



Università degli Studi di Padova

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E
AZIENDALI “MARCO FANNO”

Prova finale

TEORIA DELL'AGENZIA E REMUNERAZIONI
MANAGERIALI

Relatore:

Chia.mo Professor Giacomo Boesso

Laureando: Stefano Minesso

Anno accademico 2016/2017

Indice

Introduzione	4
Capitolo 1- Agency Theory	
<i>Jensen e Meckling</i>	8
<i>Selezione avversa e azzardo morale</i>	12
<i>Critiche alla teoria dell'agenzia</i>	13
Capitolo 2- Enron: L'economia della truffa	
<i>Cronologia di un fallimento</i>	16
<i>Le conseguenze</i>	17
<i>Un crac inevitabile?</i>	18
Capitolo 3- Remunerazioni Manageriali	
<i>Il mix retributivo</i>	21
<i>Il lato oscuro delle stock option</i>	24
<i>Ceo incentives: It's not how much you pay but how</i>	26
<i>Uno sguardo alla retribuzione: Starbucks</i>	27
<i>Lo scenario italiano</i>	29
<i>Uno sguardo al futuro: il Pay Ratio</i>	32
<i>Il rapporto OD&M</i>	34
<i>Un guadagno giusto?</i>	36
Conclusioni	40
Bibliografia	42
Sitografia	44

Introduzione

Io credo che ogni diritto implichi una responsabilità; ogni opportunità, un obbligo; ogni proprietà, un compito.

(John D. Rockefeller)

Il manager è colui che ha il compito di gestire e coordinare un'azienda o un settore di essa, assumendosi le responsabilità nel delineare la migliore strategia possibile al fine di raggiungere gli obiettivi prefissati. La figura del manager può essere dislocata su più livelli gerarchici e aree produttive (brand manager, project m. e via dicendo), ma in questo elaborato, manager, farà rima con Amministratore Delegato o Ceo. Da sempre, e non solo in ambito aziendale, chi è chiamato a prendere decisioni e ad esporsi su certi argomenti, riscontrando favori o critiche, suscita nell'uomo un sentimento che miscela l'invidia con l'ammirazione. Scavando nell'etimologia latina della parola invidia, il significato originario "guardar male", guardar storto" (frutto dell'incontro della negazione in e del verbo video, vedere appunto), indica una situazione in cui la tristezza nel desiderio delle altrui fortune, sfocia nel riconoscimento e nell'accettazione delle doti del prossimo. In via generale è perciò possibile affermare che la figura maggiormente invidiata in una qualsiasi azienda sia proprio il manager. La gestione di un'impresa fa sì che ogni decisione maturata, di riflesso, vada ad influenzare ogni componente di essa, dai dipendenti, ai fornitori fino agli investitori. La necessità di delegare può sorgere per molteplici motivazioni e abbracciare diversi contesti organizzativi. Si pensi ad esempio ad un caso in cui vi sia un'impresa in cui il potere decisionale sia concentrato nelle mani del socio fondatore dell'attività; la gestione di diverse situazioni tra le quali un mutamento delle condizioni ambientali, un complesso passaggio generazionale o la necessità di espandersi (Favotto, Bozzolan, Parbonetti, 2012), potrebbe richiedere un intervento "dall'esterno", dato dall'incapacità o impossibilità di far fronte a tali scenari. Una differente circostanza si può verificare quando l'impresa è costituita da un vasto numero di azionisti con la conseguente infattibilità di convenire ad una decisione comune; i soci saranno chiamati a nominare un consiglio di amministrazione (CDA), che eleggerà la

figura dell'Amministratore Delegato, affidando a quest'ultimo il massimo potere decisionale e, in buona parte dei casi, anche la carica di presidente (*chairman*).

Più la società è articolata, più complesso sarà il compito del massimo vertice aziendale, chiamato anche ad un'attività di coordinamento delle varie aree operative; ciò porta ad una riflessione circa le numerose competenze che un manager deve maturare, non solo di carattere strettamente tecnico, ma specialmente dal punto di vista umano. In primo luogo infatti un buon manager deve essere capace di pianificare una strategia vincente, e se necessario, anche di rivederla in corso d'opera, prevenendo possibili mutamenti ambientali. Una dote non meno importante consiste nella capacità di saper comunicare gli obiettivi in modo chiaro e schietto e far sentire tutte le risorse coinvolte nel processo organizzativo. Pianificazione e motivazione non bastano; un manager deve essere in grado di imporsi, di farsi ascoltare, ma allo stesso tempo di saper creare con chi lo circonda un rapporto collaborativo e di fiducia. Un uomo solo al comando infatti non potrà in nessun modo avere il pieno controllo su tutte le svariate situazioni che possono imperversare ed è perciò necessario sapersi anche rimettere al giudizio di altri o delegare la gestione di alcune mansioni. Lungimiranza, empatia, umiltà, la lista delle qualità e delle caratteristiche che deve possedere un manager potrebbe occupare spazi interminabili, ma non è questo l'obiettivo perseguito nell'elaborato. Piuttosto la domanda centrale che si intende porre è se le molteplici abilità sopra elencate, abbinate alle grosse responsabilità che la professione richiede, siano adeguatamente remunerate ed in che modalità. Una prima risposta al quesito viene fornita da numerosi studi statistici che riportano come il ruolo dell'Amministratore Delegato di uno dei primi 50 maggiori gruppi quotati sia ricompensato in Italia ben 80 volte in più di un dipendente medio della stessa azienda, nel migliore dei casi. (Fonte: ricerca Mediobanca). Se questi dati possono sembrare elevati, stupirà di certo conoscere la forbice, mai così larga nella storia, che separa la paga del top management negli Stati Uniti da quella dei dipendenti; considerando sempre le maggiori compagnie quotate, è stato calcolato infatti un rapporto di oltre 300 a 1 (347 per l'esattezza). È evidente che, di fronte a certe cifre da capogiro, si sia creato un clima di allarmismo e di malevolenza da parte dell'opinione pubblica, che ha messo nel mirino la forte iniquità nella gestione dei compensi. Saper remunerare adeguatamente le proprie risorse, detta anche *ability to pay*, resta ad ogni modo un punto di forza per le società; chi è in grado di alzare l'asticella dei salari sopra la media, avrà di certo più possibilità di arruolare un *know how* che, a lungo andare, potrebbe tramutarsi in un vantaggio competitivo. A questo punto però c'è la necessità di chiarire due aspetti fondamentali entrambi legati al tema dell'ingente retribuzione: primo, si è infatti detto precedentemente che le qualità e *skills* che deve possedere un buon manager

sono rare da reperire nel mercato del lavoro e, per questo motivo, è essenziale saperle riconoscere tramite il salario, ma ciò è sufficiente da giustificare numeri così elevati?

Risposta secca: probabilmente no. Vi è però una seconda motivazione, oscura ai più, che affonda le radici nelle teorie di Adam Smith e che si perfeziona grazie ai numerosi contributi dei più influenti economisti del '900. L'illustrazione di tali principi, a partire dalla *agency theory*, può offrire una diversa prospettiva con cui approcciarsi al tema delle retribuzioni, le quali alla loro funzione premiante, affiancano anche un ruolo unificatore per quanto concerne il livellamento sullo stesso piano degli interessi tra principale e agente. Ciò potrebbe tuttavia non fugare tutti i dubbi e le diffidenze circa un salario davvero elevato, ma quanto meno alleviare parzialmente alcune controversie. Il secondo interrogativo abbraccia la sfera dell'equità e delle prestazioni: è infatti auspicabile che, a guadagni top, corrispondano risultati altrettanto importanti, ma, non essendo nel campo delle scienze esatte, il sillogismo non è sempre rispettato. Da una ricerca dell'Osservatorio di "The European House Ambrosetti", che ha scelto come campione 116 società quotate italiane, analizzandone i bilanci dal 2014 al 2016, emerge per un terzo una situazione di incoerenza; analizzando le società in termine di Ebitda, ritenuto un valido indicatore per i sistemi di incentivazione variabile, risulta scarsa correlazione tra remunerazioni e performance, in particolare nelle compagnie "minori". Questa ricerca introduce il tema del *mix compensation*, ossia della composizione di un pacchetto retributivo ottimale con orientamento sia al breve che al lungo periodo. Dalla ricerca di Ambrosetti si nota come le imprese che optano per una remunerazione prevalentemente fissa, sono quelle che meno riescono a collegare compensi e risultati, a differenza di chi riesce a far leva sul salario variabile.

L'elaborato ha come scopo l'approfondimento di tali tematiche e si articola in 3 capitoli, a loro volta suddivisi in sotto paragrafi. Nel primo capitolo verrà sviluppato l'assunto secondo il quale, non vi sia totale unità di visione tra principale e agente, con il conseguente rischio che la relazioni sfoci in comportamenti opportunistici da parte del manager. Partendo dalla teoria dell'agenzia si farà riferimento ai numerosi contributi precedenti e posteriori, toccando anche il tema della *corporate governance*, risaltando la portata di tale filone di pensiero, senza dimenticare di riportare le critiche e i pareri discordanti.

In seguito, a supporto della teoria, si riporterà alla memoria uno dei più clamorosi *corporate scandal* di inizio millennio, ossia quello concernente la Enron, compagnia americana del settore energetico, fallita nel 2001. Dietro ad una prodigiosa ascesa, si svelerà una fitta rete di bugie, ad opera dei massimi vertici societari, rei di aver anteposto gli interessi personali a

quelli degli innumerevoli investitori e dipendenti. Una perfetta dimostrazione di opportunismo manageriale, che darà il via ad una serie di riforme, in primis il *Sarbanes Oxley Act*, con lo scopo di rendere più trasparente e limpida la gestione aziendale agli occhi degli investitori americani.

Il terzo capitolo, si può suddividere in due sezioni: nella prima verrà trattato il tema delle varie forme remunerative, analizzandone vantaggi e svantaggi, con un breve focus sulle stock option, ovvero un particolare strumento retributivo, il cui utilizzo sta andando in crescendo negli ultimi anni, ma che ha destato sempre atteggiamenti o assai entusiastici da una parte, o assai critici dall'altra. Successivamente si entrerà nel merito del salario manageriale, prima mettendo a confronto il sistema americano o anglosassone, con quello italiano; a termine esemplificativo sarà eseguito infatti un paragone tra il mix retributivo di Starbucks, la nota compagnia del caffè a stelle e strisce, con le prime 35 aziende quotate in Borsa del nostro Paese, poi, con l'aiuto di alcuni report statistici, si approfondirà la composizione delle paghe per i top manager in Italia, cercando di rispondere a questi quesiti. “Legare i compensi ai risultati è tema sentito dalle principali società italiane? In che modo, negli ultimi anni, ci si è mossi in questo senso? Si può affermare che, al 2017, non esistano quasi più situazioni in cui, a fronte del mancato raggiungimento di prefissati obiettivi, siano comunque corrisposti guadagni spropositati?”

