¹¹.

Prima di entrare nel dettaglio del quadro normativo europeo in materia di *executive compensation*, risulta necessario evidenziare come a differenza degli Stati Uniti, in Europa la regolamentazione ha assunto un approccio *soft-law*, ovvero costituito non da vere e proprie leggi, ma da raccomandazioni e linee guida maggiormente flessibili alle caratteristiche delle imprese dei diversi paesi europei¹¹². Un primo piano d'azione in materia si è registrato nel biennio 2004-

¹⁰⁹ La Porta R. et al., *Tunneling*, NBER Working Paper No.7523, 2000

¹¹⁰ Barontini V., Bozzi S., *Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies*, Journal of Management and Governance, Vol.15, 2011

¹¹¹ Enriques L., *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (With a Critique of the European Commission Proposal*, European Corporate Governance Institute (ECGI), Law Working Paper No. 267, 2014.

¹¹² Artiaco M., *Remunerazione degli amministratori e corporate governance: nuovi paradigmi dopo la crisi finanziaria*, FrancoAngeli Edizioni, 2013

2005, quando la Commissione Europea ha adottato due Raccomandazioni con lo scopo di migliorare la *disclosure* relativa alle politiche retributive dei manager, e promuovere l'attivismo di azionisti di minoranza e amministratori indipendenti nella determinazione dei pacchetti remunerativi, senza, almeno inizialmente, intervenire in modo diretto sui livelli dei compensi.

In particolare, la Raccomandazione 2004/913/CE propone l'introduzione negli stati membri del voto consultivo o vincolante degli azionisti (cd. *say on pay*) riguardo la politica di remunerazione¹¹³;

a differenza di quanto avvenga negli Stati Uniti, nel caso europeo il *say on pay* è chiamato a prevenire le tecniche di *tunneling* messe in atto dagli azionisti di maggioranza, problema peculiare, come detto precedentemente, di un sistema a proprietà concentrata; la tutela degli azionisti va quindi interpretata in questo caso, come maggior coinvolgimento degli azionisti esterni, intesi sia come piccoli risparmiatori che investitori istituzionali. Per quanto riguarda i piani di *stock option* la Raccomandazione propone maggiore trasparenza informativa attraverso la redazione di report dettagliati¹¹⁴ e l'approvazione preliminare degli azionisti.¹¹⁵

Il biennio in questione si chiude con la Raccomandazione 2005/162/CE, con la quale la Commissione Europea propone l'istituzione di comitati indipendenti non esecutivi all'interno del consiglio di amministrazione, tra i quali il comitato delle remunerazioni, il cui ruolo propositivo è finalizzato a garantire che le decisioni prese limitino i conflitti di interesse tra azionisti di maggioranza e di minoranza.¹¹⁶

¹¹³ Commissione Europea, Raccomandazione 2004/913/CE, punto 4.2, <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004H0913&from=IT>>

¹¹⁴ si parla di nota informativa che dovrebbe descrivere in modo dettagliato i regimi di remunerazione basati su azioni adottati. Commissione Europea, Raccomandazione 2004/913/CE, punto 7.1

¹¹⁵ Commissione Europea, Raccomandazione 2004/913/CE, punto 6.1

¹¹⁶ Commissione Europea Raccomandazione 2005/162/CE, punto 6.1, <<http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:052:0051:0063:it:PDF>>

L'efficacia di tali raccomandazioni è risultata minima dato che nel corso del 2008, in piena crisi finanziaria, si rilevano in Europa compensi manageriali in aumento, caratterizzati da una significativa sproporzione tra parte fissa e variabile, e soprattutto da una debole correlazione positiva tra performance aziendali e retribuzioni¹¹⁷. Tale situazione ha spinto la Commissione Europea, a partire dal 2009, a proporre nuovi interventi non più di carattere procedimentale e orientati a rafforzare la trasparenza informativa tra azionisti di maggioranza e azionisti esterni di minoranza, ma incentrati sui livelli e sulle strutture dei pacchetti retributivi.

In particolare, la Raccomandazione 2009/385/CE, riguardante le società quotate europee, ad eccezione delle imprese finanziarie, prevede principalmente¹¹⁸:

- Una componente variabile soggetta ad un limite massimo (punto 3.1)
- Un *vesting period* per i piani di *stock option* di almeno tre anni in modo da incentivare una gestione particolarmente attenta ai rischi di medio-lungo termine e in linea con gli interessi della società (punto 4.1)
- Una clausola *clawback* che consenta alle società di richiedere la restituzione delle componenti variabili corrisposte agli amministratori, nel caso di risultati giudicati negativi (punto 3.4)
- determinazione dell'importo massimo degli eventuali *golden parachutes* corrisposti agli amministratori uscenti, che non dovrebbe eccedere il valore di due anni della componente fissa e soprattutto non dovrebbe essere assegnato in caso di risultati di gestione negativi (punto 3.5).
- l'estensione del diritto al voto consultivo (*say on pay*) sulle remunerazioni anche agli investitori istituzionali. (punto 6.1). questi ultimi risulterebbero incoraggiati a partecipare

¹¹⁷ Ferrarini G. e t al., *Understanding Directors' Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis*, ECGI, Law Working Paper No. 126, 2009

¹¹⁸ Commissione Europea, Raccomandazione 2009/385/CE,
<<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009H0385&from=IT>>

alla gestione aziendale come azionisti interessati alle performance d'impresa, in modo da non preoccuparsi solamente di tutelare la propria posizione di creditore della società.

Tali principi sono stati ripresi e approfonditi dalla Raccomandazione 2009/384/CE e dalla seguente Direttiva 2010/76/CE (cd CRD III) con le quali la Commissione Europea e il Parlamento Europeo si sono proposti di regolamentare le politiche retributive delle imprese finanziarie europee. Risulta introdotto il profilo di rischio dell'impresa come proxy fondamentale nella determinazione dei compensi dei manager, dato che una delle cause del dissesto finanziario del biennio 2007-2008 viene individuata proprio nei compensi estremamente generosi che hanno compromesso una sana ed efficace gestione del rischio da parte delle società finanziarie.¹¹⁹In particolare, la Direttiva citata si è proposta di limitare i rischi connessi a remunerazioni inadeguate, introducendo un controllo pubblico in materia da parte degli enti nazionali di vigilanza, ai quali viene attribuito il potere di limitare la componente variabile a una percentuale dei ricavi netti, quando incompatibile con il mantenimento di una solida base di capitale¹²⁰.

La normativa per le imprese finanziarie è stata recentemente aggiornata con la Direttiva 2013/36/UE (cd. CRD IV), con la quale il Parlamento Europeo ha adottato provvedimenti maggiormente intrusivi sui livelli della remunerazione corrisposta agli *executives*. In particolare, l'articolo 94 ha introdotto un limite ben preciso all'importo della componente variabile; quest'ultima non può superare il 100% della componente fissa (cd. Bonus Cap), con lo scopo di evitare che i compensi incentivino un'eccessiva assunzione di rischi; a discrezione degli stati membri, inoltre, viene conferito all'assemblea dei soci il potere di approvare un rapporto

¹¹⁹ Raccomandazione 2009/384/CE, considerazioni iniziali,
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:120:0022:0027:it:PDF>

¹²⁰ Direttiva 2010/76/CE, allegato 1,
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:329:0003:0035:IT:PDF>

maggiore tra componente variabile e fissa a condizione che la prima non superi il 200% della seconda.¹²¹

Alla luce della regolamentazione europea illustrata, si evince come in Europa, a differenza di quanto avvenuto negli Stati Uniti, si è assistito ad interventi solo inizialmente tesi a rafforzare gli obblighi di *disclosure* sull'*executive compensation* nei confronti degli azionisti; la crisi finanziaria infatti ha condotto ad interventi intrusivi, soprattutto nel settore dei servizi finanziari, tesi a regolare il livello e la struttura precisa dei pacchetti retributivi conferiti ai manager.

¹²¹ Parlamento Europeo, Direttiva 2013/36/UE, articolo 94,
<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0036&from=IT>

3. EVIDENZA EMPIRICA SULLA RELAZIONE REMUNERAZIONE – PERFORMANCE D'IMPRESA NEGLI STATI UNITI

Le ricerche empiriche che analizzano la relazione tra i compensi degli amministratori esecutivi e le performance d'impresa hanno condotto spesso a risultati contrastanti, generando principalmente due differenti correnti di pensiero. Secondo la cosiddetta *optimal contracting theory*, elevati compensi sono giustificati, dato che allineano gli interessi di azionisti e manager, incentivando quest'ultimi ad agire maggiormente nell'interesse dell'impresa¹²²; tale potere incentivante risiede maggiormente nei compensi *equity based* dato che a differenza dei compensi di breve termine *cash based*, spronano i manager ad adottare politiche gestionali di lungo periodo a vantaggio delle performance dell'intera società. Come già esposto nel secondo capitolo, il carattere asimmetrico del payoff delle *stock option*, originariamente componente principale della remunerazione variabile, rende l'*executive compensation* una causa, più che una soluzione, dei problemi di agenzia tra soci ed amministratori, comuni nelle public company americane ad azionariato diffuso. Il problema in questione appare ridursi a partire dai primi anni del 2000, quando in seguito ad alcuni scandali contabili societari, si assiste congiuntamente ad una maggior regolamentazione riguardo gli obblighi di *disclosure* sui pacchetti remunerativi delle imprese americane e al proliferare di una remunerazione variabile principalmente composta da *restricted stock*; a differenza delle *stock option* quest'ultime, come già detto, espongono i manager anche al *downside risk*, conducendoli a scelte gestionali di lungo periodo più lungimiranti ed attente al

¹²² Jensen C., Murphy J., *Performance Pay and Top-Management Incentives*, Journal of Political Economy, vol.98., 1990; Murphy J.K., *Executive Compensation*, Handbook of Labour economics, Vol. 3, 1999; Gabaix, X., & Landier, A., *Why has CEO pay increased so much?* (No. w12365). National Bureau of Economic Research, 2006.

profilo di rischio dell'impresa¹²³. Secondo la teoria esposta, quindi, la remunerazione dei manager è positivamente correlata con le performance di impresa.

Nel medesimo contesto è emersa più recentemente una visione completamente opposta riguardo l'efficiente contrattazione dei pacchetti retributivi; tale filone dottrinale, i cui principali esponenti sono Lucian Bebchuk et al. della *Harvard Law School*, mette in discussione l'impiego della remunerazione quale contratto di incentivo. Essi sostengono la cosiddetta *managerial power theory*, secondo cui i meccanismi di determinazione dei compensi degli amministratori sono caratterizzati da disfunzioni che consentono a questi ultimi di ottenere extra profitti a danno dei soci. Tale corrente di pensiero si concentra sugli effetti dannosi derivanti dalla conformazione azionaria delle public company americane, in cui la presenza di svariati piccoli azionisti conduce ad uno scarso monitoraggio dell'operato dei manager; come diretta conseguenza quest'ultimi riescono a influenzare e spesso determinare la propria remunerazione, fissando livelli eccessivamente elevati anche in caso di performance negative o risultati positivi attribuibili a shock esogeni di mercato piuttosto che alla qualità del proprio operato. A riguardo le evidenze empiriche di Bebchuk et al. dimostrano che i compensi corrisposti ai top *executives*, in particolare ai CEO, sono eccessivamente elevati e superiori a quelli degli altri amministratori. Tale pay gap ha un impatto negativo su tutti gli altri *stakeholders*, i quali sentendosi trattati non equamente, saranno meno inclini e devoti a partecipare alla gestione aziendale, conducendo ad una scarsa produttività dell'impresa¹²⁴.

Quest'ultima teoria, quindi, ipotizza una correlazione negativa tra l'*executive compensation* e la performance d'impresa.

¹²³ Sanders W., *Behavioral responses of CEOs to stock ownership and stock option pay*, *Academy of Management Journal*, Vol 44, 2001.; Conyon, M. J., *Executive compensation and incentives. The Academy of Management Perspectives*, 2006.

¹²⁴ Bebchuk L. et al, *The Ceo Pay slice*, *Journal of Financial Economics*, Discussion Paper No. 679, 2010.

Nonostante la cospicua ricerca in materia, tutt'oggi il tema della relazione remunerazione-performance risulta ancora molto dibattuta e non ha ancora portato ad un'opinione comune in merito; per tale motivo l'analisi che seguirà avrà come scopo non tanto di determinare effettivamente se e in che modo le performance aziendali possano determinare la struttura e i livelli dei compensi, ma piuttosto di esaminare se l'*executive compensation* possa essere utilizzata per incrementare il valore d'impresa, riducendo quindi i problemi di agenzia.

3.1 Presentazione dell'analisi

Lo scopo dell'analisi di cui si tratterà da qui a breve si pone come obiettivo quello di esaminare la significatività e la magnitudo dell'effetto che l'*executive compensation* può avere sulle performance d'impresa, in linea con l'ampia letteratura esistente in materia.

Per rendere maggiormente significativa l'analisi e quindi cercare di catturare maggiormente la relazione tra performance e gli elevati compensi che si registrano negli Stati Uniti, si terrà conto solo della remunerazione dei CEO come proxy per l'*executive compensation*, date le loro elevate responsabilità e competenze che garantiscono la più alta remunerazione tra i top *executives*.

I dati necessari per condurre l'analisi sono stati raccolti dalla piattaforma WRDS (*Wharton Research Data Services*), contenente database contabili e finanziari delle imprese quotate nel S&P500; in particolare, i dati sui compensi sono stati estrapolati dal database Compustat – Execucomp, mentre i dati contabili inerenti alle performance, dal database Compustat – Fundamentals Annual.

L'analisi si concentra su un time frame di 10 anni, compreso tra il 2007 e 2017, in modo da considerare i cambiamenti nel trattamento contabile delle *stock option* adottati dal FASB a partire dal 2004. In particolare, si ricorda, è stato reso obbligatorio l'iscrizione a bilancio delle opzioni

in base al loro fair value rilevato nel *grant date*, calcolabile attraverso il metodo di Black e Scholes; nel database Compustat – Execucomp risulta che solo a partire dal 2007 tutte le imprese hanno iniziato a rispettare il nuovo format di trattamento contabile delle opzioni introdotto dal FASB.

I dati raccolti sono relativi all'*executive compensation* e alle performance d'impresa delle 100 imprese dello S&P100. Questo indice è stato giudicato significativo per l'analisi in questione dato che comprende le 100 principali imprese americane a maggior capitalizzazione di mercato, e quindi si presuppone con più elevati livelli di remunerazione. Inoltre, include imprese appartenenti a diversi settori, che rendono lo S&P100 maggiormente rappresentativo della totalità delle aziende americane; dalla tabella 5 si evince come il settore più avanzato e redditizio sia quello del manufacturing, grazie alla forte dipendenza degli USA dalle high tech e *construction industries*, che rappresenta il 40,92 % delle osservazioni del campione, seguito dal settore finanziario (18,46 %). Infine, è stato scelto l'indice S&P100 poiché risulta più probabile che i dati inerenti alle imprese più avanzate siano maggiormente precisi e completi, cercando di evitare il più possibile di incorrere in eccessivi *missing values* che renderebbero porco robusta l'analisi.

Tabella 5. Osservazioni per settore industriale comprese nel campione

```
. tab INDUSTRY
```

INDUSTRY	Freq.	Percent	Cum.
finance	184	18.46	18.46
manufacturing	408	40.92	59.38
mining	51	5.12	64.49
public	30	3.01	67.50
retail	101	10.13	77.63
services	70	7.02	84.65
transportation	153	15.35	100.00
Total	997	100.00	

Fonte: Stata: Data Analysis and Statistical Software, elaborazione personale

Per rendere l'analisi il più precisa possibile, sebbene è importante precisare che comunque diversi dati risultano mancanti, sono state adottate principalmente due restrizioni. Prima di tutto si sono esclusi i CEO che hanno lavorato in più di un'impresa in un dato anno; infine sono state eliminate osservazioni generate da società con più di un CEO in un preciso anno. Tali dati, infatti, potrebbero ridurre artificialmente il livello dei compensi, dato che si rilevarebbe come un dato CEO abbia ricevuto una remunerazione solo parziale nel corso di un anno¹²⁵.

Infine, i dati sui compensi e sulle performance aziendali sono stati uniti in unico dataset di 997 osservazioni, in modo da poter proseguire nella creazione delle variabili dipendenti e indipendenti necessarie per la regressione.

3.2 Le variabili dipendenti: le performance d'impresa

Dall'analisi della cospicua ricerca effettuata in materia si evince come oltre a non esistere una visione comune per gli accademici sulla relazione tra performance e compensi manageriali, non è stato individuato un indice definitivo per la misurazione delle performance aziendali; sebbene ci sia una notevole discrezionalità in materia, tale da non consentire una efficace comparazione tra le diverse risultanze empiriche, si rileva una convergenza comune verso l'utilizzo del ROA (return on asset) e del Tobin's Q come indici di performance.

Il ROA è la misura contabile maggiormente utilizzata perché esprime la capacità del CEO di gestire gli asset a disposizione di un'impresa, e quindi di generare profitti¹²⁶.

In particolare, se una società rileva un ROA elevato, allora avrà maggiori opportunità di incrementare la crescita del proprio capitale; al contrario al ridursi dell'indice, la gestione degli

¹²⁵ Bebchuck L. et al, *The Ceo Pay slice*, Journal of Financial Economics, Discussion Paper No. 679, 2010.

¹²⁶ Murphy J.K., *Executive Compensation*, Handbook of Labour economics, Vol. 3, 1999; Bushman R. M. et al. , *CEO compensation: The role of individual performance evaluation*. Journal of Accounting and Economics, Vol.21, 1996

asset da parte del CEO risulta meno efficiente, inficiando la crescita del capitale d'impresa. La formula standard del ROA comunemente utilizzata, e considerata anche in questa analisi, è la seguente:

$$ROA = \frac{Net\ Income}{Total\ Asset}$$

Dove *Net Income* sta per risultato netto di periodo e per *Total Asset* si intendono gli asset totali dell'impresa (attività e passività).

Misure contabili come il ROA presentano diversi vantaggi¹²⁷:

- Accuratezza: le misure contabili sono affidabili e accurate, date che le imprese hanno l'obbligo di pubblicare in modo preciso i propri bilanci, sotto l'attenta sorveglianza di società esterne di revisione.
- Frequentemente misurate: la maggior parte delle società misura i propri indici contabili con frequenza settimanale, mensile e annuale; tali misure risultano quindi maggiormente disponibili.
- Compatibili con il prezzo delle azioni: i CEO credono che gli *stock price* riflettano positivamente le informazioni contabili; essi risultano quindi incentivati ad incrementare i profitti contabili d'impresa.

È necessario inoltre, porre massima attenzione nel relazionare i contratti retributivi al ROA, dato che quest'ultimo presenta anche diversi svantaggi. Prima di tutto il return on asset riflette la gestione degli asset societari durante il periodo precedente la rilevazione; di conseguenza si tratta di una misura backward looking, che incentiva i CEO ad incrementare i profitti contabili di breve

¹²⁷ Mehran H., Adams R., *Corporate Performance, Board Structure, and Their Determinants in the Banking Industry*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Staff Report 30, 2011

termine e a trascurare la creazione di valore nel lungo periodo¹²⁸. Inoltre, le misure contabili non considerano i cosiddetti intangible assets, come ad esempio le opportunità future di crescita ed investimenti; infine il ROA, come tutti gli indici contabili, risulta essere maggiormente sensibile a manipolazioni da parte dei top *executives*, come dimostrano i frequenti scandali societari che si sono susseguiti a partire dai primi anni del 2000¹²⁹. L'incentivo al cosiddetto *earning management*, ovvero la fraudolenta alterazione della contabilità da parte dei manager e dei CEO, può sorgere sia in presenza di incentivi di breve termine (bonus annuali) sia in presenza di incentivi di lungo termine azionari¹³⁰. Nel primo caso gli amministratori potrebbero alterare il ROA assunto come parametro su cui calcolare i bonus, anticipando o posticipando una parte del risultato di impresa. Anche le *stock option* possono incentivare ad alterare la contabilità e le informazioni da disporre al mercato; i top *executives* potrebbero ad esempio formulare previsioni pessimistiche di guadagno nei periodi precedenti l'emissione di *stock option*, diminuendo così il prezzo di esercizio delle stesse¹³¹.

Il Tobin's Q invece, è una proxy per le future opportunità di crescita e performance dell'impresa. Si tratta di un indice che combina dati contabili e dati finanziari di mercato per stimare il potenziale di un'impresa. È quindi una misura più affidabile e accurata del ROA, sia perché è meno sensibile a manipolazioni contabili, sia perché risulta essere maggiormente forward looking, stimando il valore attuale dei profitti futuri. Riesce ad approssimare il valore dell'impresa acquistata nel mercato finanziario rispetto al valore che la stessa registra nel caso sia rilevata sul mercato dei beni, rapportando il capitale desiderato al capitale effettivamente posseduto. In particolare, un Tobin's Q maggiore di uno indica che gli investimenti negli asset a

¹²⁸ Murphy J.K., *Executive Compensation*, Handbook of Labour economics, Vol. 3, 1999

¹²⁹ Pérez-González F., Inherited Control and Firm Performance. *The American Economic Review*, 96, 2006

¹³⁰ Bergstresser D. et al., *Ceo Incentive and Earnings Management*, *Journal of Financial Economics*, 80, 2006,

¹³¹ Johnson S. et al., *Managerial Incentives and Corporate Fraud: The Sources of Incentives Matter*, *Review of Finance*, 13, 2009

disposizione genereranno profitti elevati che riusciranno a coprire e superare le spese effettuate: ciò come diretta conseguenza stimolerà maggiori investimenti. Al contrario se il Tobin's Q è minore di uno, gli investimenti in asset non saranno più appetibili¹³².

Si evince come il Tobin's Q possa stimare in modo più accurato il grado di efficacia della gestione delle risorse a disposizione della società da parte dei CEO nel lungo periodo.

I caratteri appena citati conducono a riconoscere una certa similarità tra il Tobin's Q e l'Economic Value Added, descritto nel secondo capitolo, dato che anche quest'ultimo esprime l'abilità di generare una ricchezza maggiore rispetto al capitale investito; nelle ricerche empiriche si preferisce comunque utilizzare il Tobin's Q, dato che il calcolo dell'EVA include troppe variabili difficili da stimare per un campione costituito da molte imprese ; come conseguenza si rischia di incorrere in misure poco precise, soprattutto in caso di time frame estesi¹³³.

Sebbene anche il Tobin's Q sia difficile da stimare, nel 1994 gli accademici Chung e Pruitt hanno introdotto un'equazione in grado di approssimare gli effetti dell'indice. La formula proposta utilizzata in questa analisi come in tutte le altre ricerche empiriche in materia è la seguente¹³⁴ :

$$TOBIN'S Q = \frac{Equity\ Market\ Value + Total\ Book\ Debt}{Total\ Asset}$$

Dove per *Equity Market Value* si intende la capitalizzazione di mercato dell'impresa, data dal prodotto tra numero di azioni emesse in un dato anno e prezzo azionario rilevato alla fine di ogni

¹³² Oriani R., Munari F., Privatization and R&D Performance: An Empirical Analysis *Based on* Tobin's q, Fondazione Eni Enrico Mattei, nota di lavoro 63, 2002

¹³³ Chung K. Pruitt S., *A Simple Approximation of Tobin's q*, Financial Management, Vol. 23, 1994

¹³⁴ Jensen C., Murphy J., *Performance Pay and Top-Management Incentives*, Journal of Political Economy, vol.98., 1990; Bebchuck L. et al, *The Ceo Pay slice*, Journal of Financial Economics, Discussion Paper No. 679, 2010; Mehran H., *Executive compensation structure, ownership, and firm performance. Journal of Financial Economics, 38, 1995*; Ozkan, N., *CEO compensation and firm performance: An empirical investigation of UK panel data. European Financial Management, 17, 2011*

anno fiscale; il valore di libro del debito, ovvero le passività di bilancio, è dato dal valore di libro degli asset al netto del valore di libro dell'*equity*. I *Total asset* comprendono gli asset totali di impresa, ovvero passività più attività di bilancio.

3.3 Le variabili esplicative: le componenti dell'*executive compensation*

Come già detto, si è scelto di inserire l'*executive compensation* tra le variabili indipendenti della regressione per dimostrarne un eventuale effetto sulle performance aziendali.

Estraendo i dati dal database Compustat-Execucomp, sono state costruite tre diverse variabili:

$$\text{Total compensation} = \text{cash compensation} + \text{equity compensation} + \text{altri compensi}$$

$$\text{Cash compensation} = \text{salary} + \text{bonus}$$

$$\text{Equity compensation} = \text{stock awards} + \text{stock option awards}$$

Gli altri compensi includono tutte le altre forme di remunerazione corrisposte ai CEO, come pensioni e perquisite; i compensi *cash based* rappresentano la remunerazione di breve termine dato che includono i salari fissi e i bonus annuali. L'*equity based compensation* comprende invece le *stock option* e le *restricted stock* valutate al fair value nel *grant date*, in linea quindi con i principi contabili adottati dal FASB.

Dalla tabella 6 si evidenzia come la componente principale corrisposta ai CEO sia quella *equity based*, rappresentando ben il 70% della remunerazione totale. La media della *cash compensation* corrisposta nel periodo considerato risulta significativamente minore della componente variabile (\$2.127.163 vs \$ 9.706.684). l'ampio divario risultante è attendibile dato che il campione comprende le maggiori imprese statunitensi per capitalizzazione di mercato e performance

aziendali; la loro elevata complessità aziendale richiede non solo skill manageriali elevate, ma soprattutto una maggior devozione dei CEO verso gli interessi dell'intera impresa¹³⁵.