Agency Theory

Jensen e Meckling

Nel 1976 il *Journal of Financial Economics* pubblicò una relazione di Michael C. Jensen, al tempo professore presso l'Università di Rochester, e di William Meckling, preside della stessa, nella quale gli autori, alla tradizionale "theory of firms", di cui la letteratura economica era ritenuta già satura di interpretazioni, anteposero una "theory of markets" nella quale le imprese si configurano come importanti attori. Essi definirono una relazione di agenzia come "un contratto in base al quale una o più persone (il principale) obbliga una persona (l'agente) a ricoprire per suo conto una mansione, che implica una delega di potere all'agente" (1976, Jensen e Meckling). Questa definizione è applicabile alla maggior parte delle relazioni tra individui e se entrambe le parti avessero eguale utilità derivante dal raggiungimento dell'obiettivo prefissato nel contratto, non si riscontrerebbero problemi. Gli autori, teorizzando la natura imperfetta dei contratti, giunsero a sostenere che l'agente risultava essere in possesso di maggiori informazioni rispetto al principale, e che potesse beneficiare della sua posizione per massimizzare i propri interessi, anche a discapito di quelli del principale. Per ridurre questa situazione di asimmetria informativa, il principale sarà dunque costretto a sostenere un *bonding cost*, ovvero un costo di sorveglianza e incentivazione per orientare il comportamento dell'agente. Provando a traslare questa situazione in un comune contesto organizzativo, ecco che il principale assume il volto dell'imprenditore e l'agente quello del manager chiamato ad operare per conto del primo; in questo scenario il problema di asimmetria informativa è però meno sentito e affrontato, in quanto è ipotizzabile che la concentrazione dell'assetto proprietario in un'unica figura, renda più semplice il monitoraggio e il controllo dell'agente. A quale circostanza fa quindi maggiormente riferimento la teoria dell'agenzia? Eugene Fama (1980), economista e premio Nobel statunitense, individua un rapporto di proporzionalità diretta tra costi d'agenzia e diffusione proprietaria; in sintesi, laddove vi sia maggiore scorporazione tra proprietà e controllo, ecco che lieviteranno gli *agency cost*.

È questo il caso delle cosiddette *public company*, il tipico modello di società per azioni americana. Nelle *public company* la proprietà è polverizzata: il capitale è suddiviso tra una moltitudine di azionisti, pertanto, in assenza di una figura di riferimento, il manager assume ancora più potere e responsabilità e sono più frequenti derive opportunistiche.

In questo senso Jensen e Meckling individuano il costo d'agenzia, dato dalla somma dei seguenti costi:

- Spese di monitoraggio e sorveglianza e carico del principale
- Costi di obbligazione sostenuti dall'agente
- *Residual loss*

Se dei primi si è già discusso in precedenza, ora è bene soffermarsi sugli altri due. I costi di obbligazione vengono presi in carico dall'agente per "assicurare il principale che non adotterà comportamenti volti a danneggiarlo e, nel caso, per indennizzarlo" (2014, Costa; Gubitta; Pittino). Il *residual loss* o parte residua fa riferimento alla differenza tra comportamento effettivo del manager e ciò che avrebbe dovuto fare per massimizzare l'utilità della proprietà o degli azionisti. In quest'ultimo punto è forte il richiamo ad Adam Smith che sostenne come "non possiamo aspettarci che i dirigenti di società, chiamati a gestire il denaro di altre persone, si dedichino a tale attività con la stessa cura con cui agirebbero i soggetti titolari di una partecipazione in una società nell'amministrazione del proprio denaro" (Smith 1776).

Nella seconda sezione della relazione, gli autori delineano due possibili scenari per dare forza alla loro teoria. Nel primo caso ipotizzato, il manager si trova in possesso del 100 per 100 delle quote azionarie, mentre nel secondo caso viene analizzato il comportamento dello stesso manager qualora venga meno l'esclusività nella proprietà del capitale, che sarebbe dunque condiviso con altri investitori. Il manager proprietario punterà a massimizzare la propria utilità sia in termini pecuniari che in termini valoriali; cura nelle relazioni, rispetto, lealtà, fino a raggiungere il mix ottimale di elementi che produrranno il massimo beneficio. Nel caso in cui vi siano altri azionisti, ma di minoranza, il comportamento del manager non si discosterà molto dalla situazione precedente; infatti continuerà a voler incrementare i suoi benefici operando in maniera opportunistica, sostenendo costi in misura della sua quota azionaria. A questo punto gli altri *shareholders*, per controllare l'operato del manager saranno condotti a sostenere un costo di monitoraggio, che sarà tanto maggiore quanto maggiore è la quota investita dagli azionisti di minoranza. Il manager, in qualità di azionista di maggioranza, per poter continuare ad agire come visto prima, cercherà di limitare le spese per il controllo, rafforzando la tesi di Jensen e Meckling sulla divergenza di intenti tra principale e agente. Accantonando per un attimo questa ipotesi, il manager potrebbe anche decidere di cedere parte delle sue quote, "aprendosi" al mercato, effettuando una scelta calcolata; egli, infatti,

potrebbe agire con risorse maggiori rispetto a quelle in suo possesso precedentemente, tentando di realizzare operazioni assai più redditizie rispetto ai costi di sorveglianza sostenuti.

La carica innovativa dell'*agency theory* è notevole ed è meglio percepibile se comparata alla corrente di pensiero in cui si inserisce; non è possibile infatti non citare due autori che di certo furono di grande ispirazione per Jensen e Meckling, ovvero Adolf A. Berle e Gardiner C. Means. Correva infatti l'anno 1932 quando quest'ultimi pubblicarono la loro opera denominata "*The modern corporation and private property*". Il concetto forte espresso nello scritto, e dimostrato tramite l'analisi di 200 aziende americane, è che la proprietà è sempre più scissa dal controllo. Per gli autori vi è una sorta di rivoluzione copernicana che non prevede al centro del mondo l'azionista, reo di aver assunto un ruolo passivo nell'investimento (D. James 1933).

Dopo di loro, nel 1937, Ronald Coase elaborò la cosiddetta *nexus of contracts theory*; secondo Coase l'impresa è vista come una rete di contratti e in virtù di questi, tutti coloro che partecipano all'impresa economica moderna, dai manager, ai fornitori, ai lavoratori fino ai proprietari, agiranno nel rispetto e nei vincoli di questi, i quali conferiscono ai soggetti diritti e doveri (Coase, *The nature of the firms*, 1937).

Jensen e Meckling spostano dunque l'asse dell'attenzione proprio sulla natura di tali contratti, dimostrandone l'inefficienza e l'incapacità di regolare il rapporto tra principale e agente e mettendo in discussione l'obiettivo che gli stessi contratti pongono in essere.

A posteriori, invece, prendono piede due differenti correnti: la linea positivista e quella principal-agent. Partendo entrambe dallo studio del contratto tra principale e agente e condividendone gli assunti di base, esse differiscono per metodi e rigore matematico (Eisenhardt 1989). I positivisti, nel cui filone vengono ricondotti anche Jensen e Meckling, hanno come obiettivo l'identificazione di situazioni di conflitto tra principale e agente e ne descrivono le forme di governo che limitano o favoriscono comportamenti opportunistici. I ricercatori della corrente principal-agent hanno invece come scopo l'analisi del rapporto di queste due figure anche al di fuori di quello che può essere un contesto strettamente aziendale, come può essere quello tra avvocato e cliente o tra lavoratore e lavoratore (Harris e Raviv 1978). Gli studiosi, appartenenti a questo filone, a causa di un utilizzo rigoroso e, ai più ignoto, di formule e metodi matematici, rimasero per molto tempo inaccessibili e immuni da critiche, al contrario della controparte positivista.

Proprio appartenente alla corrente positivista è il contributo di Fama e Jensen (1983), che identificarono nel board un potente sistema di monitoraggio del manager; la sola presenza di

un organo di controllo infatti è, in organizzazione grandi o meno, garanzia di limitazioni di prese di posizioni opportunistiche. Nell'opera "*Separation and ownership of control*", gli autori scompongono in quattro fasi il processo decisionale:

- Iniziativa, ovvero l'avvio alla presentazione di proposte circa l'impiego di risorse e formulazione dei contratti;
- Ratifica, ossia la scelta delle proposte da perseguire;
- Implementazione, il passaggio all'azione;
- Monitoraggio, ossia la valutazione delle performance.

Iniziativa e ratifica rientrano nella categoria cosiddetta *decision management*, le altre nel *decision control*. Il problema di agenzia sorge quando chi si occupa della gestione delle decisioni, non "subisce" tali decisioni e sarà dunque portato ad agire in maniera più rischiosa; per risolvere o quantomeno ridurre tali situazioni è fondamentale dunque che gestione delle decisioni e del controllo restino due unità separate, anche a fronte di sostenere un costo maggiore.

È evidente e dimostrato con dati empirici che si avrà un aumento dei costi di agenzia nel caso in cui il manager sia un outsider rispetto all'organizzazione, la sua partecipazione azionaria sia ridotta (rapporto di proporzionalità inversa con i costi) e quando vi è un aumento degli investitori privi di oneri gestionale. (Ang J., Cole R., Lin J. 2000).

Selezione avversa e azzardo morale

La situazione in cui una delle due parti può disporre di una mole d'informazioni maggiori rispetto all'altra è stata precedentemente definita asimmetria informativa; ciò può generare un duplice problema, ovvero opportunismo ex ante o selezione avversa e opportunismo ex post altresì conosciuto come *moral hazard*.