Da ciò si spiega la prevalenza significativa della componente variabile con lo scopo di ridurre eventuali conflitti di interessi tra CEO e azionisti. Ovviamente, considerando la *managerial power theory*, la complessità aziendale e il conseguente scarso monitoraggio da parte degli azionisti, potrebbe condurre i top *executives* ad influenzare eccessivamente a proprio favore il loro pacchetto retributivo ed essere incentivati a intraprendere performance che giovino maggiormente ai propri interessi che quelli dell'impresa¹³⁶. Lo scopo dell'analisi in questione, i cui risultati verranno mostrati a breve, è proprio quello di cercare di dimostrare quale effetto sulle performance prevalga. Risulta infine fondamentale considerare che i valori presentati in tabella presentano elevate standard deviation, che indicano l'esistenza di ampie differenze nei pay mix corrisposti ai CEO delle imprese considerate; ciò presuppone di continuare l'analisi introducendo altre variabili che riescano a catturare le differenze tra le varie società considerate.

Tabella 6. Media componenti della remunerazione nel periodo 2007/2017. *Equity_prc* indica la percentuale media della remunerazione totale, corrisposta ai CEO in forma di *equity* tra il 2007 e il 2017

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cash_comp	997	2127.163	2065.772	0	11035.03
equity_comp	997	9706.684	7576.516	0	58000.2
total_comp	997	12505.2	8193.275	.001	59190.59
equity_prc	997	.7069704	.2624074	0	.9999999

Fonte: Stata: Data Analysis and Statistical Software, elaborazione personale

¹³⁵ Gabaix X. et al. , *CEO pay and firm size: an update after the crisis*. The Economic Journal, 124, 2014

¹³⁶ Bebchuck L. et al, *The Ceo Pay slice*, Journal of Financial Economics, Discussion Paper No. 679, 2010

3.4 Le variabili di controllo: le caratteristiche del CEO e dell'impresa

Partendo dal presupposto che le performance aziendali sono determinate da molti altri fattori oltre che dai compensi corrisposti al CEO, è necessario introdurre nell'analisi variabili di controllo che catturino le differenze esistenti tra le imprese incluse nel campione e tra i diversi CEO; si tratta cioè di catturarne e nello stesso tempo isolarne gli effetti sulla variabile dipendente.

Per quanto riguarda le caratteristiche del CEO è prassi comune per la letteratura in materia considerare principalmente l'età del CEO, la durata del suo mandato e la sua partecipazione azionaria nella società.

L'età viene inserita per l'ovvio presupposto secondo cui i CEO più anziani tendono ad essere remunerati con salari più elevati rispetto ai CEO più giovani; essi rimarranno in carica ancora per poco, di conseguenza si preferisce remunerarli prevalentemente con compensi *cash*, piuttosto che con incentivi di lungo termine, conducendo ad un aumento di conflitti di interesse con gli azionisti¹³⁷. I problemi di agenzia potrebbero ridursi nel caso in cui il CEO possieda un elevato numero di azioni della società, dato che sarebbe maggiormente incentivato a perseguire gli interessi della società e massimizzare il valore degli azionisti, evitando politiche gestionali eccessivamente rischiose¹³⁸. Di conseguenza risulta fondamentale includere nella regressione il livello di partecipazione azionaria dei CEO, calcolata nel modo seguente usando i dati estratti da Execucomp:

$$CEO_OWNERSHIP = \frac{Shrown_tot}{CSHO}$$

La variabile *Shrown_tot* esprime il numero di azioni possedute dal CEO alla fine dell'anno, mentre *CSHO* il numero di azioni emesse dalla società ogni anno.

¹³⁷ Jensen C., Murphy J., *Performance Pay and Top-Management Incentives*, Journal of Political Economy, vol.98., 1990

¹³⁸ Mehran H., *Executive compensation structure, ownership, and firm performance*. Journal of Financial Economics, 38, 1995

Infine, riguardo le caratteristiche del CEO, si terrà conto della durata del loro incarico. CEO che rimangono in carica a lungo solitamente ricevono compensi più elevati come premio per le soddisfacenti performance rilevate negli anni passati. La variabile è stata costruita in questo modo¹³⁹ :

$$CEO_TENURE = Year - Became\ Ceo\ Date$$

Became Ceo Date esprime l'anno in cui l'*executives* ha iniziato a ricoprire la carica di CEO; di conseguenza la variabile misura la durata del servizio degli *chief executive officer* rilevata ogni anno.

Per quanto riguarda le caratteristiche delle singole imprese, verranno incluse variabili relative alle diverse strategie di investimento, alla leva finanziaria, ai differenti settori industriali e alle dimensioni societarie.

Per catturare le differenze tra i vari settori industriali inclusi nel modello e i loro differenti trend evolutivi nel time frame considerato, sono state incluse 7 variabili dummy, una per ogni settore compreso nel campione (tabella 5). Questo passaggio consentirebbe di tener maggiormente conto soprattutto delle differenze tra imprese industriali e finanziarie; quest'ultime infatti, oltre ad avere strutture e obiettivi differenti, sono soggette ad una maggior regolamentazione soprattutto dopo lo scoppio della crisi finanziaria; si richiede quindi un maggiore sforzo per le società appartenenti a tale settore, dovendo sopportare l'introduzione di stringenti controlli al fine di evitare scandali che potrebbero danneggiare l'intera economia¹⁴⁰.

¹³⁹ Bebchuck L. et al, *The Ceo Pay slice*, Journal of Financial Economics, Discussion Paper No. 679, 2010; Ozkan, N., *CEO compensation and firm performance: An empirical investigation of UK panel data. European Financial Management, 17, 2011*

¹⁴⁰ Klein P et al., *Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: the Canadian evidence*. Corporate Governance: An International Review, 2005; Ozkan, N., *CEO compensation and firm performance: An empirical investigation of UK panel data. European Financial Management, 17, 2011*; Coles, J. et al., *Managerial incentives and risk-taking*. Journal of Financial Economics, 79, 2006

In linea con gli studi riportati nel secondo capitolo di Conyon e Fernandes la dimensione di impresa viene inserita tra le variabili di controllo, dato che è considerata la principale determinante dei livelli dei compensi manageriali, ed è anche in grado di influenzare le performance aziendali. Verranno considerate due proxy per la dimensione aziendale: la capitalizzazione di mercato (MKVALT) e la crescita degli asset totali espressa in logaritmo naturale (LN_AT). La prima ha lo scopo di catturare gli effetti di mercato sulle performance, la seconda è utilizzata per essere in linea con i principali studi in materia i quali comunemente usano il logaritmo degli asset totali come approssimazione delle dimensioni aziendali¹⁴¹.

La leva finanziaria è un'ulteriore variabile che tiene conto delle differenze esistenti tra le imprese incluse nel campione e che inciderà sulla qualità delle performance aziendali.

Una maggior esposizione debitoria può ridurre i costi di agenzia, dato che limita la possibilità che i flussi di cassa generati vengano utilizzati in modo subottimale; il leverage vincola il CEO e tutti i top *executives* al raggiungimento degli obiettivi programmati, in quanto nel caso non fossero raggiunti porterebbero portare al fallimento della società e alla conseguenza perdita dell'incarico del CEO¹⁴². Come già precisato nel secondo capitolo il leverage può quindi fungere da strumento per disciplinare il comportamento dei top *executives*¹⁴³.

La leva finanziaria è calcolata come segue =

$$LEV = \frac{LDTB}{Total Asset}$$

dove LEV esprime il livello in cui i debiti di lungo termine (LDTB) sovrastano il patrimonio dell'impresa (total asset).

¹⁴¹ Jensen C., Murphy J., *Performance Pay and Top-Management Incentives*, Journal of Political Economy, vol.98., 1990; Mehran H., *Executive compensation structure, ownership, and firm performance*. *Journal of Financial Economics*, 38, 1995; Bebchuck L. et al, *The Ceo Pay slice*, *Journal of Financial Economics, Discussion Paper No. 679*, 2010; Conyon, M. J. *Executive compensation and incentives. The Academy of Management Perspectives*, 20, 2006

¹⁴² Jensen M., *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, The American Economic Review, Vol. 76., 1986

¹⁴³ Shleifer A., Vishny N.W., *A survey of corporate governance*, Journal of Finance, Vol. 52, 1997.

Infine, si terrà conto delle diverse strategie di investimento che variano principalmente in base al settore di appartenenza e influenzano le opportunità di investimento del CEO¹⁴⁴.

Si distinguono comunemente investimenti in ricerca e sviluppo (R&D) e investimenti in conto capitale(CAPEX). Le spese in ricerca e sviluppo sono investimenti rischiosi, dato che sono caratterizzati da elevata incertezza e prevedono l'attesa di estesi orizzonti temporali prima di poter conseguire accettabili ritorni economici. Ci si aspetta ad esempio un'elevata intensità in R&D e compensi maggiormente *equity* nelle imprese high tech e farmaceutiche, rimarcando l'importanza di inserire controlli per i diversi settori nell'analisi; l'elevata rischiosità degli investimenti in R&D conducono in caso di successo ad un significativo aumento delle opportunità di investimento e della produttività dell'impresa¹⁴⁵. Al contrario le spese in conto capitale (CAPEX) sono associate ad investimenti sicuri e poco rischiosi, dato che coinvolgono le spese standard in prodotti e sistemi che ogni impresa effettua per migliorare la propria produttività; il loro profilo di rischio è basso anche perché i beni coinvolti (macchinari e terreni ad esempio) sono direttamente osservabili e facilmente misurabili a differenza di quanto avvenga negli investimenti in ricerca e sviluppo¹⁴⁶.

Dato il loro ruolo cruciale nel definire le diverse strategie di investimento di un'impresa, è prassi comune considerare le spese in R&D e in capitale (CAPEX) per esaminare la relazione tra compensi degli *executives* e performance aziendali¹⁴⁷.Le due variabili in esame sono state costruite come segue:

¹⁴⁴ Smith, C. & Watts. R., *The investment opportunity set and corporate financing, dividends, and compensation policies*. Journal of Financial Economics, 32, 1992

¹⁴⁵ Kim, E. H., Lu, Y. *CEO ownership, external governance, and risk-taking*. Journal of Financial Economics, 102, 2011

¹⁴⁶ Coles, J. L et al. *Managerial incentives and risk-taking*, Journal of Financial Economics, 79, 2006

¹⁴⁷ Jensen C., Murphy J., *Performance Pay and Top-Management Incentives*, Journal of Political Economy, vol.98., 1990; Mehran H., *Executive compensation structure, ownership, and firm performance*. Journal of Financial Economics, 38, 1995; *Bebchuck L. et al, The Ceo Pay slice, Journal of Financial Economics, Discussion Paper No. 679, 2010; Conyon, M. J. Executive compensation and incentives, The Academy of Management Perspectives, 20, 2006*

$$\text{CAPEX} = \frac{\text{capex}}{\text{Total Asset}}$$

$$\text{R\&D} = \frac{\text{R\&D}}{\text{Total Asset}}$$

Dove CAPEX e R&D esprimono il peso sugli asset totali delle spese in capitale e in ricerca e sviluppo.

3.5. Risultati

È opportuno precisare che l'analisi che verrà presentata si discosta dalla maggior parte degli studi in materia, i quali pongono le varie componenti delle *executive compensation* come variabile dipendente per dimostrare come alti livelli di performance conducano ad un aumento del livello dei compensi corrisposti ai CEO. La regressione proposta, come già anticipato, si pone invece l'obiettivo di esaminare se l'*executive compensation* possa incrementare il livello delle performance aziendali; ponendo come variabile indipendente i compensi e altre misure di controllo (sintetizzate nella tabella 8) per le differenze delle imprese del campione, l'analisi risulta assimilabile alle regressioni effettuate da Bebchuck et al (2010) e Mehran(1995). Questi ultimi utilizzando differenti proxy per l'*executive compensation*, arrivano a risultati opposti: Bebchuck et al. dimostrano una correlazione negativa tra performance aziendali e la remunerazione del CEO, espressa come rapporto tra i compensi totali ricevuti dagli *chief executive officer* e i compensi totali corrisposti ai 5 top *executives* maggiormente retribuiti¹⁴⁸; al contrario Mehran dimostra la positività della relazione, considerando come variabile indipendente l'*equity*

¹⁴⁸ Bebchuck L. et al, *The Ceo Pay slice*, *Journal of Financial Economics*, Discussion Paper No. 679, 2010

based compensation, espressa come percentuale della remunerazione totale corrisposta ai CEO¹⁴⁹.

L'analisi proposta in questo paragrafo, invece, esaminerà la relazione tra performance aziendali e le tre diverse componenti dell'*executive compensation* (totale, *equity* e *cash*) trasformate in forma logaritmica per considerare e catturare l'effetto della loro crescita nel tempo. Per evitare di incorrere in fenomeni di multicollinearità, ovvero di eccessiva dipendenza e autocorrelazione tra le 3 componenti remunerative, queste ultime verranno esaminate separatamente in tre regressioni. Si analizzerà la significatività della regressione del Tobin's Q (modello 1) e del ROA (modello 2) sulle variabili esplicative e di controllo.