La selezione avversa si verifica quando, al momento della stipulazione di un contratto, una parte, essendo più informata sul bene da scambiare, omette alcune rilevanti informazioni al fine di massimizzare i propri vantaggi. Il concetto di selezione avversa è assai in voga nei mercati assicurativi dato che le entrate precedono le uscite e che i clienti potrebbero celare parte delle informazioni per sostenere una minore polizza. Il tema fu introdotto dall'economista statunitense George Akerlof che nel 1970 pubblicò un articolo denominato *The market of lemons*, riportando un celebre esempio per meglio comprendere in cosa consista l'opportunismo ex ante. "L'esempio delle auto usate cattura l'essenza del problema" (Akerlof, 1970). Ipotizzando infatti che un rivenditore disponga di auto di buona qualità e altre di bassa qualità, in italiano le definiremmo "bidoni", limoni per i nativi d'oltreoceano, se l'acquirente fosse a conoscenza della qualità delle auto, esisterebbero due prezzi differenti, con il risultato che il venditore riceverà un compenso adeguato alla bontà del mezzo. Nel caso in cui solamente il venditore abbia le dovute informazioni e che auto buone e meno buone siano vendute sullo stesso mercato, si potrà manipolare a piacimento il prezzo, costringendo l'acquirente a sborsare un corrispettivo medio. I rivenditori di auto mal funzionanti otterranno un margine assai più elevato di chi eroga auto in buone condizioni; la selezione avversa si ha proprio nella conseguente scomparsa del mercato di auto di buone qualità. Tornando al caso del rapporto tra principale e agente, quest'ultimo potrà fornire informazioni incomplete o inesatte sulle proprie caratteristiche pur di farsi assumere (Costa, Gubitta, Pittino, 2014). L'azzardo morale, o *moral hazard*, è una forma di opportunismo ex post e si verifica quando, dopo la stipulazione del contratto, il soggetto agisce in modo tale da massimizzare i propri interessi a causa della non osservabilità delle sue azioni. L'agente potrebbe dunque operare in maniera tale per cui eventuali rischi presi, portino benefici solo allo stesso, facendo ricadere su terzi eventuali effetti negativi. Anche questo termine è proprio del mondo assicurativo dove l'assicurato, non dovendo sostenere in prima persona gli oneri monetari nel qual caso si verifici un evento dannoso, dimostrerà una minor prudenza nell'agire. Anche in questa situazione è assai ficcante l'uso di un esempio automobilistico: pensiamo infatti con quanta

cautela in più si metterebbe al volante un guidatore incaricato a sostenere tutte le spese al verificarsi di un qualsiasi incidente come nel caso di un contratto di locazione. Viene da sé quindi che la probabilità che aumentino i comportamenti opportunistici, prima o dopo la stipulazione del contratto, sia maggiore in quei contesti ambientali che Emery e Trist definirebbero turbolenti, in cui le operazioni di monitoraggio risulterebbero ancor più difficoltose.

Critiche alla teoria dell'agenzia

Nonostante la portata innovativa della teoria di Jensen e Meckling, non sono mancate le critiche e le perplessità, in particolare circa il limitato ambito di applicabilità del modello.

Gli autori infatti, analizzano il rapporto principale-agente tenendo in considerazione un modello di *governance* diffuso soprattutto negli Stati Uniti, o più in generale nei Paesi di matrice anglosassone, trascurando che, nella maggior parte degli stati europei, sia ben radicata la presenza di imprese a proprietà familiare o concentrata. In Italia, ad esempio, il 99% delle aziende rientra nella categoria conosciuta come PMI (piccole e medie imprese) e sono praticamente assenti le public company.

Una seconda critica mossa alla teoria dell'agenzia affonda le sue radici nel campo sociologico: riducendo all'osso il contenuto dell'articolo degli economisti americani se ne deduce che il rapporto *principal-agent* sia intriso e pervaso da un'aura di egocentrismo ed individualismo, che porterebbe ogni attore a comportarsi in modo tale da massimizzare il proprio interesse, mosso esclusivamente da fini economici. Secondo Perrow, la teoria dell'agenzia non può entrare a far parte delle teorie organizzative poiché “raramente cerca di spiegare eventi reali” (Perrow 1986). Il contesto sociale di validità appare troppo ristretto, poiché sono molteplici i fattori umani, e talvolta culturali, che promuovono un comportamento volto ad incoraggiare azioni responsabili e guidate da “buoni sentimenti”. Se da un lato alla figura del manager, anche per come viene dipinta nella letteratura, è spesso associata l'immagine di un uomo cinico e pronto a tutto per raggiungere i suoi obiettivi,

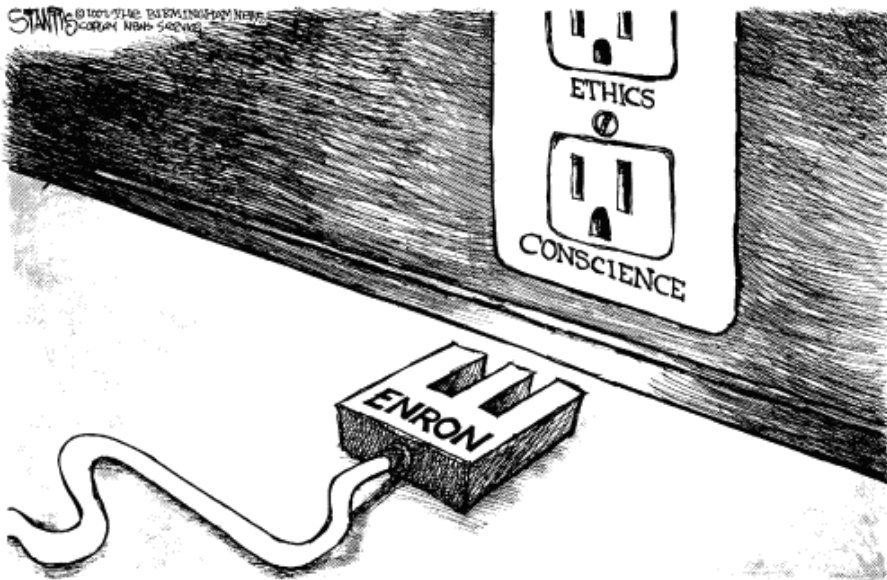
dall'altra bisogna tenere presente anche la componente valoriale che deve caratterizzare chi ricopre una posizione di influenza e rilievo. L'errore dell'agency theory per i critici è dunque quello di bollare l'intera "categoria manager" come individui guidati unicamente da quelli che David McClelland definì *achievement need* (bisogno di successo) e *power need* (bisogno di potere), trascurando l'*affiliation need* (desiderio di affiliazione), ritenuto per la verità dallo stesso McClelland come caratteristica capace di insidiare l'obiettività nella presa delle decisioni da parte del manager (McClelland 1961).

Infine le critiche alla teoria dell'agenzia hanno dato vita ad un'ulteriore teoria, assai in auge negli ultimi decenni, ovvero la *stakeholder theory*. Se nelle idee di Jensen e Meckling, l'agente è titolare di un rapporto esclusivo con la proprietà, con la teoria degli stakeholder, il rapporto si estende a tutti coloro che sono portatori d'interesse nella società. Le decisioni del manager dovranno tenere conto prima degli interessi della comunità e poi delle restanti componenti, differenziando comunque il grado di rilevanza ed influenza degli stakeholder sulla società. Questa teoria venne a sua volta criticata, in particolare per la sua complessa realizzabilità pratica, anche dallo stesso Jensen.

Pur tenendo presente anche i punti di debolezza della teoria dell'agenzia è in ogni modo necessario, nonché doveroso, riconoscere a Jensen e Meckling di essere stati tra i capostipiti di un nuovo modo di concepire il rapporto tra principale e agente, ponendosi nello specifico dalla parte degli azionisti, auspicando maggiori tutele nei confronti di quest'ultimi e dando inizio a una lunga serie di dibattiti che spesso sfoceranno anche nella stipulazione di leggi e provvedimenti.

Enron: l'economia della truffa

Il caso Enron, nonostante sia ormai datato, rappresenta uno scenario concreto in cui l'opportunismo manageriale ha arrecato danni agli stakeholder, ed è di notevole importanza se si considerano le tempestive normative che sono state adottate proprio in seguito al grande crac. Proprio questo accadimento ha infatti per primo acceso la luce sulla necessità di garantire maggior trasparenza agli investitori, rafforzando gli organi di controllo.



Era il 2 dicembre del 2001 il giorno in cui la Enron, colosso texano del settore energetico, staccò definitivamente la spina, lasciando ventimila dipendenti da un giorno all'altro senza lavoro. Fu un crac del tutto inaspettato; Enron infatti, negli ultimi dieci anni, si era affermata come la settima multinazionale degli USA, con un fatturato di ben 101 miliardi di dollari ed era presente in 40 diversi Paesi. Non passarono molti mesi quando la bolla, fatta di falsità e bilanci truccati, esplose, dando vita alla truffa contabile che sarebbe passata alla storia come “la madre di tutti gli scandali” e che ben coniuga aspetti legati all'agency theory e incentivi manageriali.

Cronologia di un fallimento

Kenneth Lay, Ceo di Enron al momento del crac, nacque a Tyrone nel Missouri nel 1942 e a 42 anni divenne amministratore delegato, nonché presidente della Houston Natural Gas Co. Nel 1985, la compagnia si fuse con InterNorth, dando vita alla Enron. Da quel momento la società conobbe un periodo di vertiginosa ascesa, culminato con l'ingresso nella top ten delle aziende americane per fatturato e solidità; dal 1990 al 2000, il prezzo delle azioni si incrementò del 554% rispetto al valore originario. Lay, inoltre, aveva sempre potuto contare su un forte legame con la famiglia Bush, tanto da figurare tra i candidati alla posizione di ministro del tesoro al momento dell'elezione di George W.; la società ricevette aiuti anche sotto l'amministrazione Clinton "come la riforma di settore del 1992, o sostegni nella gara per il controllo della distribuzione di metano in Argentina, o nell'ingresso sui mercati energetici di paesi come l'India e il Mozambico"(Balzarotti, Micoluppi Corriere Della Sera 2016). Nel 2001, l'improvvisa bancarotta; in 3 mesi il valore delle azioni da 86 dollari precipitò a 25 centesimi e non fu necessario molto tempo per scoprirne le cause. Anno dopo anno le cifre del bilancio venivano infatti manomesse o gonfiate con abili trucchi contabili, il tutto con la copertura dei principali partiti politici, che ne beneficiarono in aiuti e finanziamenti alle campagne elettorali. Non ultimo, Enron si era legata ad una serie di società, con sede in paradisi fiscali, al fine di evadere le tasse e mantenere elevato e costante il valore di profitti e azioni. Ma come era stata possibile l'approvazione, in tutti questi anni, di bilanci, poi rivelatisi totalmente falsati? Semplice, poiché dalle indagini fu accertato il coinvolgimento di una delle maggiori società di revisione, ritenuta tra le più efficienti e affidabili degli USA, la Arthur Andersen. I vertici della Andersen si dichiararono del tutto estranei ai fatti, tentando di far ricadere le colpe solamente sull'ufficio della sede di Houston, incaricato della revisione dei conti Enron. La società di consulenza, a partire dall'Ottobre 2001, cominciò a distruggere ed eliminare qualsiasi documento che potesse provare la presenza di un coinvolgimento nel caso Enron; il processo Andersen, che formalmente chiuse i battenti nel 2002 a seguito dello scandalo, resta uno dei più coinvolgenti ed intriganti del nuovo millennio con sentenze e condanne ribaltate, le quali non saranno approfondite in questo elaborato. Tornando alla Enron, le indagini ed il processo, condotto da una task force che analizzò e scandagliò ogni possibile documento dal 1985 al 2001, si conclusero nel 2006 con la condanna a 45 anni per il presidente Kenneth Lay, colpevole di diverse truffe, 14 anni, inizialmente erano 24, al CEO

Jeff Skilling, operativo in quel ruolo solo nel 2001, ma presente in società dal 1987, 6 anni al direttore finanziario Andrew Fastow, a oggi già scontati. *"We believe that God in fact is in control, and indeed he does work all things for good for those who love the Lord."*

Con questa frase Lay si congedò dal processo a Houston nel 2006, professando, anche dopo la definitiva condanna, la sua totale innocenza; lo stesso Lay, dietro le sbarre, non ci finirà mai, poichè morì dopo pochi mesi a causa di un attacco di cuore.

Le conseguenze

La bancarotta della Enron innescò un effetto domino che colpì, in primo luogo, azionisti, lavoratori e pensionati dell'azienda stessa, ed in seguito i dipendenti, circa 25000, dello studio Andersen; il fallimento della Enron fu rapidamente seguito da quello della WorldCom e della Adelphia, colossi colpevoli allo stesso modo di aver presentato bilanci non trasparenti. La fiducia degli azionisti e investitori americani era ormai ai minimi termini e a ciò si aggiunse un sentimento diffuso di astio e livore verso dirigenti e manager, rei, secondo l'opinione pubblica, di percepire stipendi da capogiro e di anteporre gli interessi personali a quelli degli azionisti. Tornando al caso Enron, da una ricerca del *Business week*, condotta nell'aprile del 2001, si può notare come Lay avesse guadagnato la bellezza di 140,8 milioni di dollari, di cui una base fissa di circa 9 milioni e la restante parte sotto forma di bonus e stock option. Lo stesso Jeffrey Skilling, subentrato come CEO nel 2001, giunse a percepire 132 milioni di dollari; è da segnalare come gran parte del salario sia dovuto alla vendita di numerosi pacchetti azionari da parte dei manager della Enron. Gli investitori, annusata aria di crisi, si precipitarono a vendere i loro titoli per non incorrere in perdite ancora più ingenti, ma chi si trovò davvero danneggiato furono i dipendenti della società. Le loro pensioni erano state investite tutte in azioni Enron e, con la caduta del valore del titolo, e, con il conseguente divieto di vendita, tutti i risparmi andarono persi. In quei giorni, venne inoltre sostituito l'Amministratore del fondo, impedendo di disinvestire e salvare il salvabile (Zona 2013).

La bancarotta della Enron costituisce di certo lo scenario perfetto delineato, 25 anni prima, da Jensen e Meckling e già profetizzato alla fine del '700 da Adam Smith; una public company, con proprietà fortemente polverizzata, nelle mani di manager opportunisti da una parte, e

azionisti, investitori e dipendenti non in possesso di un'adeguata mole di informazioni dall'altra.

Un crac inevitabile?

Un semplice domanda, che risuona come una provocazione. Operando in modo diverso si sarebbe potuto evitare il fallimento? La risposta è affermativa, la criticità sta nella capacità di prevenzione del fenomeno. Si può dire che la Enron sia, tra i corporate scandal dei primi anni del nuovo millennio, quello che abbia dato il via all'approvazione di una nuova legge, entrata in vigore nel 2002, che prende il nome di *Sarbanes-Oxley act*. Il sistema giudiziario americano, come si evince dalla data di approvazione della legge, posteriore solo di un anno al fallimento della Enron, rispose prontamente alla perplessità diffusa, in particolare dei piccoli investitori, circa la gestione societaria poco limpida da parte dei manager. La legge, conosciuta anche come SOX, prese il nome da due deputati del congresso; il repubblicano Mike Oxley e il democratico Paul Sarbanes. Le variazioni sul tema apportate furono molte e sostanziali e le principali modifiche si possono riassumere nei seguenti punti;

- Fu introdotto un organo di vigilanza per i revisori contabili, limitando l'erogazione di servizi diversi dal controllo dei conti.
- Vennero inasprite le pene in caso di frode nei confronti degli investitori. Qualora si verificasse qualche situazione ricadente in quest'ultima fattispecie, gli amministratori ed i funzionari di società quotate ritenuti responsabili saranno tenuti a restituire quanto illegittimamente guadagnato.
- Venne istituito un comitato di audit, composto da amministratori indipendenti con scopi di monitoraggio. I CEO, in possesso di informazioni circa eventuali scorrettezze o anomalie gestionali, dovranno informare immediatamente l'audit.

- Fu potenziato il ruolo della SEC (*security and exchange commission*), ruolo simile all'italiana Consob, a cui i manager dovranno comunicare eventuali transazioni fuori bilancio e detenzione di proprietà azionarie oltre il 10%.
- In ultimo luogo si dispose che chiunque distrugga, falsifichi, occulti o manometta dei documenti al fine di ostacolare indagini, si configuri come passibile di sanzioni pecuniarie o con la detenzione fino a venti anni. In particolare, onde evitare la distruzione dei documenti contabili, si deliberò che le società di revisione conservino gli stessi documenti in archivio per un periodo non inferiore a cinque anni decorrenti dal periodo fiscale durante il quale gli stessi sono stati redatti. (Fonte: SOX 2002). Un chiaro riferimento a quanto avvenuto nel caso Arthur Andersen.

Remunerazioni manageriali

Per minimizzare le asimmetrie informative, non essendo possibile, o meglio sufficiente, stipulare un contratto per garantire l'unità di intenti tra principale e agente, ecco che subentra il delicato tema riguardante le retribuzioni. Si analizzerà brevemente il rapporto motivazione-retribuzione grazie al contributo di alcuni studiosi ed economisti, quindi verranno presentate le principali forme di politiche remunerative, tracciandone criticità e punti e di forza, tenendo sempre presente le considerazioni di Jensen e Meckling.

“La retribuzione è lo strumento principale attraverso il quale l'impresa persegue l'obiettivo di attirare, trattenere e motivare i lavoratori con le caratteristiche idonee a perseguire gli obiettivi aziendali” (Costa, Gianecchini, 2013). Frederick W. Taylor, colui che teorizzò l'organizzazione scientifica del lavoro (1911), sosteneva che la vera motivazione nello svolgere al meglio un determinato compito scaturisse proprio dal denaro (oltre che nella parcellizzazione delle mansioni).

“Under the ordinary type of management the necessity for offering the workman a special inducement has come to be so generally recognized that a large proportion of those most interested in the subject look upon the adoption of some one of the modern schemes for paying men (such as piece work, the premium plan, or the bonus plan, for instance) as practically the whole system of management.”

Nello specifico non solo la prospettiva di un buon salario avrebbe, secondo Taylor, portato maggiore soddisfazione nell'individuo, ma anche la modalità utilizzata per ottenerlo; è infatti quando, a fronte del minimo sforzo prodotto, si manifesta la possibilità di un onorevole guadagno, che si materializza lo scenario migliore possibile.

Questo legame stretto tra remunerazione e motivazione fu rivisto e, per certi versi, accantonato dai successivi esponenti delle “teorie motivazionali”. La soddisfazione, più che da aspetti pecuniari, è alimentata da fattori intrinseci alla natura umana come il bisogno di sentirsi riconosciuto ed approvato dai colleghi (appartenenza), di offrire di sé una buona immagine sociale (stima) o di autorealizzazione professionale, come sosteneva Maslow (1954), o dall'equità percepita nel contesto lavorativo (Adams 1965).

sempre meno significativa della *total compensation*, in particolare in territorio angloamericano. Per ovviare ai problemi di agenzia quindi, una remunerazione basata completamente sul fisso, non prevedendo incentivi basati ad esempio sul risultato, non appare idonea a limitare comportamenti opportunistici da parte dell'agente. La fetta più cospicua della paga manageriale si articola sotto forma di compenso variabile. Lo strumento per premiare il risultato nel breve periodo è il cosiddetto "bonus annuale". Vi sono svariate modalità di applicazione: è possibile infatti stabilire, in accordo con i componenti dell'Assemblea degli azionisti, degli obiettivi da raggiungere *ex ante*, già chiari ad inizio anno, il cui raggiungimento o meno determinerà l'assegnazione o meno del bonus, oppure *ex post*. In quest'ultimo caso, l'Assemblea, deciderà solo alla fine dell'anno, risultati alla mano, se premiare o meno il manager. La gestione dei bonus è forse il tema più delicato da trattare per chi si occupa della gestione dei salari. Oltre alla numerosità dei criteri con cui questo può essere elargito, possono sorgere delle problematiche, in particolare quando, a beneficiare di tale strumento, non sono le massime cariche aziendali, meno sensibili alle variazioni salariali, ma i restanti dipendenti. L'assegnazione del bonus potrebbe risolversi con un riconoscimento solamente al responsabile di un'area aziendale o divisione, suscitando in coloro a costui sottoposti un sentimento di iniquità che potrebbe minare il clima all'interno dell'organizzazione. È perciò fondamentale stabilire con fermezza il criterio di assegnazione dei premi a breve termine per non causare l'effetto opposto a quello prefissato, ovvero la necessità di stimolare adeguatamente i dipendenti. In questo senso una tecnica piuttosto utilizzata è il *Management by objectives* (MBO). L'MBO consiste nello stabilire obiettivi monetari, ma non solo (vedi produttività o tasso di assenteismo), con un metodo quasi scientifico; il traguardo potrà dirsi raggiunto solo al conseguimento di un punteggio globale dato dalla somma dei singoli punteggi ottenuti al conseguimento di tanti micro-obiettivi. Una remunerazione basata su una parte fissa e incentivi a breve termine non è però ancora sufficiente per mettersi al riparo da derive opportuniste. Ciò potrebbe però infatti rivelarsi una sorta di boomerang; l'agente, per raggiungere il bonus e quindi un maggior compenso, potrebbe tralasciare gli obiettivi di lungo periodo per concentrarsi sul breve termine. Questo problema è definito *multiple tasking*, ovvero la tendenza a perseguire le attività maggiormente redditizie, trascurando altri compiti. Per fare in modo che una rincorsa alla performance nel breve periodo non pregiudichi i risultati futuri, ecco che sono stati introdotti i bonus a medio-lungo termine, particolarmente diffusi nel pacchetto retributivo dei vertici aziendali o di chi, in generale, occupa una posizione caratterizzata da responsabilità dirigenziale. Per un'azienda predisporre piani e strategie che vadano oltre il breve termine è fondamentale e, non sempre, ciò è facile da comunicare ai membri dell'organizzazione, focalizzati più sul presente che sul

domani. Con gli incentivi di medio-lungo periodo, si tenta quindi di instaurare un rapporto lavorativo duraturo; per l'azienda, offrire questi bonus significa verosimilmente trattenere il *know how* all'interno e scongiurare un elevato tasso di turnover del top management, per il lavoratore è ipotizzabile una crescita di motivazione dovuta al sentirsi partecipe dei piani futuri dell'impresa. Un ulteriore vantaggio nell'erogazione di premi a lungo periodo riguarda la loro iscrizione a bilancio; se i bonus di breve termine rappresentano per l'azienda un costo che grava sull'anno corrente, spesso i bonus ad ampio raggio sono erogati sotto forma di azioni. Vi sono ad ogni modo delle eccezioni dove, a strumenti *equity based*, vengono sostituiti bonus cash molto simili a quelli erogati nel breve periodo, riscattabili in un lasso di tempo che può variare dai 3 ai 5 anni, formula difficilmente riscontrabili in public company. Oltre agli obiettivi sopra citati è innegabile che uno dei principali scopi che ha reso la percentuale della remunerazione di lungo periodo la più alta del mix salariale manageriale, specialmente nei paesi anglosassoni, risiede nella capacità di questa soluzione di allineare gli interessi del principale con quelli dell'agente, per dirlo alla Jensen e Meckling, limitando possibili doppiogiochismi.