Dall'analisi del modello 1 si evidenziano prima di tutto delle similarità tra le 3 regressioni sulle differenti componenti dell'*executive compensation*. In particolare, le caratteristiche del CEO (AGE, CEO_OWN, CEO_TEN) non appaiono influenzare direttamente le performance aziendali (p-value molto elevato >10%), e ciò risulta attendibile dato che si tratta di caratteri che prima di tutto contribuiscono a determinare il livello e la forma dei compensi. Un'unica eccezione si ha nel modello 1.1, in cui tenendo conto della remunerazione totale, la partecipazione azionaria ha un effetto positivo e significativo (p-value < 10%); quindi in contrasto con la tesi di Bebchuck et al., prevale l'effetto positivo che il potere del CEO possa avere sull'allineamento degli interessi tra azionisti e top *executives* (Meheran 1995). Anche l'effetto del leverage risulta positivo e significativo in linea con gli studi di Shleifer e Vishny (1997), che hanno dimostrato il potere che ha l'indebitamento sulla disciplina del comportamento dei manager, indirizzandoli verso performance sicure e in linea con gli interessi della società. Ulteriore aspetto in comune degno di nota è la correlazione negativa e significativa tra le dimensioni aziendali, espresse come crescita degli asset, e le performance aziendali.

¹⁴⁹ Meheran H., *Executive compensation structure, ownership, and firm performance. Journal of Financial Economics, 38, 1995*

Tale relazione negativa può essere spiegata principalmente in due modi; prima di tutto il risultato è attendibile poiché teoricamente le imprese minori hanno elevate opportunità di crescita, misurate dal Tobin's Q ¹⁵⁰. In secondo luogo, il coefficiente negativo può essere accettato poiché il denominatore del Tobin's Q (e anche del ROA) è rappresentato dagli asset totali, di conseguenza all'aumentare di quest'ultimi, le performance aziendali si ridurranno, assumendo un valore di mercato dell'impresa (o di un net income in caso del ROA) costante. La variabile RD è altamente significativa e positiva, dato che ci si trova di fronte alle imprese maggiormente produttive degli Stati Uniti; quindi è attendibile il risultato secondo cui investimenti rischiosi nel periodo considerato abbiano avuto successo incrementando le performance. Infine, la significatività della variabile dummy Industry evidenzia come gli effetti fissi non direttamente osservabili delle differenti caratteristiche dei settori inclusi nel campione, ci aiutino a spiegare il modello.

Ciò che maggiormente interessa ai fini dell'analisi in questione è la magnitudo e la significatività delle tre componenti dell'*executive compensation*. Si rileva come la remunerazione totale (modello 1.1.) non ha alcun effetto sulle performance (p-value >10%), mentre in linea con l'evidenza di Mehran (1997) l'*equity based compensation* (modello 1.2) ha un effetto significativo (p-value < 10%) sul Tobin's Q. In particolare, un incremento del 10% dei compensi in opzioni e *stock*, conduce ad un incremento delle opportunità di crescita e delle performance dell'1,2%. Il modello riesce anche a catturare un effetto significativo della componente *cash* della remunerazione (modello 1.3); la correlazione pur avendo una bassa magnitudo (riduzione delle performance dello 0.3% per un aumento del 10% di salari e bonus annuali) esprime gli attendibili effetti negativi che una remunerazione di breve periodo possa avere sulle performance e sulla crescita di lungo periodo dell'impresa ; Il CEO potrebbe essere incentivato ad adottare politiche

¹⁵⁰ Mehran H., *Executive compensation structure, ownership, and firm performance. Journal of Financial Economics, 38, 1995*

di breve periodo in modo da raggiungere in tempi brevi i valori contabili cui è subordinato il pagamento dei bonus, in contrasto con la creazione di valore nel lungo termine¹⁵¹.

Dal modello 2 si evidenzia una minor efficacia della relazione tra compensi e performance misurate dal ROA. In particolare, si rileva un effetto non significativo dei compensi totali (modello 2.1) e *cash* (modello 2.3) sul return of asset; l'effetto dell'*equity based compensation*, pur essendo significativo (p-value<10%) è caratterizzato da una magnitudo molto bassa; in particolare ad un aumento del 10% dei compensi variabili, corrisponde un aumento delle performance dello 0,09%. Tale debole relazione è attendibile se si considera come il ROA non solo sia maggiormente sensibile a manipolazioni contabili, ma soprattutto sia una misura backward looking che incentiva i manager a preoccuparsi maggiormente dei profitti contabili di breve termine. Ciò è anche messo in luce dall'effetto negativo e significativo della partecipazione azionaria del CEO: all'aumentare delle azioni in suo possesso, sarà maggiormente incentivato a perseguire obiettivi in linea con la creazione di valore nel lungo termine, trascurando quindi le performance di breve espresse dal ROA.

I due modelli delineano un maggior relazione tra l'*executive compensation* in forma *equity* e le performance di mercato (catturate dal Tobin's Q), piuttosto che le misure contabili; ciò è visibile anche analizzando l' R^2 dei due modelli, che misura la frazione delle performance spiegata dalle variabili esplicative incluse nel modello. Concentrandosi sulla regressione tra ROA e *equity based compensation* si rileva un R^2 significativamente minore rispetto alla regressione tra Tobin's Q e compensi variabili (43% vs 64%); tale dato di fatto incrementa la relazione tra compensi e misure di mercato, in linea con la maggior parte degli studi in materia, i quali

¹⁵¹ Frydman, C., & Jenter, D., *CEO compensation* (No. w16585). National Bureau of Economic Research, 2010

dimostrano una relazione significativa e positiva tra l'andamento dei prezzi azionari e i livelli dei compensi *equity based*¹⁵².

È opportuno precisare che nonostante l'*equity based compensation* influenzi maggiormente le performance di mercato piuttosto che indici di redditività meramente contabili, l'effetto sul Tobin's Q risulta comunque essere relativamente basso (un aumento del 1.2% delle opportunità di crescita per ogni aumento del 10% dei compensi azionari). Tale situazione potrebbe essere causata dall'inclusione nel modello di osservazioni inerenti al biennio 2007/2008, in cui il crollo dei mercati finanziari potrebbe aver lesso l'effetto benefico dell'*equity based compensation* sulle performance di impresa. Da ciò si deduce che queste ultime siano influenzate maggiormente da shock esogeni macroeconomici e di settore, piuttosto che dai meccanismi di remunerazione delle singole imprese; infatti la tabella 7 mostra che la crescita dell'*equity based compensation* sia stata costante e poco accentuata nel decennio considerato, non discostandosi mai eccessivamente in media dai \$9milioni anche nel biennio della crisi finanziaria, lasciando predire in modo fuorviante che non abbia avuto responsabilità nel crollo delle performance e dei mercati finanziari; tuttavia il dato maggiormente significativo della tabella 7 riguarda le proporzioni di *equity* assegnate sotto forma di *stock option* o *restricted stock*. Nel biennio 2007/2008 si rileva un maggior bilanciamento tra opzioni e *stock* corrisposte ai CEO, con una prevalenza delle *stock option* nel 2008 (57% vs 43%); ma già a partire dal 2009 si assiste ad un divario tra azioni e *stock option* che andrà ad estendersi nel corso degli anni a favore delle *restricted stock*. Ad esempio, nel 2016 la remunerazione attraverso *restricted stock* rappresentava in media il 76% di tutta la

¹⁵² Jensen C., Murphy J., *Performance Pay and Top-Management Incentives*, Journal of Political Economy, vol.98., 1990; Mehran H., *Executive compensation structure, ownership, and firm performance. Journal of Financial Economics*, 38, 1995; Ozkan, N., *CEO compensation and firm performance: An empirical investigation of UK panel data. European Financial Management*, 17, 2011; Conyon, M. J. *Executive compensation and incentives. The Academy of Management Perspectives*, 20, 2006

remunerazione variabile di lungo periodo¹⁵³. Tali dati conducono a confermare la teoria discussa nel secondo capitolo, secondo cui il payoff asimmetrico delle opzioni incentiva i manager ad assumere profili eccessivamente rischiosi, e quindi è da includere tra i diversi fattori che hanno dato un contributo al crollo dei mercati finanziari.

L'effetto positivo dell'*equity compensation* sul ROA e sul Tobin's Q è da assegnare quindi alla prevalenza, sempre maggiore nel corso degli anni, delle *restricted stock* nel pacchetto di *equity* corrisposto ai CEO; la mera assegnazione di *stock*, come ripetuto più volte, espone i top *executives* anche al *downside risk*, incentivandoli ad intraprendere politiche di lungo periodo maggiormente lungimiranti e in linea con gli interessi degli azionisti¹⁵⁴.

Dalla seguente analisi risulta evidente che non esistono studi empirici errati o corretti che portino ad una soluzione univoca e comune, dato che i risultati dipendono fortemente dalle variabili scelte, come l'orizzonte temporale, la categoria di imprese e la modalità di costruzione degli indici di performance utilizzati. Ad esempio, i risultati dell'analisi proposta potrebbero essere in contrasto con l'evidenza di Bebchuck et al., poiché a differenza di questi ultimi non si tiene conto del *pay gap* tra CEO e gli altri top *executives*, fattore che potrebbe condurre ad una diversa relazione tra compensi e performance. A riguardo è necessario precisare che le regressioni effettuate presentano dei limiti, dato che sono frutto dell'unione di due grandi database: uno riguardo i compensi e un altro riguardo i dati di bilancio sulle performance aziendali; tale operazione ha necessariamente generato la perdita di molti dati e quindi l'analisi sarebbe stata più precisa se i database fossero stati perfettamente complementari. Inoltre, sebbene siano state considerate le principali imprese americane presupponendo una maggior precisione e

¹⁵³ Sebbene riportati in tabella, è opportuno trascurare le statistiche del 2017, dato che ad oggi il database EXECUCOMP riporta i dati del 2017 inerenti solamente 18 delle imprese incluse nell'analisi.

¹⁵⁴ Conyon, M. J. *Executive compensation and incentives*, The Academy of Management Perspectives, 20, 2006

completezza dei dati a disposizione, le osservazioni omesse dal database Execucomp risultano essere diverse, conducendo a lievi distorsioni.

Tuttavia, l'analisi consente di poter affermare che gli obblighi informativi dei top *executives* nei confronti degli azionisti, rafforzati dal Dodd Frank Act prima e dalle implementazioni della SEC dopo, hanno consentito un maggior monitoraggio da parte dei soci sul profilo di rischio delle singole imprese e sul potere manageriale, attraverso remunerazioni variabili costituite in prevalenza da assegnazioni azionarie piuttosto che opzionarie. In definitiva, da ciò si evince che non è tanto il livello ma piuttosto la forma attraverso cui viene corrisposta l'*executive compensation*, a poter influenzare positivamente il valore creato di un'impresa.

Tabella 7. Crescita *equity compensation* e variazione nell'assegnazione ai CEO di azioni e opzioni tra il 2007 e il 2017.

La prima colonna mostra l'andamento medio della crescita dell'*equity compensation*; la seconda e terza colonna mostrano la percentuale di *equity* corrisposta ai CEO, rispettivamente in forma di *stock* e opzioni.

```
. table year, contents( mean LN_EQUITY_COMP mean stock_prc mean option_prc )
```

Data Year - Fiscal	mean(LN_EQU~P)	mean(stock_~c)	mean(option~c)
2007	9.167289	.5137326	.4795808
2008	9.280271	.4249626	.5668738
2009	9.168665	.6116269	.3815273
2010	9.226364	.6549468	.3386638
2011	9.239609	.6908859	.3168038
2012	9.257861	.7121636	.2813751
2013	9.337934	.7329984	.2606121
2014	9.339229	.7352103	.2647897
2015	9.362739	.7689661	.2310339
2016	9.40695	.763274	.2323658
2017	9.438869	.8945792	.1054208

Fonte: Stata: Data Analysis and Statistical Software, elaborazione personale

Tabella 8. Variabili dipendenti e indipendenti utilizzate

NOME VARIABILE	DESCRIZIONE	UNITA'
TOB_Q	Tobin's Q	rapporto
ROA	Return on Asset	%
LN_EQUITY_COMP	Crescita <i>equity compensation</i>	\$milioni
LN_TOTAL_COMP	Crescita <i>total compensation</i>	\$milioni
LN_CASH_COMP	Crescita <i>cash compensation</i>	\$milioni
AGE	Età CEO	anno
CEO_OWN	Partecipazione azionaria CEO	%
CEO_TENURE	Durata carica CEO	anno
INDUSTRY	Settore industriale	Dummy(0,1)
CAPEX	Spese in conto capitale	%
RD	Spese in ricerca e sviluppo	%
LEV	Leva finanziaria	%
LN_AT	Crescita degli asset totali	\$milioni
MKVALT	Capitalizzazione di mercato	\$milioni

Fonte: elaborazione personale

MODELLO 1. RELAZIONE TRA TOBIN'S Q E REMUNERAZIONE

Modello 1.1. Regressione del Tobin's Q sulla crescita della remunerazione totale.

```
. areg TOB_Q LN_TOTAL_COMP AGE CEO_OWN CEO_TENURE CAPEX RD LEV LN_AT MKVALT, abso
> rb(INDUSTRY)
```

```
Linear regression, absorbing indicators          Number of obs   =          901
                                                F(   9,   885) =       104.77
                                                Prob > F        =         0.0000
                                                R-squared       =         0.6335
                                                Adj R-squared   =         0.6273
                                                Root MSE       =         0.7136
```

TOB_Q	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LN_TOTAL_COMP	.004141	.0116618	0.36	0.723	-.0187469	.027029
AGE	-.0038607	.0042389	-0.91	0.363	-.0121802	.0044588
CEO_OWN	2.039457	.765674	2.66	0.008	.5367083	3.542206
CEO_TENURE	-.0000143	.0000125	-1.14	0.254	-.000039	.0000103
CAPEX	.7719431	.6029089	1.28	0.201	-.4113549	1.955241
RD	3.226896	.4816663	6.70	0.000	2.281555	4.172238
LEV	1.018288	.1889025	5.39	0.000	.6475394	1.389038
LN_AT	-.8834791	.0338297	-26.12	0.000	-.9498749	-.8170833
MKVALT	7.14e-06	3.64e-07	19.61	0.000	6.42e-06	7.85e-06
_cons	10.94219	.4126856	26.51	0.000	10.13223	11.75214
INDUSTRY	F(6, 885) =		31.196	0.000	(7 categories)	

Fonte: Stata: Data Analysis and Statistical Software, elaborazione personale

Modello 1.2. Regressione del Tobin's Q sulla crescita della remunerazione *equity*

```
. areg TOB_Q LN_EQUITY_COMP AGE CEO_OWN CEO_TENURE CAPEX RD LEV LN_AT MKVALT, abs
> orb(INDUSTRY)
```

```
Linear regression, absorbing indicators          Number of obs   =          901
                                                F(  9,      885) =       106.87
                                                Prob > F         =         0.0000
                                                R-squared        =         0.6372
                                                Adj R-squared    =         0.6311
                                                Root MSE        =         0.7099
```

TOB_Q	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LN_EQUITY_COMP	.124638	.0409762	3.04	0.002	.0442162	.2050597
AGE	-.0019957	.0042529	-0.47	0.639	-.0103428	.0063513
CEO_OWN	1.177632	.7790647	1.51	0.131	-.3513976	2.706662
CEO_TENURE	-.0000165	.0000124	-1.33	0.184	-.0000408	7.87e-06
CAPEX	.7345141	.5996224	1.22	0.221	-.4423337	1.911362
RD	3.209622	.4792007	6.70	0.000	2.26912	4.150124
LEV	1.010529	.1875835	5.39	0.000	.6423689	1.37869
LN_AT	-.8984371	.0339442	-26.47	0.000	-.9650575	-.8318166
MKVALT	6.86e-06	3.67e-07	18.70	0.000	6.14e-06	7.58e-06
_cons	9.928379	.5297604	18.74	0.000	8.888645	10.96811
INDUSTRY	F(6, 885) =		30.664	0.000	(7 categories)	

Fonte: Stata: Data Analysis and Statistical Software, elaborazione personale

Modello 1.3. Regressione del Tobin's Q sulla crescita della remunerazione *cash*

```
. areg TOB_Q LN_CASH_COMP AGE CEO_OWN CEO_TENURE CAPEX RD LEV LN_AT MKVALT, absor
> b(INDUSTRY)
```

```
Linear regression, absorbing indicators          Number of obs   =          901
                                                F(   9,   885) =       106.53
                                                Prob > F        =         0.0000
                                                R-squared       =         0.6366
                                                Adj R-squared   =         0.6305
                                                Root MSE       =         0.7105
```

TOB_Q	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
LN_CASH_COMP	-.031877	.0114244	-2.79	0.005	-.0542992 - .0094549
AGE	-.0019193	.0042682	-0.45	0.653	-.0102963 .0064578
CEO_OWN	1.054476	.8046503	1.31	0.190	-.5247699 2.633721
CEO_TENURE	-.0000135	.0000124	-1.09	0.278	-.0000378 .0000109
CAPEX	.7811726	.6000561	1.30	0.193	-.3965263 1.958872
RD	3.226061	.4795674	6.73	0.000	2.284839 4.167283
LEV	1.038605	.1877825	5.53	0.000	.6700543 1.407156
LN_AT	-.879534	.0335792	-26.19	0.000	-.9454381 -.8136299
MKVALT	7.01e-06	3.60e-07	19.50	0.000	6.31e-06 7.72e-06
_cons	11.06402	.4075018	27.15	0.000	10.26423 11.8638
INDUSTRY	F(6, 885) =		31.587	0.000	(7 categories)

Fonte: Stata: Data Analysis and Statistical Software, elaborazione personale

MODELLO 2. RELAZIONE TRA ROA E REMUNERAZIONE

Modello 2.1. Regressione del ROA sulla crescita della remunerazione totale

```
. areg ROA LN_TOTAL_COMP AGE CEO_OWN CEO_TENURE CAPEX RD LEV LN_AT MKVALT, absorb
> (INDUSTRY)
```

```
Linear regression, absorbing indicators          Number of obs   =          901
                                                F(   9,   885) =          30.67
                                                Prob > F        =          0.0000
                                                R-squared       =          0.4219
                                                Adj R-squared   =          0.4121
                                                Root MSE       =          0.0505
```

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LN_TOTAL_COMP	.0004906	.0008258	0.59	0.553	-.0011303	.0021114
AGE	.0007779	.0003002	2.59	0.010	.0001888	.0013671
CEO_OWN	-.2426631	.0542225	-4.48	0.000	-.3490828	-.1362434
CEO_TENURE	6.04e-07	8.89e-07	0.68	0.497	-1.14e-06	2.35e-06
CAPEX	.0787568	.042696	1.84	0.065	-.0050404	.1625541
RD	.0347325	.03411	1.02	0.309	-.0322134	.1016785
LEV	-.0085943	.0133774	-0.64	0.521	-.0348495	.0176609
LN_AT	-.0357518	.0023957	-14.92	0.000	-.0404537	-.0310499
MKVALT	3.25e-07	2.58e-08	12.61	0.000	2.75e-07	3.76e-07
_cons	.388804	.029225	13.30	0.000	.3314456	.4461625
INDUSTRY	F(6, 885) =		10.762	0.000	(7 categories)	

Fonte: Stata: Data Analysis and Statistical Software, elaborazione personale

MODELLO 2.2. Regressione del ROA sulla crescita della remunerazione *equity*

```
. areg ROA LN_EQUITY_COMP AGE CEO_OWN CEO_TENURE CAPEX RD LEV LN_AT MKVALT, absor
> b(INDUSTRY)
```

```
Linear regression, absorbing indicators          Number of obs   =          901
                                                F(   9,   885) =          32.11
                                                Prob > F         =          0.0000
                                                R-squared        =          0.4283
                                                Adj R-squared    =          0.4186
                                                Root MSE        =          0.0503
```

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LN_EQUITY_COMP	.0092914	.0029005	3.20	0.001	.0035987	.0149842
AGE	.0009202	.000301	3.06	0.002	.0003294	.0015111
CEO_OWN	-.3100744	.0551467	-5.62	0.000	-.418308	-.2018408
CEO_TENURE	4.69e-07	8.78e-07	0.53	0.594	-1.25e-06	2.19e-06
CAPEX	.0756754	.0424448	1.78	0.075	-.0076287	.1589795
RD	.033363	.0339206	0.98	0.326	-.0332113	.0999372
LEV	-.0089818	.0132782	-0.68	0.499	-.0350424	.0170787
LN_AT	-.0368221	.0024028	-15.32	0.000	-.0415379	-.0321063
MKVALT	3.04e-07	2.60e-08	11.69	0.000	2.53e-07	3.55e-07
_cons	.3142245	.0374995	8.38	0.000	.2406261	.3878228
INDUSTRY	F(6, 885) =		9.763	0.000	(7 categories)	

Fonte: Stata: Data Analysis and Statistical Software, elaborazione personale

MODELLO 2.3. Regressione del ROA sulla crescita della remunerazione *cash*

```
. areg ROA LN_CASH_COMP AGE CEO_OWN CEO_TENURE CAPEX RD LEV LN_AT MKVALT, absorb(
> INDUSTRY)
```

```
Linear regression, absorbing indicators          Number of obs   =          901
                                                F(   9,   885) =          30.66
                                                Prob > F         =          0.0000
                                                R-squared        =          0.4219
                                                Adj R-squared    =          0.4121
                                                Root MSE        =          0.0505
```

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
LN_CASH_COMP	-.0004469	.0008126	-0.55	0.582	-.0020416 .0011479
AGE	.0008129	.0003036	2.68	0.008	.0002171 .0014088
CEO_OWN	-.2639968	.0572303	-4.61	0.000	-.3763198 -.1516738
CEO_TENURE	6.77e-07	8.81e-07	0.77	0.442	-1.05e-06 2.41e-06
CAPEX	.0781937	.0426787	1.83	0.067	-.0055695 .1619569
RD	.0345263	.034109	1.01	0.312	-.0324176 .1014702
LEV	-.0078555	.0133559	-0.59	0.557	-.0340685 .0183574
LN_AT	-.03559	.0023883	-14.90	0.000	-.0402774 -.0309026
MKVALT	3.21e-07	2.56e-08	12.56	0.000	2.71e-07 3.71e-07
_cons	.3928833	.0289833	13.56	0.000	.3359992 .4497674
INDUSTRY	F(6, 885) =		10.567	0.000	(7 categories)

Fonte: Stata: Data Analysis and Statistical Software, elaborazione personale

CONCLUSIONI

L'analisi condotta nell'elaborato ha messo in evidenza come il framework legale vigente e il livello di tutela degli azionisti di minoranza ad esso strettamente legato, influisce profondamente sul livello e sulla forma della remunerazione corrisposta agli amministratori esecutivi.

In primis, gli studi comparativi tra USA e Europa, hanno consentito di dimostrare che all'aumentare delle dimensioni, il fabbisogno di competenze da parte delle imprese risulta maggiore, conducendo a livelli remunerativi elevati che possano trattenere e premiare le figure critiche ed apicali all'interno delle società; da ciò si spiega la ben nota evidenza di come le public company americane ad azionariato diffuso, maggiormente complesse dal punto di vista organizzativo, remunerano i manager con compensi più elevati rispetto alle società europee; quest'ultime infatti sono caratterizzate da livelli significativamente minori di dispersione azionaria e, quindi, di complessità organizzativa e strutturale.

Inoltre, negli Stati Uniti, in cui si registra un rischio di espropriazione degli investitori esterni minimo, gli azionisti di minoranza risultano essere maggiormente incentivati ad investire e di conseguenza i mercati finanziari risultano più efficienti e liquidi; da ciò si spiega la maggior propensione a preferire compensi *equity based* che possano allineare maggiormente interessi di azionisti e dirigenti. Al contrario in Europa, dove prevalgono imprese ad azionariato concentrato in cui il potere è nelle mani di pochi azionisti di maggioranza, il rischio di espropriazione degli azionisti di minoranza (*outsiders*) è elevato, dato che la dispersione azionaria comporterebbe la rinuncia da parte degli *insiders* (azionisti di maggioranza e manager) a benefici privati derivanti dal controllo aziendale. Tale situazione porta a concludere che nei paesi europei in cui l'*investor protection* è minima e le pratiche di *tunneling* da parte degli *insiders* sono più frequenti, i mercati finanziari risultano essere poco liquidi ed efficienti, dato che il timore di essere espropriati ridurrà

notevolmente la tendenza degli azionisti di minoranza ad investire. Da ciò si spiega la maggior propensione a preferire elevati compensi in forma monetaria piuttosto che in forma azionaria.

In linea con la convinzione comune secondo cui l'*executive compensation* è da annoverare tra le cause della crisi finanziaria del 2007/2008, ci si è concentrati sulle criticità delle remunerazioni corrisposte in forma di *stock option*; quest'ultime possono essere considerate una causa più che una soluzione dei tanto dibattuti problemi di agenzia tra azionisti e manager. Il payoff asimmetrico delle *stock option*, infatti, espone gli *executives* solamente all'*upside risk*, da cui traggono beneficio, incentivandoli a intraprendere politiche gestionali rischiose con il mero scopo di massimizzare nel minor tempo possibile i propri profitti.

La regolamentazione in materia ha evidenziato come la normativa statunitense si sia concentrata sulla riduzione dei problemi di agenzia, che possono scaturire da eccessive assegnazioni di *stock option*, attraverso un rafforzamento degli obblighi informativi da parte dei manager che possa consentire ai soci di controllare maggiormente il profilo di rischio dell'impresa. Al contrario, in Europa, la prevalenza di compensi *cash* risulta giustificata da una regolamentazione maggiormente intrusiva, caratterizzata da interventi sui livelli della remunerazione *equity* soprattutto nel settore dei servizi finanziari; Il cd. Bonus Cap introdotto dalla CRD IV della Commissione Europea ne è un esempio.

Infine, è stata effettuata un'evidenza empirica sulle 100 imprese americane con la più elevata capitalizzazione di mercato, in modo da dimostrare quale sia l'effetto maggiormente diffuso dell'*executive compensation* sulle performance aziendali.