Un possibile rimedio per avvicinare gli interessi di azionisti e manager è stato introdotto nel corso degli anni '90 e consiste in una forma di remunerazione basata su azioni, le cosiddette *stock option*. La stock option concede ai possessori il diritto di sottoscrivere e acquistare titoli della propria società ad un dato prezzo (detto prezzo di esercizio) e in un determinato lasso di tempo (periodo di esercizio) [Zona 201]. Il manager sarà dunque sempre incentivato a mantenere alto il valore delle azioni per poterle rivendere sul mercato, guadagnando sul differenziale tra prezzo di acquisto e prezzo di vendita. Occorre anche stabilire il piano di assegnazione delle stock option, il cosiddetto *vesting period*; dando all'agente la possibilità di esercitare l'opzione dilazionando il diritto nel tempo (*phased vesting*), costui sarà naturalmente portato ad un orientamento anche al lungo periodo. Le stock option possono essere utilizzate anche al fine di trattenere il manager all'interno della stessa organizzazione, rendendole incedibili per un determinato periodo, tentando così di fidelizzare il soggetto e per tale motivo sono state ribattezzate anche "manette d'oro". Il dibattito sulla reale efficacia delle stock option si trascina da tempo; è bene specificare quali siano anche le criticità di questa particolare forma di remunerazione. Innanzitutto è possibile che i manager operino in un mercato a trend positivo ovvero in un contesto in cui la crescita sia dettata più da fattori esterni ed incontrollabili che dalla reale abilità dell'agente. In questo caso il manager potrebbe ricevere il premio anche a fronte di una prestazione non particolarmente considerevole. Ovviamente è da esaminare pure lo scenario opposto, con la conseguente impossibilità di

remunerare adeguatamente il manager a causa di situazioni fuori dal suo controllo in mercati caratterizzati da trend negativi. Inoltre è possibile che vi sia un maggior incentivo ad investire in settori rischiosi per massimizzare i guadagni come asseriscono gli studi di Sanders e Hambrick (2007); il caso emblematico riguarda l'investimento nella Ricerca e Sviluppo che può rivelarsi strategia vincente e quindi generare molto valore, come il caso contrario. Non solo stock option però; tra gli strumenti di lungo periodo utilizzati maggiormente vi sono anche le RSU (*restricted stock unit*), le quali saranno approfondite meglio in seguito. Per concludere, a completare il pacchetto retributivo vi sono i cosiddetti benefit, ovvero una serie di agevolazioni non monetarie, qualificabili nella categoria "servizi". Tra questi annoveriamo i fringe benefit veri e propri, ossia piani previdenziali e assistenziali e i "perquisites", servizi atti a migliorare e semplificare la vita del dipendente, non solo in ambito lavorativo. Rientrano in questa categoria l'auto aziendale, i buoni pasto, l'assistenza psicologica, il cellulare, biglietti per eventi e via discorrendo; talvolta le ricompense possono essere davvero originali. Chiaramente più si guarda verso l'alto nella piramide aziendale, più i benefit iniziano a diventare assai appetibili ed invidiati, in particolare laddove vi sia disponibilità economica quasi illimitata da parte dell'azienda.

Il lato oscuro delle stock option

Nel 2006 l'economista italiano Luigi Zingales scrisse un articolo sul Sole 24 Ore dall'accattivante titolo "il fascino pericoloso delle stock option". Quando negli anni '90 furono introdotte, la maggior parte degli addetti ai lavori rimase favorevolmente colpita da questa innovativa soluzione che sembrava poter allineare una volta per tutte gli interessi di manager e azionisti, riducendo al minimo le asimmetrie informative. In un secondo periodo le stock option divennero un compenso diffuso non solo per i top management, ma anche per i quadri intermedi e spesso per tutti i lavoratori (Zingales, 2006). Il nuovo secolo, tuttavia, si aprì con una serie di scandali societari che furono in parte dettati da azioni illegali degli stessi manager, vedi focus su caso Enron, che iniziarono a far riflettere sul reale valore di questo strumento. Nello specifico il background statunitense degli anni '80, basato su una profonda ristrutturazione industriale, erse il manager a figura protagonista; fu caricato dal peso di maggiori responsabilità con la promessa di importanti guadagni proprio sotto forma di stock option, nel caso in cui l'operato si fosse potuto ritenere soddisfacente. Il problema nasce e

prende forma nelle imprese in cui la retribuzione manageriale è stabilita dai consiglieri eletti dallo stesso Ceo; l'obbligo di non dover iscrivere il costo delle stock option a bilancio, incoraggiò gli stessi ad azioni sfrontate e, talvolta, persino illecite. L'orientamento al breve periodo delle azioni offerte nei primi anni '90, portò in alcuni casi alla manipolazione dei dati contabili al fine di far lievitare il prezzo delle azioni, che sarebbero state successivamente rivendute. Se quindi, quando offerto agli alti quadri societari, questo strumento era solito portare a un tipo di incentivazione non proprio in linea con l'obiettivo prefissato al momento dell'introduzione, non si può dire nemmeno che sortisca gli effetti desiderati quando i destinatari si configurino nei dipendenti dei rami gerarchici inferiori. Zingales ricorda l'esempio della United Airlines, compagnia fallita nel 2002, solita a retribuire i suoi lavoratori con opzioni. Al momento del crac, i dipendenti si trovarono senza lavoro e con azioni prive di valore. Ciò porta ad una duplice considerazione: la prima è che più si scende nella gerarchia aziendale, più lo strumento perde valore, mentre la seconda riguarda la maggior convenienza a diversificare il portafoglio azionario, investendo in aziende diverse da quelle in cui si lavora per evitare o, quantomeno per attenuare, possibili rischi. Le stock option conducono proprio alla situazione da evitare. L'economista italiano ne giustifica l'utilizzo nel caso delle start up, incapaci di offrire guadagni ingenti e nel caso in cui l'obiettivo sia quello di fidelizzare il manager, legandone così parte del compenso al futuro successo della nascita impresa.

Negli anni sono state apportate alcune migliorie, descritte nel capitolo precedente, per rendere le stock option un incentivo più efficace ed efficiente. Viene da sé però che un piano di incentivazione vincente deve dotarsi di tutti le componenti retributive per sfruttarne a pieno i vantaggi e minimizzare gli svantaggi.

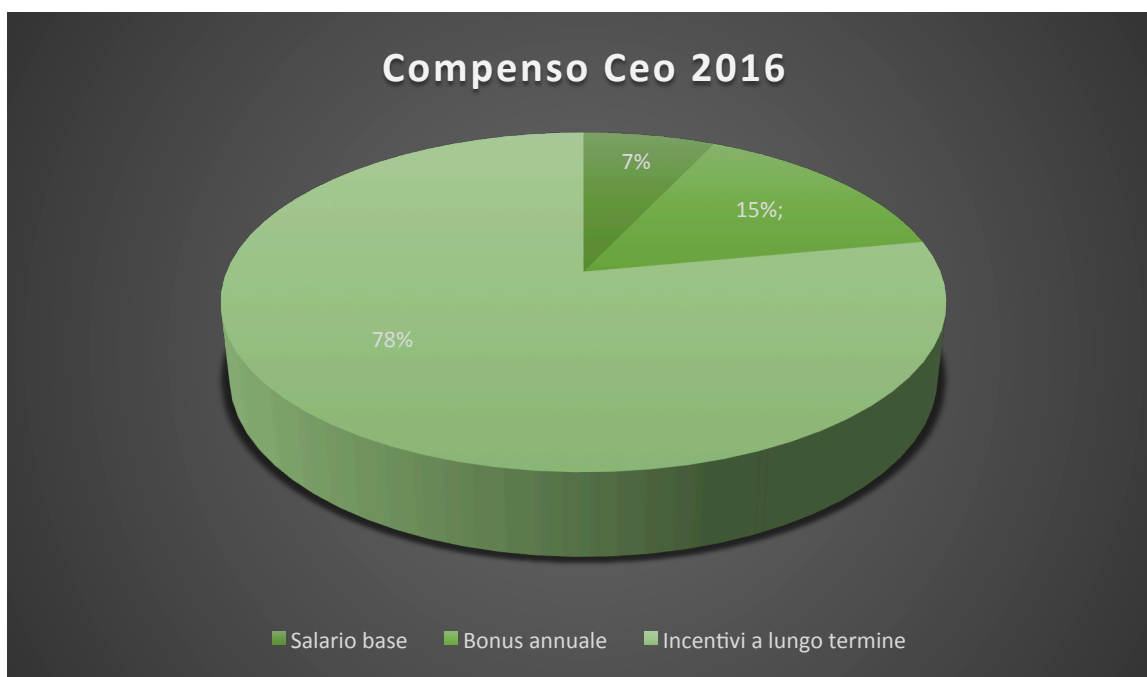
CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, But How

Tra i massimi studiosi in tema di retribuzioni nella letteratura americana, figurano di certo Murphy e Jensen. Il loro ultimo studio, datato 2010, non è altro che un aggiornamento di un'indagine sulle politiche remunerative, adottate per i chief executive dalle società americane, presentato nel 1990. Al tempo, gli autori auspicavano un maggior uso degli incentivi, al fine di legare gli interessi del manager a quelli degli azionisti; incentivi, non ancora sufficienti quindi a motivare il Ceo e ad ovviare i problemi d'agenzia. Negli anni infatti, ad un incremento di 1000 dollari della ricchezza degli shareholder, il compenso variabile del manager aumentava in proporzione tra i 2,5 e i 3,25 \$, valori ancora bassi e parzialmente corretti a circa 5 \$ da Hall e Liebman (1994). Vent'anni più tardi la situazione appare più rosea: è infatti aumentata la partecipazione azionaria del Ceo, la parte variabile costituisce la quasi totalità del mix retributivo ed è più forte la minaccia di licenziamento in caso di risultati negativi. Una terzo tema caro a Jensen e Murphy (2010) è quello dell'inserimento di penalità a fronte di scarse performance, ancora poco in voga. A oggi è possibile affermare che anche circa quest'ultimo punto sono stati mossi dei passi in avanti con l'introduzione di clausole di clawback, che saranno trattate più avanti.