Si è principalmente giunti a due conclusioni. Prima di tutto le performance di impresa risultano influenzate maggiormente e positivamente dalla sola componente *equity* del *pay mix* corrisposto ai manager. In secondo luogo, nel periodo post crisi, a partire dal 2009, si è registrato un graduale e netto aumento nell'assegnazione di *restricted stock*, mentre le *stock option* hanno iniziato a

pesare in modo sempre minore sulla remunerazione *equity based*. Ciò ha portato a concludere che la regolamentazione statunitense tesa a incrementare gli obblighi di *disclosure* dei manager, ha consentito agli azionisti di tenere sotto controllo i profili di rischio e sostenibilità delle imprese; il payoff simmetrico delle mere assegnazioni azionarie infatti, espone completamente i manager alle fluttuazioni del titolo azionario e consente di allineare in misura maggiore i loro interessi con quelli degli azionisti: gli amministratori risulteranno incentivati ad intraprendere politiche gestionali meno opportunistiche e più conservative e in linea con la stabilità aziendale nel lungo periodo.

L'effetto positivo sulle performance aziendale dimostrato, evidenzia come non sia il livello, non variato eccessivamente dallo scoppio della crisi finanziaria, ma la forma attraverso cui la remunerazione *equity* viene corrisposta ai manager, ovvero attraverso maggiori assegnazioni di *restricted stock* piuttosto che di *stock option*, ad incrementare il valore creato dalle imprese nel lungo periodo.

In definitiva, è possibile argomentare che le performance aziendali registreranno valori maggiormente positivi, quanto più elevata è la qualità di *corporate governance* adottata dalle singole società, in termini di collaborazione e trasparenza informativa tra azionisti e amministratori esecutivi.

BIBLIOGRAFIA

Armour J. et al., *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, Oxford Journal of Legal Studies, Research Paper 11, 2017

Artiaco M., *Remunerazione degli amministratori e corporate governance: nuovi paradigmi dopo la crisi finanziaria*, FrancoAngeli Edizioni, 2013

Barontini V., Bozzi S., *Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies*, Journal of Management and Governance, 15, 2011

Bebchuck L. et al., *The CEO Pay slice*, Journal of Financial Economics, Discussion Paper 679, 2010.

Bebchuck L., Fried J., *Pay without Performance, The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, Part II: Power and Pay*, Harvard Working Paper, 2004

Bergstresser D. et al., *CEO Incentive and Earnings Management*, Journal of Financial Economics, 80, 2006

Boeri T. et al., *Executive Remuneration and Employee Performance-Related Pay: A Transatlantic Perspective*, Oxford University Press, 2013

Bosetti L., *Corporate Governance e mercati globali*, FrancoAngeli Edizioni, 2011

Bozzi S., *La remunerazione manageriale. Lezioni dalla crisi e proposte di riforma*, FrancoAngeli Edizioni, 2011

Brennan M., *Corporate Finance Over the Last 25 Years*, Financial Management Association, 24, 1995

Brondoni S.M., Gneccchi F., *Managerial Corporate Governance Communication*, Symphonya Emerging Issues in Management, 1, 2006

Bryan S. et al., *How the Legal System Affects the Equity Mix in Executive Compensation*, Financial Management, 39, 2010

Bryan S. et al., *The Structure of Executive Compensation: International Evidence from 1996-2004*, Working Paper, SSRN, 2006

Bryan S. et al., *Law and Executive Compensation: A Cross-Country Study*, Journal of Applied Corporate Finance, 23, 2011

Bulow J., Shoven J., *Accounting for Stock Options*, Working Paper, SSRN, 2004

Bushman R. M. et al., *CEO compensation: The role of individual performance evaluation*, Journal of Accounting and Economics, 21, 1996

Cavalieri E., *Attività aziendale e processi produttivi*, Giappichelli, 2010

Chung K., Pruitt S., *A Simple Approximation of Tobin's q*, Financial Management, 23, 1994

Coles, J. et al., *Managerial incentives and risk-taking*, Journal of Financial Economics, 79, 2006

Commissione Europea, *Raccomandazione 2005/162/CE sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza*, 2005

Commissione Europea, *Raccomandazione 2004/913/CE, relativa alla promozione di un regime adeguato per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori delle società quotate*, 2004

Commissione Europea, *Raccomandazione 2009/384/CE sulle politiche retributive nel settore dei servizi finanziari*, 2009

Commissione Europea, *Raccomandazione 2009/385/CE, che integra le raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE per quanto riguarda il regime concernente la remunerazione degli amministratori delle società quotate*, 2009

Conyon M. J. et al., *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, Institute for Compensation Studies, 2011

Conyon M. J., *Executive compensation and incentives*, The Academy of Management Perspectives, 20, 2006

Cutillo G., Fontana F., *Manuale di executive compensation e corporate governance*, FrancoAngeli Edizioni, 2015

Damodaran A., *Employee Stock Options (ESOPs) and Restricted Stock: Valuation Effects and Consequences*, Working Paper, SSRN, 2005

De Marzo P., Berk J., *Finanza Aziendale I*, Pearson Edition, 2015

Desai A., Ferri F., *Understanding EVA*, Harvard Business School, 2006

Dingham A., Galanis M., *The Globalization of Corporate Governance*, Ashgate, Preface and Overview, 2009

Eliezer M. et al., *On the Importance of Golden Parachutes*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 48, 2014

Enriques L., *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (With a Critique of the European Commission Proposal)*, European Corporate Governance Institute (ECGI), Law Working Paper 267, 2014

Enriques L., Volpin P., *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, Journal of Economic Perspectives, 21, 2007

Ernst & Young, *Global Share Plan Survey: The Results*, 2014

Fernandes N. et al., *The Pay Divide: (Why) Are U.S. Top Executives Paid More?* Finance Working Paper 255, SSRN, 2009

Ferrarini G. et al., *Understanding Directors' Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis*, ECGI, Law Working Paper 126, 2009

Financial Stability Board, *Principles for Sound Compensation Practices*, 2009

Forestieri G., *La corporate governance negli schemi interpretativi della letteratura*, Etaslibri, Milano, 1998

Frydman, C., Jenter, D., *CEO compensation*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 16585, 2010

G20/OECD, *Principles of Corporate Governance*, 2015

Gabaix X. et al., *CEO pay and firm size: an update after the crisis*, The Economic Journal, 124, 2014

Gabaix, X., Landier, A., *Why has CEO pay increased so much?*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 12365, 2006

Graff M., *Law and finance, Common Law and Civil Law Countries Compared: An Empirical Critique*, *Economica*, 75, 2008

Hansmann H., *Ownership of the firm*, *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 4, 1988

Harris M., Raviv A., *Capital Structure and the Informational Role of Debt*, *Journal of Finance*, 45, 1990

Hull J., *Opzioni futures e altri derivati*, Pearson Edition, 2015

Jensen C., Murphy J., *Performance Pay and Top-Management Incentives*, *Journal of Political Economy*, 98, 1990

Jensen M. et al., *Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, what are the Problems, and How to Fix Them*, Finance Working Paper 44, SSRN, 2004

Jensen M., *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, *The American Economic Review*, 76, 1986

Jensen M., Meckling W., *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, *Journal of Financial Economics*, 3, 1976

Jensen M., Murphy J.K., *CEO Incentives - It's Not How Much You Pay, But How*, *Journal of Applied Corporate Finance*, 22, 2010

Johnson A., Tian S., *The value and incentive effects of nontraditional executive stock option plans*, *Journal of Financial Economics*, 57, 2000.

Johnson S. et al., *Managerial Incentives and Corporate Fraud: The Sources of Incentives Matter*, *Review of Finance*, 13, 2009

Johnson A., Tian S., *Indexed executive stock options*, Journal of Financial Economics, 57, 2000

Kim, E. H., Lu Y. *CEO ownership, external governance, and risk-taking*, Journal of Financial Economics, 102, 2011

Klein P. et al., *Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: The Canadian Evidence*, Corporate Governance: An International Review, 2005

La Porta R. et al., *Law and Finance*, Journal of Political Economy, 106, 1998

La Porta R. et al., *Investor Protection and Corporate Valuation*, Journal of Finance, 57, 2002

La Porta R. et al., *Tunneling*, NBER, Working Paper 7523, 2000

Mehran H., Adams R., *Corporate Performance, Board Structure, and Their Determinants in the Banking Industry*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Staff Report 30, 2011

Mehran H., *Executive compensation structure, ownership, and firm performance*, Journal of Financial Economics, 38, 1995

Melis A., *Corporate governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, Giappichelli, 1999

Moro Visconti R., *Baricentro e convergenza dei sistemi di governance, grado di concentrazione proprietaria e creazione di valore*, FrancoAngeli Edizioni, 2000

Murphy J.K., *Executive Compensation*, Handbook of Labour Economics, 3, 1999

Murphy J.K., *The Politics of Pay: A Legislative History of Executive Compensation*, USC Marshall School of Business, Working Paper 1, 2011

Oriani R., Munari F., *Privatization and R&D Performance: an Empirical Analysis Based on Tobin's Q*, Fondazione Eni Enrico Mattei, nota di lavoro 63, 2002

Ozkan, N., *CEO compensation and firm performance: An empirical investigation of UK panel data*, European Financial Management, 17, 2011

Pérez-González F., *Inherited Control and Firm Performance*, The American Economic Review, 96, 2006

Powell R., *Modelling Takeover Likelihood*, Journal of Business Finance & Accounting, 24, 2003

Rosenstein S., Wyatt J., *Shareholder wealth effects when an officer of one corporation joins the board of directors of another*, Managerial and Decision Economics, 15, 1994

Ryan H., Wiggins R., *The influence of firm and manager specific characteristics on the structure of executive compensation*, Journal of Corporate Finance, 7, 2001

Salvioni M., *Corporate governance, controllo e trasparenza*, FrancoAngeli Edizioni, 2013

Sanders W., *Behavioral responses of CEOs to stock ownership and stock option pay*, Academy of Management Journal, 44, 2001

Shleifer A., Vishny N.W., *A survey of corporate governance*, Journal of Finance, 52, 1997

Smith, C., Watts, R. *The investment opportunity set and corporate financing, dividends, and compensation policies*, Journal of Financial Economics, 32, 1992

The Committee On the Financial Aspects of Corporate Governance, *The Cadbury Report*, UK 1992

Yermach D., *Flights of fancy: Corporate jets, CEO perquisites and inferior shareholder returns*, Journal of Financial Economics, 80, 2004

SITOGRAFIA

HR online – AIDP, a cura della redazione, *la retribuzione variabile del top management*, <<http://www.aidp.it/riviste/articolo.php?idn=147&ida=1181>>, 2009

<http://www.fasb.org/>

<http://www.fsb.org/>

<http://www.ifrs.org/>

<https://eur-lex.europa.eu/homepage.html>

<https://hbr.org/2016/10/a-short-history-of-golden-parachutes>

<https://www.congress.gov/>

<https://www.sec.gov/>

Wharton Research Data Services (WRDS), <<https://wrds-www.wharton.upenn.edu/pages/>>



*Dipartimento di Economia e Finanza
Cattedra di Banche e Intermediari Finanziari*

**L'EXECUTIVE COMPENSATION NEI REGIMI DI
COMMON LAW E CIVIL LAW, UN CONFRONTO TRA
USA E EUROPA. EVIDENZA EMPIRICA SUI
MECCANISMI DI REMUNERAZIONE NEGLI STATI UNITI**

Riassunto

Relatore:

Prof.ssa Mirella Pellegrini

Candidato:

Luca Di Girolamo

Matricola: 670481

Correlatore:

Prof.ssa Paola Lucantoni

ANNO ACCADEMICO 2017/2018

❖ INTRODUZIONE

La remunerazione degli amministratori esecutivi delle società quotate ha attirato negli ultimi anni l'attenzione della letteratura giuridico-economica e degli organismi di vigilanza nazionali ed internazionali.

Le ragioni del crescente rilievo assunto da tale tematica sono da ricercare negli scandali societari e contabili di inizio secolo (il caso Enron negli Stati Uniti ne è un esempio) e soprattutto nella crisi che ha investito l'economia globale nel biennio 2007/2008. In tale contesto di ridimensionamento delle performance aziendali e degli investimenti azionari, gli studi empirici in materia hanno registrato non una riduzione, bensì un inarrestabile aumento della remunerazione dei manager.

La proliferazione a partire dagli anni Novanta di incentivi azionari per i manager, ha condotto quest'ultimi ad adottare politiche gestionali eccessivamente rischiose, tese principalmente a produrre effetti immediati sui prezzi azionari e sulla massimizzazione della propria remunerazione; ciò di conseguenza ha portato a trascurare i profili di rischio e sostenibilità delle imprese nel lungo periodo, compromettendo la stabilità aziendale.

Sebbene sia indubbio che pacchetti retributivi consistenti e adeguatamente strutturati svolgano un ruolo cruciale nell'incentivare gli amministratori a creare valore per le imprese nel lungo periodo, è diffusa la convinzione che i meccanismi di remunerazione siano diventati eccessivamente complessi. In particolare, gli organismi di vigilanza nazionali e sovranazionali evidenziano come tali meccanismi siano incentrati per lo più su obiettivi di breve termine, dando luogo a eccessivi compensi non giustificati dai risultati conseguiti. Queste criticità hanno portato al diffuso convincimento secondo cui l'*executive compensation* è da annoverare tra le cause del crollo dei mercati finanziari nel biennio 2007/2008.

Lo scopo della tesi è quello di confrontare i meccanismi di remunerazione adottati negli USA e in Europa, e di dimostrare se esiste una giustificabile relazione tra i compensi e le performance delle grandi public company americane.

❖ CAPITOLO I

I MODELLI DI CORPORATE GOVERNANCE

Nel presente capitolo vengono illustrate le principali differenze tra USA e Europa nell'organizzazione aziendale.

L'analisi parte dalla distinzione dei due principali framework legali vigenti, ovvero il *Common Law* e il *Civil Law*. Il primo regime è tipico dei Paesi anglosassoni, ovvero della Gran Bretagna e delle sue ex colonie come USA, Canada, India e Oceania; in tali paesi la fonte di diritto predominante è la giurisprudenza, in quanto non esiste una legge codificata, e si rileva un ampio ricorso al mercato finanziario e la prevalenza delle grandi *public companies*, in cui vi è il problema della separazione tra proprietà e controllo.

Nei Paesi in cui è diffuso il *Civil law* invece, la legge è codificata e costituisce il framework di riferimento per non violare gli interessi degli azionisti e degli altri *stakeholder*, il mercato finanziario è poco rilevante, e spesso la proprietà si trasferisce tramite accordi tra le parti; tale regime è seguito dai paesi dell'Europa continentale e dalle ex colonie europee, quindi dalla maggior parte dell'America Latina. In sostanza, la differenza principale tra i due regimi risiede nel diverso peso esercitato dal mercato finanziario che comporta un diverso grado di intervento delle autorità pubbliche e degli organismi di vigilanza: la regolamentazione sarà maggiormente presente nei Paesi in cui il mercato finanziario è meno attivo e non può garantire le dovute tutele. Un ulteriore tratto distintivo è rappresentato dal diverso modo di creare e applicare la legge. Nei

paesi appartenenti al sistema di *Civil Law* la legge è applicata in base ad ipotesi che essendo codificate, risultano prefissate in astratto; al contrario nei paesi a *Common Law* le corti configurano la legge partendo da casi concreti.

Esistono, in definitiva, alcuni fattori che permettono di classificare i sistemi di corporate governance e di spiegare i diversi meccanismi di remunerazione dei manager tra USA e Europa:

- Capacità di attrazione da parte dei mercati finanziari
- Dipendenza dal settore bancario
- Livello di tutela degli azionisti
- Conflitto di interessi tra proprietà e management

Tali differenze portano a distinguere *market oriented systems* da *network oriented systems*, e sistemi monistici da sistemi dualistici.

In particolare, i sistemi *market oriented* sono tipici delle imprese ad azionariato diffuso americane e caratterizzate da una forte dipendenza dal mercato dei capitali; i *network oriented systems* invece sono caratteristici dell'Europa continentale, in cui prevalgono società ad azionariato concentrato e fortemente dipendenti dal settore bancario, e quindi dal capitale di debito.

Esiste un'ulteriore classificazione dei modelli di governance in base al modo in cui vengono distribuite le funzioni di amministrazione e controllo. In particolare, se quest'ultime prerogative vengono attribuite ad un solo organo si parlerà di sistemi monistici (caratteristici prima di tutto delle imprese angloamericane), se invece sono divise tra più organi, si parlerà di sistemi dualistici (sviluppati nell'Europa Continentale). Quest'ultima distinzione consente di argomentare che il conflitto di interessi tra azionisti e manager risulta più accentuato nelle imprese statunitensi caratterizzate da una maggiore frammentazione azionaria.

❖ CAPITOLO II

L'EXECUTIVE COMPENSATION

Il secondo capitolo è sostanzialmente diviso in tre parti. Nella prima vengono illustrate tutte le possibili componenti che vanno a creare il pacchetto retributivo assegnato agli amministratori esecutivi; quest'ultimi ricevono principalmente compensi in forma monetaria (bonus e salari) e azionaria (*restricted stock* e *stock option*).

Le *stock option* rappresentano gli strumenti maggiormente messi in discussione dopo la crisi finanziaria perché accusati di innescare fenomeni dannosi per la vita dell'impresa, come la massimizzazione eccessiva del prezzo delle azioni societarie e comportamenti fortemente speculativi da parte dei manager. Si tratta di opzioni scritte sulle azioni di una società, che la società assegna a tutti i suoi dipendenti, ma preferenzialmente solo all'alta dirigenza e ai manager. Prima di tutto si configurano come opzioni call, ovvero gli assegnatari hanno la facoltà di acquistare le quote azionarie della società ad un prezzo prefissato, e qualora il prezzo dovesse salire, possono lucrare sulla differenza; Relativamente a questi ultimi il *downside risk* (rischio di perdita di valore) è praticamente nullo: se le azioni “vanno bene” anche le *stock option* “vanno bene” e quindi gli azionisti perseguono utili e i manager vengono pagati per la loro soddisfacente performance; ma in caso contrario, gli azionisti perdono denaro e i manager semplicemente non realizzano utili, abbandonano l'opzione e non subiscono perdite.

La natura asimmetrica del payoff delle azioni appena descritta incentiva i dirigenti e il top management a prendere decisioni rischiose che altrimenti non assumerebbe, dato che traggono benefici dall'*upside risk*, ovvero dall'aumento della volatilità: maggiore sarà il rischio preso, maggiore sarà il potenziale guadagno. Tali criticità hanno condotto allo sviluppo di *non option stock plans*, che includono le *restricted stock*; quest'ultime consistono nell'assegnare azioni ai dirigenti, gradualmente o in unico istante e possono essere negoziate solo dopo che è trascorso

un periodo prefissato (*restricted period*) di obbligatoria permanenza nell'impresa. Maggiore è la probabilità che i dirigenti lascino l'impresa, minore sarà il valore della *restricted stock*. È evidente come questo strumento tenti di accentuare le finalità delle remunerazioni di medio lungo termine, ovvero allineare gli interessi di soci e manager, motivando quest'ultimi a porre il massimo impegno nel perseguire i progetti che incrementino il valore di mercato dell'impresa e a non assumere comportamenti opportunistici a danno della società. Al contrario di quanto avvenga con i piani di *stock option* quindi, nel caso di assegnazione diretta di azioni, i manager sono completamente esposti alle fluttuazioni del titolo azionario, e quindi anche al *downside risk*: avendo molto da perdere tendono a preferire scelte più conservative e avverse al rischio.

La seconda parte del capitolo ha lo scopo di evidenziare le differenze nella forma e nel livello dei *pay mix* corrisposti ai manager in USA e in Europa. Il principale riferimento teorico alla base dell'*executive compensation* è rappresentato dalla teoria dell'agenzia, secondo la quale l'eccessiva remunerazione degli *executives* rappresenta una modalità per alleviare i costi derivanti dalla divergenza tra gli interessi degli azionisti e del management. Illustrando la considerevole mole di studi in materia, si è dimostrato come i compensi siano maggiormente *equity based* negli Stati Uniti, in cui è largamente diffusa un'*equity culture* che incoraggia i piccoli risparmiatori ad investire. A tal proposito, il grado di tutela degli azionisti di minoranza ricopre un ruolo fondamentale nell'influenzare i meccanismi di remunerazione; in particolare si parlerà di problemi di agenzia, come determinanti dell'*executive compensation*, tra azionisti ed *executives* nei paesi in cui si registra un'elevata tutela degli investitori, ovvero negli USA ; al contrario, si parlerà di problemi di agenzia tra *outsiders* (azionisti di minoranza) e *insiders* (manager e azionisti di maggioranza), ove gli investitori esterni non risultano adeguatamente tutelati, ovvero in Europa. A riguardo è stato evidenziato come nei paesi in cui vige il *Civil Law*

le pratiche di *tunneling* (ovvero le pratiche di espropriazione degli azionisti di minoranza) potrebbero essere maggiormente legittimate causando una minor tutela degli azionisti di minoranza, per le seguenti motivazioni:

- Vi è una minore applicazione del principio del dovere di lealtà a pratiche e transazioni non giustificabili da plausibili motivazioni economiche
- Gli interessi degli azionisti sono subordinati a quelli di tutti gli *stakeholders*
- Vi è la necessità di maggiori prove per dimostrare l'esistenza di potenziali conflitti di interessi
- Le corti giudicano le pratiche di espropriazione degli azionisti di minoranza facendo affidamento su statuti e leggi astratte, piuttosto che basarsi sul loro grado di equità e su casi concreti.

La consistente letteratura in materia ha consentito di concludere che esiste una forte correlazione positiva tra il livello di protezione degli azionisti di minoranza e l'uso di incentivi *equity based*; un'elevata *investor protection* rende i prezzi azionari più efficienti dal punto di vista informativo, ovvero rappresentano una stima accurata delle performance dei manager, e conduce ad una più alta valutazione degli asset aziendali; inoltre presuppone un mercato finanziario liquido, sviluppato e caratterizzato da una bassa concentrazione proprietaria delle imprese.

È risultato evidente, in definitiva, come il *pay mix* corrisposto ai manager vari profondamente in base al framework legale vigente e come il payoff asimmetrico delle stock option renda la remunerazione *equity* una causa, più che una soluzione dei conflitti di interessi tra azionisti e manager.

L'ultima parte del capitolo si propone di illustrare l'evoluzione del quadro normativo sull'*executive compensation* in Europa e negli USA. Il fine è soprattutto quello di capire in che modo la legislazione statunitense ed europea è intervenuta in materia dopo lo scoppio della crisi

finanziaria. Secondo il Financial Stability Board (FSB), organismo internazionale di vigilanza del sistema finanziario mondiale, una delle possibili cause del crollo dei mercati va ricercata in particolare nella struttura dei compensi dei manager delle imprese finanziarie europee e statunitensi; Sebbene pratiche retributive inadeguate non costituiscano la principale causa della crisi, è pur vero che esse abbiano favorito comportamenti eccessivamente rischiosi minacciando il sistema finanziario globale. Bonus estremamente generosi tesi a ricompensare profitti di breve termine hanno incentivato il personale a intraprendere azioni inspiegabilmente rischiose esponendo l'impresa finanziaria a elevate perdite nel lungo termine: la scarsa attenzione al rischio ha condotto a livelli estremi della remunerazione dei manager nel settore finanziario.

Analizzando la regolamentazione in materia si è evidenziato come la normativa statunitense post crisi si sia proposta di porre un maggiore accento e considerazione sul profilo di rischio delle imprese, come principale proxy della struttura e del livello dei pacchetti retributivi. Nel 2010 si giunge infatti ad una più strutturale ed ampia regolamentazione del sistema finanziario statunitense tramite l'approvazione da parte del presidente Obama del Dodd-Frank Act, teso a regolare il mercato americano in seguito alla crisi finanziaria. La disciplina delle remunerazioni inclusa nella riforma appena citata, si pone principalmente lo scopo di rafforzare gli obblighi di trasparenza e informazione di tutte le imprese quotate, comprese quelle finanziarie.

Gli obblighi di *disclosure* previsti dal Dodd-Frank Act hanno lo scopo di consentire ai soci non tanto di intervenire in maniera diretta sulla composizione dei pacchetti retributivi, ma più che altro di tenere sotto controllo le performance e il profilo di rischio dell'impresa, e quindi di conseguenza anche i livelli dei compensi ad essi strettamente connessi.

Al contrario, in Europa, si è assistito ad interventi solo inizialmente tesi a rafforzare gli obblighi di *disclosure* sull'*executive compensation* nei confronti degli azionisti; la crisi finanziaria infatti ha condotto ad interventi intrusivi, soprattutto nel settore dei servizi finanziari, tesi a regolare il

livello e la struttura precisa dei pacchetti retributivi conferiti ai manager; la Direttiva 2013/36/UE (cd. CRD IV) ne è un esempio. Con tale atto legislativo il Parlamento Europeo ha adottato provvedimenti maggiormente intrusivi sui livelli della remunerazione corrisposta agli *executives*. In particolare, è stato introdotto un limite ben preciso all'importo della componente variabile; quest'ultima non può superare il 100% della componente fissa (cd. Bonus Cap), con lo scopo di evitare che i compensi incentivino un'eccessiva assunzione di rischi.

❖ CAPITOLO III

EVIDENZA EMPIRICA SULLA RELAZIONE REMUNERAZIONE – PERFORMANCE D'IMPRESA NEGLI STATI UNITI

Nel terzo capitolo, infine, si studia la relazione tra performance aziendali ed *executive compensation* nelle grandi public company americane. In linea con i numerosi studi empirici in materia, si cerca di dimostrare come la remunerazione corrisposta agli *executives* possa influenzare positivamente la creazione di valore da parte delle società americane.

Sono stati estrapolati i dati relativi ai compensi e alle performance aziendali dalla piattaforma *Wharton Research Data Services*, in modo da effettuare una regressione tra i due indici di redditività e performance maggiormente utilizzati nelle evidenze empiriche, ovvero il ROA e il Tobin's Q, e l'*executive compensation*¹⁵⁵.

Il ROA è la misura contabile maggiormente utilizzata perché esprime la capacità del CEO di gestire gli asset a disposizione di un'impresa, e quindi di generare profitti.