Il fatto che negli Stati Uniti, la sensibilità alle performance sia notevolmente aumentata e che i Ceo non siano più remunerati come "burocrati", come direbbero Murphy e Jensen, è riscontrabile dall'uso importante e mirato degli incentivi. Una ricerca del 2016 della Willis Tower Watson, importante società di consulenza, che ha preso come riferimento le 400 migliori società con fatturato oltre i 10 miliardi di dollari, ha evidenziato come i Ceo americani, percepiscano in media l'89% della paga sotto forma di remunerazione variabile. Gli USA risultano, tra i Paesi analizzati, il più virtuoso sotto questo punto di vista, considerando infatti che la parte variabile in Germania e UK supera di poco il 70% ed in Giappone si ferma al 42%.

Di ciò è testimone il seguente paragrafo, il quale prende ad esempio una multinazionale americana ed il salario del suo leader.

Uno sguardo alla retribuzione: Starbucks



The vast majority of compensation value we deliver to our executives is in the form of compensation that is variable and “at risk”

Il grafico fa riferimento al mix retributivo di Howard Schulz, CEO della famosa compagnia americana Starbucks. I dati, estrapolati dal Proxy Statement che analizza l'anno fiscale 2016, mostrano come il 93% del salario sia costituito da una parte variabile; ciò non deve sorprendere più di tanto, essendo in linea con la quasi totalità delle maggiori compagnie americane. L'obiettivo di Starbucks si sposa con quanto precedentemente spiegato: per ovviare ai problemi di agenzia è necessario far leva sulla parte variabile, trovando il giusto mix tra bonus connessi a risultati di breve periodo e incentivi sul lungo termine. Il Ral, ovvero il salario di base, si attesta sullo stesso valore del 2015, ed è di \$1,500,000. Per quanto riguarda il bonus annuale, è riscontrabile un aumento legato alle performance di Mr. Schulz; è passato infatti dal 200% al 250% della paga base. Salario di base e bonus annuale

rappresentano la parte cash della retribuzione. Rispetto all'anno precedente è aumentata particolarmente la percentuale riguardante gli incentivi a lungo termine, passata dal 72% del 2015 al 78% del 2016; di pari passo, è sceso in punti percentuale, ma non in termini monetari, il bonus di breve periodo dal 20% al 15%. Nella composizione del mix retributivo, il Comitato per la Remunerazioni di Starbucks cita una serie di imprese, dal settore dei consumi di base, come Coca Cola o Kellogg, a quello dei consumi discrezionali, come NIKE, al retail, come Gap, all'area IT software e servizi, come Visa, che sono state tenute in considerazione al fine di aggiustare il salario dei propri dirigenti. Questo confronto tra "peer companies", ovvero tra multinazionali di pari livello è cruciale per Starbucks, per costruirsi un'immagine importante dal punto di vista dell'*ability to pay*, ovvero della capacità di remunerare adeguatamente i dipendenti, aspetto che può generare un vero e proprio vantaggio competitivo.

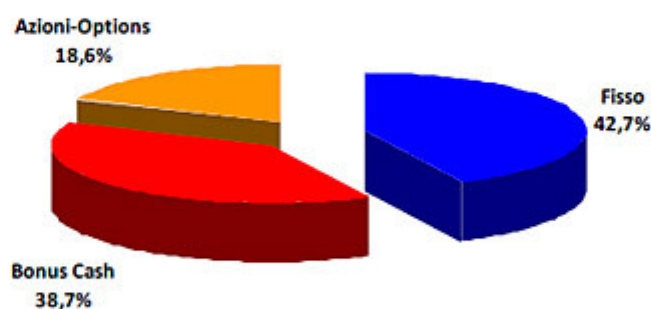
Incentivi di lungo periodo

Meritano un'analisi più approfondita gli incentivi di lungo periodo, che costituiscono la gran parte della paga del CEO. Starbucks garantisce una parte, il 60%, in RSU (*Restricted stock unit*) e un'altra parte, il 40%, sotto forma di stock option. Il Comitato per la Retribuzione vede in queste due forme di incentivi il miglior modo per legare gli interessi di lungo periodo degli azionisti a quelli dei dirigenti; le stock option si valorizzano solo con un aumento del prezzo delle azioni, mentre l'RSU è un indicatore di performance che frutta guadagno solo se raggiunta la prestazione richiesta ed è comunque soggetto a ulteriori requisiti basati sui tempi di maturazione. Le stesse RSU sono legate, come le stock option, al valore delle azioni, ma vengono ritenute un indicatore più affidabile durante i periodi di maggiore volatilità dei prezzi. Nello specifico, le *restricted stock unit* sono titoli il cui effettivo possesso da parte dei dipendenti di una società, si concretizza solo dopo il trascorrere di un certo numero di anni e solo se quest'ultimi configurano ancora come tali al momento della maturazione del bonus. Secondo gli *analyst*, le RSU sono più adatte a coinvolgere i lavoratori nel lungo periodo, mentre le stock option possono favorire la ricerca delle prestazione anche nel breve. In Starbucks, nell'eventualità che l'obiettivo prefissato non debba essere centrato, è prevista una regolamentazione verso il basso del numero di RSU del 50%. Mr. Schulz, grazie a questi incentivi, ha potuto aggiungere a libro paga la bellezza di \$13,000,000.

Lo scenario italiano

L'ordinamento italiano non prevede l'obbligo di predisporre l'equivalente del proxy statement, a meno che l'impresa non superi un certo numero di dipendenti, pertanto le informazioni riguardo le retribuzioni si possono trovare sotto la voce "costi del personale" di un qualsiasi bilancio. La normativa, prima del 1998, non predisponendo la pubblicazione di questi dati, che venivano analizzati tramite stime, non sempre corrette, dalle società di consulenza. Nella lettera agli azionisti, possiamo comunque trovare un breve riassunto dei principali accadimenti e vengono delineati gli obiettivi futuri. Il Sole 24 Ore, tuttavia, ha raccolto una serie di dati concernenti il mix retributivo dei CEO nelle maggiori aziende italiane nel 2011, sintetizzati nel seguente grafico:

Composizione media delle retribuzioni dei CEO 2011



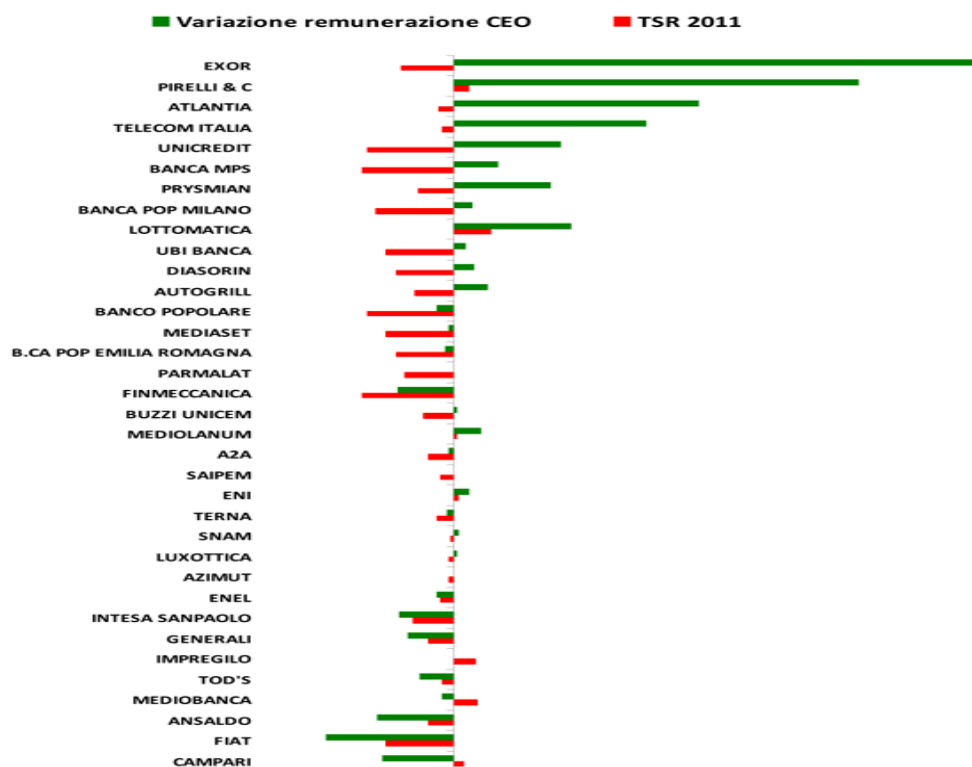
©Frontis Governance 2012

Confrontandolo, con le dovute proporzioni, alla "torta" concernente i compensi in Starbucks, appare evidente che vi sia un'importante inversione di tendenza, con la parte fissa che per poco non raggiunge la metà dell'intera remunerazione. Un'altra grossa fetta è formata dal bonus cash, direttamente collegato alle performance annuali, mentre gli incentivi a lungo termine, quali azioni e options, non raggiungono il 20% del totale, circa un quarto rispetto alla maggior parte delle compagnie americane. Ciò porta a delle doverose riflessioni, specialmente riguardo l'obiettivo che riveste la remunerazione a lungo periodo. Se infatti, nel mondo anglosassone, i piani di incentivazione sono stati introdotti principalmente per allineare gli

interessi di azionisti e manager, in Italia le motivazioni che hanno portato all'utilizzo sono diverse. Innanzitutto fiscali, grazie alla tassazione agevolata sul *capital gain*, poi come incentivo a trattenere il know how in azienda e infine come stimolo e spinta a rendere al meglio (Migliavacca, Porcelli, Cadeddu). Un'ulteriore analisi deve prendere in considerazione le forme di governo aziendale che puntano maggiormente su piani di stock option. I dati mostrano che sono diffuse nelle imprese o gruppi controllati dallo Stato o nelle public company; in questo caso è certo che gli intenti sono più vicini a quelli dei board anglosassoni. Essendo in Italia la quasi totalità delle imprese ad assetto familiare o comunque a proprietà concentrata, è evidente che il controllo sui comportamenti del top management, non passa dall'introduzione di piani remunerativi a lungo termine, ma da altri strumenti.