In particolare, se una società rileva un ROA elevato, allora avrà maggiori opportunità di incrementare la crescita del proprio capitale; al contrario al ridursi dell'indice, la gestione degli

¹⁵⁵ I dati sui compensi sono stati estrapolati dal database Compustat – Execucomp, mentre i dati contabili inerenti alle performance aziendali, dal database Compustat – Fundamentals Annual.

asset da parte del CEO risulta meno efficiente, inficiando la crescita del capitale d'impresa. La formula standard del ROA comunemente utilizzata, e considerata anche in questa analisi, è la seguente:

$$ROA = \frac{Net\ Income}{Total\ Asset}$$

Dove *Net Income* sta per risultato netto di periodo e per *Total Asset* si intendono gli asset totali dell'impresa (attività e passività).

È necessario inoltre, porre massima attenzione nel relazionare i contratti retributivi al ROA, dato che quest'ultimo presenta anche diversi svantaggi. Prima di tutto il return on asset riflette la gestione degli asset societari durante il periodo precedente la rilevazione; di conseguenza si tratta di una misura backward looking, che incentiva i CEO ad incrementare i profitti contabili di breve termine e a trascurare la creazione di valore nel lungo periodo. Inoltre, le misure contabili non considerano i cosiddetti intangible assets, come ad esempio le opportunità future di crescita ed investimenti; infine il ROA, come tutti gli indici contabili, risulta essere maggiormente sensibile a manipolazioni da parte dei top *executives*, come dimostrano i frequenti scandali societari che si sono susseguiti a partire dai primi anni del 2000.

Il Tobin's Q invece, è una proxy per le future opportunità di crescita e performance dell'impresa. Si tratta di un indice che combina dati contabili e dati finanziari di mercato per stimare il potenziale di un'impresa. È quindi una misura più affidabile e accurata del ROA, sia perché è meno sensibile a manipolazioni contabili, sia perché risulta essere maggiormente forward looking, stimando il valore attuale dei profitti futuri.

In particolare, un Tobin's Q maggiore di uno indica che gli investimenti negli asset a disposizione genereranno profitti elevati che riusciranno a coprire e superare le spese effettuate: ciò come diretta conseguenza stimolerà maggiori investimenti. Al contrario se il Tobin's Q è minore di uno, gli investimenti in asset non saranno più appetibili.

Si evince come il Tobin's Q possa stimare in modo più accurato il grado di efficacia della gestione delle risorse a disposizione della società da parte dei CEO nel lungo periodo.

La formula proposta utilizzata in questa analisi come in tutte le altre ricerche empiriche in materia è la seguente:

$$TOBIN'S Q = \frac{Equity\ Market\ Value + Total\ Book\ Debt}{Total\ Asset}$$

Dove per *Equity Market Value* si intende la capitalizzazione di mercato dell'impresa, data dal prodotto tra numero di azioni emesse in un dato anno e prezzo azionario rilevato alla fine di ogni anno fiscale; il valore di libro del debito, ovvero le passività di bilancio, è dato dal valore di libro degli asset al netto del valore di libro dell'*equity*. I *Total asset* comprendono gli asset totali di impresa, ovvero passività più attività di bilancio.

L'*executive compensation* è stata divisa in tre diverse variabili (*equity compensation, cash compensation, total compensation*) con lo scopo di confermare l'ipotesi secondo cui solo la remunerazione corrisposta sotto forma di *equity* (ovvero sottoforma di *stock option* e *restricted stock*) possa contribuire ad accrescere le performance aziendali; tali variabili sono state poi trasformate in forma logaritmica per considerare e catturare l'effetto della loro crescita nel tempo. Le regressioni tra gli indici di performance e le singole componenti dell'*executive compensation* sono state effettuate controllando per le seguenti caratteristiche dei CEO e delle imprese:

- Età del CEO
- Partecipazione azionaria del CEO
- Durata della carica del CEO
- Settore industriale di appartenenza
- Spese in conto capitale
- Spese in ricerca e sviluppo
- Leva finanziaria

- Crescita degli asset totali
- Capitalizzazione di mercato

Inoltre, per rendere maggiormente significativa l'analisi e quindi cercare di catturare maggiormente la relazione tra performance e gli elevati compensi che si registrano negli Stati Uniti, si terrà conto solo della remunerazione dei CEO come proxy per l'*executive compensation*, date le loro elevate responsabilità e competenze che garantiscono la più alta remunerazione tra i *top executives*. I dati raccolti sono relativi all'*executive compensation* e alle performance d'impresa delle 100 imprese dello S&P100 in un *time frame* di 10 anni, dal 2007 al 2017. Lo S&P100 è stato giudicato significativo per l'analisi in questione dato che comprende le 100 principali imprese americane a maggior capitalizzazione di mercato, e quindi si presuppone con più elevati livelli di remunerazione.

Le regressioni effettuate delineano una maggior relazione tra l'*executive compensation* in forma *equity* e le performance di mercato (catturate dal Tobin's Q), piuttosto che le misure contabili; tale dato di fatto incrementa la relazione tra compensi e misure di mercato, in linea con la maggior parte degli studi in materia, i quali dimostrano una relazione significativa e positiva tra l'andamento dei prezzi azionari e i livelli dei compensi *equity based*.

È opportuno precisare che nonostante l'*equity based compensation* influenzi maggiormente le performance di mercato piuttosto che indici di redditività meramente contabili, l'effetto sul Tobin's Q risulta comunque essere relativamente basso (è stato rilevato un aumento del 1.2% delle opportunità di crescita per ogni aumento del 10% dei compensi *equity*). Tale situazione potrebbe essere causata dall'inclusione nel modello di osservazioni inerenti al biennio 2007/2008, in cui il crollo dei mercati finanziari potrebbe aver leso l'effetto benefico dell'*equity based compensation* sulle performance di impresa. Da ciò si deduce che queste ultime siano influenzate maggiormente da shock esogeni macroeconomici e di settore, piuttosto che dai meccanismi di

remunerazione delle singole imprese; infatti la tabella 7 mostra che la crescita dell'*equity based compensation* sia stata costante e poco accentuata nel decennio considerato, non discostandosi mai eccessivamente in media dai \$9milioni anche nel biennio della crisi finanziaria, lasciando predire in modo fuorviante che non abbia avuto responsabilità nel crollo delle performance e dei mercati finanziari; tuttavia il dato maggiormente significativo della tabella 7 riguarda le proporzioni di *equity* assegnate sotto forma di *stock option* o *restricted stock*. Nel biennio 2007/2008 si rileva un maggior bilanciamento tra opzioni e *stock* corrisposte ai CEO, con una prevalenza delle *stock option* nel 2008 (57% vs 43%); ma già a partire dal 2009 si assiste ad un divario tra azioni e *stock option* che andrà ad estendersi nel corso degli anni a favore delle *restricted stock*. Ad esempio, nel 2016 la remunerazione attraverso *restricted stock* rappresentava in media il 76% di tutta la remunerazione *equity*¹⁵⁶. Tali dati conducono a confermare la teoria discussa nel secondo capitolo, secondo cui il payoff asimmetrico delle opzioni incentiva i manager ad assumere profili eccessivamente rischiosi, e quindi è da includere tra i diversi fattori che hanno dato un contributo al crollo dei mercati finanziari.

L'effetto positivo dell'*equity compensation* sugli indici di performance considerati è da assegnare quindi alla prevalenza, sempre maggiore nel corso degli anni, delle *restricted stock* nel pacchetto di *equity* corrisposto ai CEO; la mera assegnazione di *stock*, come ripetuto più volte, espone i top *executives* anche al *downside risk*, incentivandoli ad intraprendere politiche di lungo periodo maggiormente lungimiranti e in linea con gli interessi degli azionisti.

L'analisi consente di poter affermare che gli obblighi informativi dei top *executives* nei confronti degli azionisti, rafforzati dal Dodd Frank Act prima e dalle implementazioni della SEC dopo, hanno consentito un maggior monitoraggio da parte dei soci sul profilo di rischio delle singole imprese e sul potere manageriale, attraverso remunerazioni variabili costituite in prevalenza da

¹⁵⁶ Sebbene riportati in tabella, è opportuno trascurare le statistiche del 2017, dato che ad oggi il database EXECUCOMP riporta i dati del 2017 inerenti solamente 18 delle imprese incluse nell'analisi.

assegnazioni azionarie piuttosto che opzionarie. In definitiva, da ciò si evince che non è tanto il livello ma piuttosto la forma attraverso cui viene corrisposta l'*executive compensation*, a poter influenzare positivamente il valore creato di un'impresa.

Tabella 7. Crescita *equity compensation* e variazione nell'assegnazione ai CEO di azioni e opzioni tra il 2007 e il 2017.

La prima colonna mostra l'andamento medio della crescita dell'*equity compensation*; la seconda e terza colonna mostrano la percentuale di *equity* corrisposta ai CEO, rispettivamente in forma di *stock* e opzioni.

```
. table year, contents( mean LN_EQUITY_COMP mean stock_prc mean option_prc )
```

Data Year - Fiscal	mean(LN_EQU~P)	mean(stock_~c)	mean(option~c)
2007	9.167289	.5137326	.4795808
2008	9.280271	.4249626	.5668738
2009	9.168665	.6116269	.3815273
2010	9.226364	.6549468	.3386638
2011	9.239609	.6908859	.3168038
2012	9.257861	.7121636	.2813751
2013	9.337934	.7329984	.2606121
2014	9.339229	.7352103	.2647897
2015	9.362739	.7689661	.2310339
2016	9.40695	.763274	.2323658
2017	9.438869	.8945792	.1054208

Fonte: Stata: Data Analysis and Statistical Software, elaborazione personale

❖ CONCLUSIONI

L'analisi condotta nell'elaborato ha messo in evidenza come il framework legale vigente e il livello di tutela degli azionisti di minoranza ad esso strettamente legato, influisce profondamente sul livello e sulla forma della remunerazione corrisposta agli amministratori esecutivi.

In primis, gli studi comparativi tra USA e Europa, hanno consentito di dimostrare che all'aumentare delle dimensioni, il fabbisogno di competenze da parte delle imprese risulta maggiore, conducendo a livelli remunerativi elevati che possano trattenere e premiare le figure critiche ed apicali all'interno delle società; da ciò si spiega la ben nota evidenza di come le public

company americane ad azionariato diffuso, maggiormente complesse dal punto di vista organizzativo, remunerano i manager con compensi più elevati rispetto alle società europee; quest'ultime infatti sono caratterizzate da livelli significativamente minori di dispersione azionaria e, quindi, di complessità organizzativa e strutturale.

Inoltre, negli Stati Uniti, in cui si registra un rischio di espropriazione degli investitori esterni minimo, gli azionisti di minoranza risultano essere maggiormente incentivati ad investire e di conseguenza i mercati finanziari risultano più efficienti e liquidi; da ciò si spiega la maggior propensione a preferire compensi *equity based* che possano allineare maggiormente interessi di azionisti e dirigenti. Al contrario in Europa, dove prevalgono imprese ad azionariato concentrato in cui il potere è nelle mani di pochi azionisti di maggioranza, il rischio di espropriazione degli azionisti di minoranza (*outsiders*) è elevato, dato che la dispersione azionaria comporterebbe la rinuncia da parte degli *insiders* (azionisti di maggioranza e manager) a benefici privati derivanti dal controllo aziendale. Tale situazione porta a concludere che nei paesi europei in cui l'*investor protection* è minima, i mercati finanziari risultano essere poco liquidi ed efficienti, dato che il timore di essere espropriati ridurrà notevolmente la tendenza degli azionisti di minoranza ad investire. Da ciò si spiega la maggior propensione a preferire elevati compensi in forma monetaria piuttosto che in forma azionaria.

L'analisi empirica effettuata nel terzo capitolo ha condotto principalmente a due conclusioni; Prima di tutto le performance di impresa risultano influenzate maggiormente e positivamente dalla sola componente *equity* del *pay mix* corrisposto ai manager. In secondo luogo, nel periodo post crisi, a partire dal 2009, si è registrato un graduale e netto aumento nell'assegnazione di *restricted stock*, mentre le *stock option* hanno iniziato a pesare in modo sempre minore sulla remunerazione *equity based*. Da ciò si evince che la regolamentazione statunitense tesa a incrementare gli obblighi di *disclosure* dei manager, ha consentito agli azionisti di tenere sotto

controllo i profili di rischio e sostenibilità delle imprese; il payoff simmetrico delle mere assegnazioni azionarie infatti, espone completamente i manager alle fluttuazioni del titolo azionario e consente di allineare in misura maggiore i loro interessi con quelli degli azionisti: gli amministratori risulteranno incentivati ad intraprendere politiche gestionali meno opportunistiche e più conservative e in linea con la stabilità aziendale nel lungo periodo.

L'effetto positivo sulle performance aziendale dimostrato, evidenzia come non sia il livello, non variato eccessivamente dallo scoppio della crisi finanziaria, ma la forma attraverso cui la remunerazione *equity* viene corrisposta ai manager, ovvero attraverso maggiori assegnazioni di *restricted stock* piuttosto che di *stock option*, ad incrementare il valore creato dalle imprese nel lungo periodo.

In definitiva, è possibile argomentare che le performance aziendali registreranno valori maggiormente positivi, quanto più elevata è la qualità di *corporate governance* adottata dalle singole società, in termini di collaborazione e trasparenza informativa tra azionisti e amministratori esecutivi.