Sempre dalla ricerca di Frontis Governance, è possibile analizzare un interessante dato, ossia quello riguardante la differenza tra remunerazione del CEO e valore realizzato per gli azionisti, altresì detto TSR, acronimo di *total return shareholder*. Il suo valore è calcolato sommando all'incremento del prezzo del titolo, in un determinato intervallo temporale, l'effetto dei dividendi per azione corrisposti nello stesso periodo. Il calcolo del total shareholder return mostra, quindi, il tasso di rendimento annuo per un investitore che abbia acquistato il titolo di una società in una data X e lo abbia venduto in data Y. (fonte il Sole 24 Ore). L'indicatore è particolarmente valido poiché valuta quanto il mix retributivo tenga conto della necessità di mettere sullo stesso piano gli interessi dei manager con quelli degli azionisti.

Differenza tra variazione delle remunerazioni del CEO e valore creato per gli azionisti (TSR)



Come è ovvio la tendenza sarebbe quella di pensare che la linea rossa, indicante il valore creato per gli azionisti e la linea verde, attinente al salario del Ceo, vadano nella stessa direzione; quest'eventualità darebbe forza alla tesi che la parte variabile della retribuzione sia legata indissolubilmente al raggiungimento di obiettivi condivisi anche con i piccoli investitori. Tuttavia, nel campione analizzato, in solo 16 aziende su 35 è riscontrabile questo trend, ma ancor più eclatante è il fatto che in ben 5 società il differenziale tra le due variabili analizzate superi il 100% (Exor, Pirelli, Atlantia, Unicredit e Telecom). Il caso di Pirelli è ancora diverso dagli altri perché, nonostante nell'anno 2011 si sia creato un ritorno per gli azionisti, non appare giustificabile un ammontare variabile tanto elevato. I casi di Mediobanca, ma soprattutto di Campari sono diversi da tutti gli altri; come è possibile infatti che a fronte di un TSR positivo, la linea verde della variazione remunerativa punti verso sinistra? Una possibile risposta ce la fornisce proprio il report di Frontis Governance affermando che "potrebbe essere un esempio di incentivi maggiormente legati al lungo periodo e che quindi hanno risentito in misura minore delle performance del singolo esercizio".

Se rispetto all'anno precedente anche in Italia, nelle 38 società dell'indice Ftse Mib, si è fatta registrare una tendenza più anglosassone con la diminuzione della parte fissa a favore dei bonus variabili, è evidente che vi sia ancora poca attenzione nella correlazione tra interessi di manager e azionisti, con i primi che, eccetto casi particolari, non hanno certo avuto ripercussione nel conto in banca, nonostante le passività create. Questi dati hanno contribuito

ad alimentarne nell'opinione pubblica un clima non certo distensivo, specialmente in una popolazione duramente colpita dalla crisi più profonda del nuovo millennio.

Uno sguardo al futuro: il pay ratio

Tornando ad analizzare lo scenario americano, se è ormai da tempo che si discute e che ci si batte per trovare l'adeguato mix retributivo in grado di valorizzare e premiare il manager senza trascurare gli interessi degli azionisti, negli ultimi anni, di pari passo con la pubblicazione obbligatoria delle cifre pattuite annualmente dagli uomini simbolo delle potenti compagnie a stelle e strisce, la lente di ingrandimento si è posata soprattutto sull'ammontare del numero di zeri dei compensi. È innegabile che gestire una grande società richieda capacità al di fuori dal comune ed una serie di competenze difficilmente rintracciabili sul mercato del lavoro. È tuttavia altrettanto assodato che la forbice tra il compenso di un qualsiasi Amministratore Delegato di una delle Corporate americane e quello di un normale dipendente, si stia allargando sempre più, facendo sobbalzare l'opinione pubblica. Sembra dunque giunto il momento di porre un freno a certe cifre da capogiro e se in alcuni Paesi, specialmente per i manager di società controllate dallo Stato, si è optato per l'introduzione di un *salary cap*, ossia un vero e proprio tetto agli stipendi, negli Stati Uniti, la Sec (security and exchange commission) ha in mente di sperimentare un metodo differente. È stata infatti approvata recentemente una normativa la quale prevede che a partire dal 2018 sia resa nota la discrepanza tra le paghe del top management e quelle degli altri lavoratori. “La norma impone alle società di calcolare il compenso mediano, cioè il livello salariale che vede metà del personale guadagnare di più e metà di meno, e paragonarlo ai pacchetti dei chief executive”(il Sole 24 Ore). Questa riforma introdotta nel 2015, ma che appunto entrerà in vigore dal 2018, prenderà il nome di pay ratio; particolarmente caldeggiata dai sindacati, ha raccolto i favori dell'ex candidata alle elezioni americane Hillary Clinton, che ne ha reso uno dei suoi cavalli di battaglia durante la sfortunata campagna elettorale. Mary Jo White, presidente della Sec, ha

anche ricevuto alcune critiche da parte di esponenti repubblicani, rea secondo quest'ultimi di essersi intromessa in questioni che esulino dalle competenze dell'organo che rappresenta. A oggi il compenso medio di un Ceo è di circa 303 volte quello di un normale lavoratore; riuscirà questa norma a sortire l'effetto sperato? Donald Trump, permettendo, dato che il nuovo presidente degli Stati Uniti ha fatto intendere più volte di non essere particolarmente d'accordo con il provvedimento e che avrebbe combattuto per la sua abolizione.

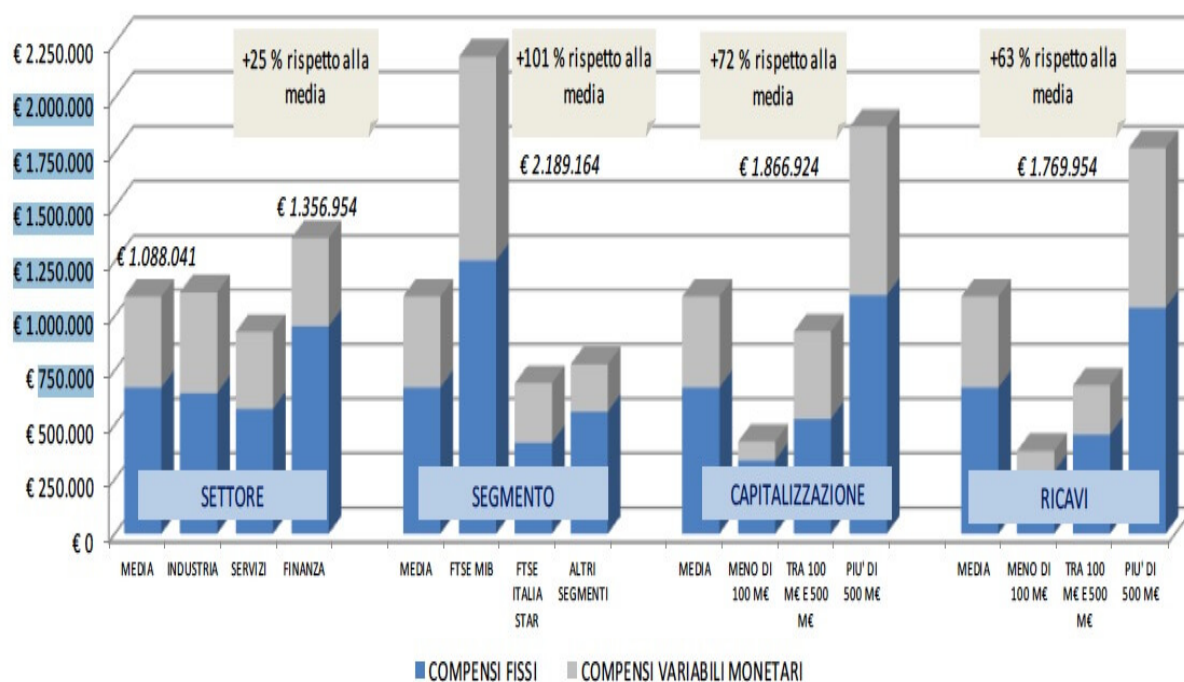
Rapporto OD&M

Posizione	Remunerazione Totale Annuale Dato medio (valore assoluto in €)	Confronto con anno precedente		
		Remunerazione Totale Annuale	Componenti fisse	Componenti variabili monetarie *
Amministratore Delegato	€ 1.088.041	11,4%	3,9%	26,2%
Direttore Generale	€ 676.458	4,8%	8,8%	-5,0%
Presidente CdA	€ 475.933	2,0%	1,5%	13,3%
Dirigenti con Resp. strategiche	€ 450.688	3,5%	0,9%	10,1%
Amministratore Non Esecutivo	€ 58.071	0,3%	1,0%	--

La tabella è tratta dal VII Rapporto Executive Compensation di OD&M Consulting che ha analizzato 140 società quotate alla Borsa di Milano, concentrandosi in particolare sulla composizione retributiva dei dirigenti. Ciò che emerge, oltre ad una già sottolineata tendenza ad un aumento generale della remunerazione per i vertici, è l'importante crescita della parte variabile, che per gli AD supera il 26%, ma che risulta positiva anche per le altre cariche dirigenziali ad eccezione del Direttore Generale, il cui rialzo del salario è dovuto principalmente alla componente fissa. Il motivo, come spiegato da Gabriella Giovanazzi, senior consultant di OD&M, è che la figura del DG è da molte aziende inglobata in quella dell'AD, con conseguente riduzione del numero e del potere contrattuale dei primi. Il report, datato dicembre 2016, evidenzia un'interessante tendenza, tipicamente anglosassone, ma in via di diffusione anche in Italia, ovvero l'inserimento di clausole di *clawback* nella retribuzione variabile. La logica che risiede in tali clausole è simile a quella che ha portato all'introduzione dei bonus, come premio alle prestazioni, ma l'effetto vuol essere esattamente l'opposto: "punire" chi non raggiunge gli obiettivi prefissati. "Si tratta sostanzialmente di meccanismi contrattuali che prevedono la possibile restituzione, anche parziale, di compensi già corrisposti dalle aziende al proprio *management* come parte variabile della *compensation*" (Il Sole 24Ore). Questo *malus*, introdotto a tutela degli investitori, resta ad ogni modo utilizzabile ex post e solo a fronte di gravi inadempienze da parte dei manager e necessita ancora di una chiara regolamentazione giuridica, specialmente per quanto concerne la restituzione della somma.

Altro dato interessante è che le Stock Option non sono più lo strumento remunerativo *equity based* maggiormente utilizzato nel lungo periodo, a vantaggio delle *Stock Grants*.

Quest'ultime, pur essendo molto simili alle Stock Option, avendo quindi come principale obiettivo l'instaurazione di un rapporto lavorativo stabile e duraturo, non essendo vendibili per un certo periodo di tempo, presentano delle peculiarità che portano le stock grant a farsi preferire. Tra queste vi è di certo una maggior stabilità rispetto alle stock option; infatti, se le prime hanno un valore intrinseco, le altre son soggette alla volatilità del mercato e potrebbero quindi comportare o grandi guadagni o grandi rischi. Sono invece sulla via dell'estinzione le *Restricted Shares*, una forma di remunerazione incapace di garantire correlazione tra performance e risultati.



Il grafico sopra, sempre tratto dal Rapporto OD&M, suddivide le società in settore operante, segmento borsistico, capitalizzazione e ricavi. Se delle ultime tre categorie si discuterà in maniera più approfondita nel prossimo paragrafo, è interessante constatare come, a livello di settore, la parte variabile sia in crescita, rispetto all'anno precedente (2014), e non solo nel

campo della finanza, che resta sopra la media per livello dei salari, ma anche in industria e servizi. Gabriella Giovanazzi precisa che l'attenzione delle aziende alla gestione delle politiche remunerative sta crescendo proprio grazie alla presa di consapevolezza del valore della retribuzioni variabile in ambienti che esulano dal contesto finanziario; il dato forse più sorprendente è l'aumento delle citate clausole di clawback, passate dall'essere presenti in poco più di una società su tre nel 2014 (37%) al 65% del 2015.

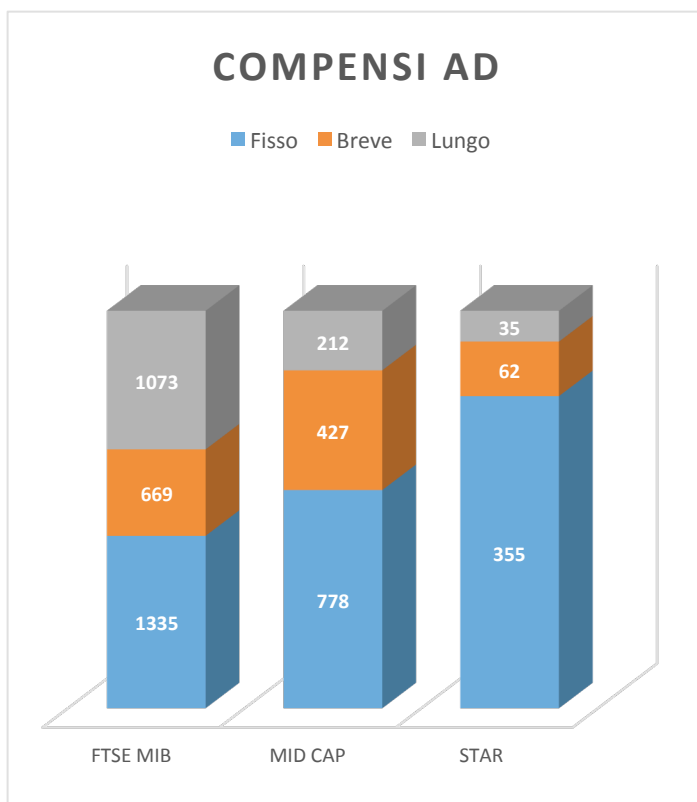
Un guadagno giusto?

Sono passati quasi vent'anni dal fallimento della Enron e come visto, da allora sono stati compiuti notevoli progressi in nome della massima trasparenza; l'introduzione negli USA del pay ratio è infatti solo l'ultima di una serie di norme a tutela degli investitori e anche in Europa, la tendenza è quella di avvicinarsi al modello remunerativo dei Ceo americani. Il report OD&M certifica un aumento nella componente variabile della retribuzione degli esecutivi in Italia e lascia presupporre un certo ottimismo per il futuro.

Eppure da una ricerca dell'Osservatorio "The European House"-Ambrosetti condotta su un campione di 116 società italiane quotate in Borsa, lo scenario, almeno nello stivale, sembra ancora cupo.

Tra le società analizzate, 24 sono parte del segmento Ftse Mib (a maggiore capitalizzazione), 52 del Mid Cap (a media capitalizzazione) e 40 rientrano nel segmento Star (società ad alti requisiti), per un totale che rappresenta il 90% della capitalizzazione complessiva. L'indagine

ha come obiettivo il confronto tra salari di Ad e dirigenti di prima fascia e la valutazione della congruità o meno della parte variabile del compenso, tenendo conto dei risultati.

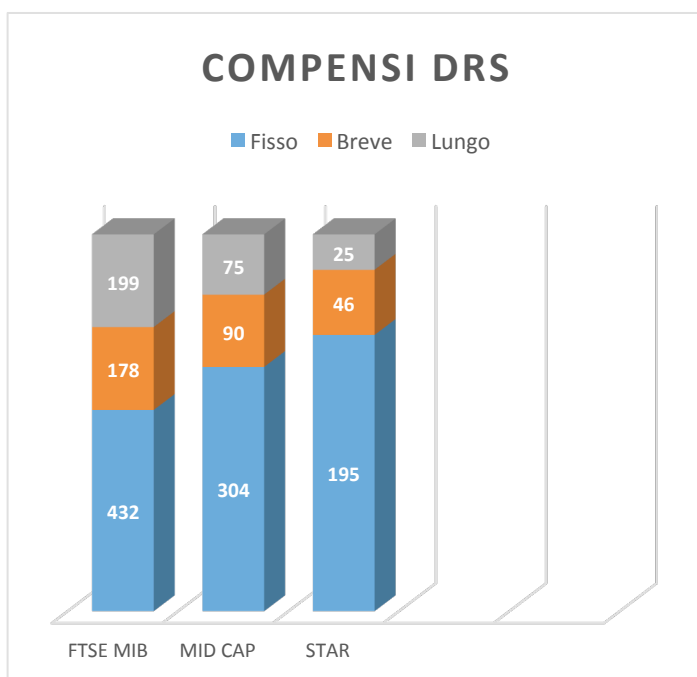


FTSE MIB 43-22-35

MID CAP 55-30-15

STAR 79-14-8

I numeri del grafico sono espressi in migliaia di euro e fanno riferimento al compenso medio dell'ad. Sopra è invece riportata la percentuale retributiva di importo fisso-breve-lungo.



FTSE MIB 53-22-25

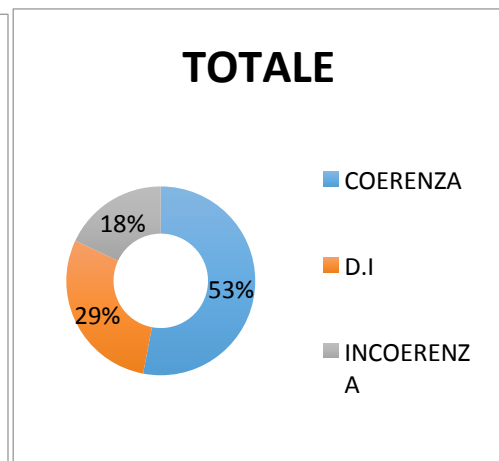
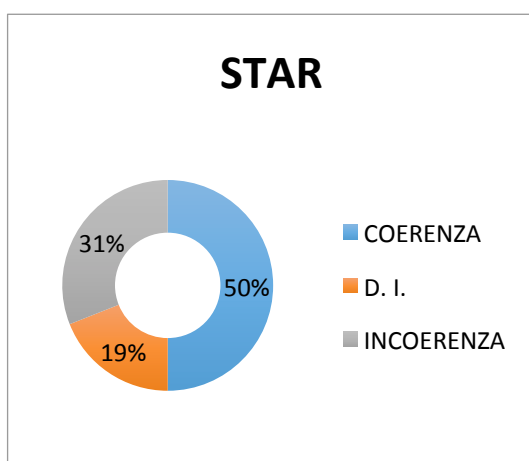
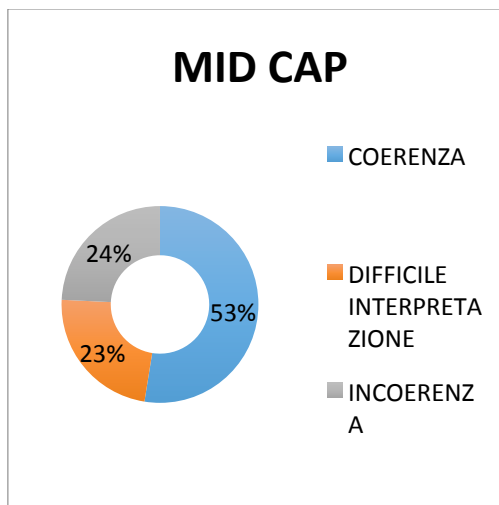
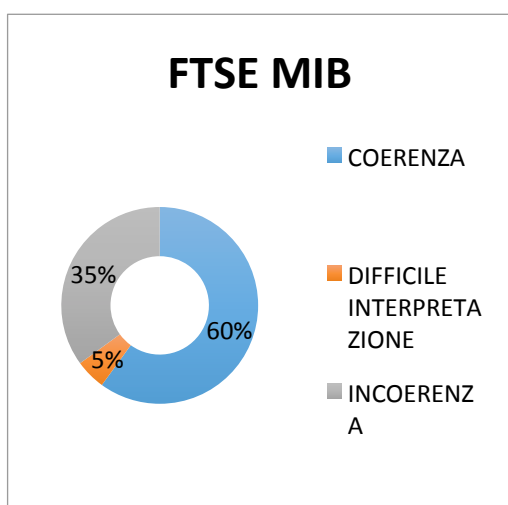
MID CAP 65-19-16

STAR 73-17-9

Vale la stessa spiegazione sopra riportata. Il grafico fa riferimento al salario dei dirigenti con responsabilità strategiche.

I dati, facenti capo all'anno di esercizio 2016, evidenziano un differenziale tra salari che va dai 3,8 nel settore ad alta capitalizzazione, agli 1,7 dello Star. L'Osservatorio specifica che il valore ottimale, per evitare differenze eccessive tra capo e collaboratori, dovrebbe essere compreso tra 3 e 5; nel complesso è dunque superato.

Un'altra tendenza comune è riscontrabile nell'aumento della parte fissa più si va verso aziende a minor capitalizzazione, arrivando persino a ricoprire ben oltre della metà della retribuzione; in questo modo legare le performance al merito appare impossibile. Infatti proprio da un'analisi che ha messo in relazione i compensi variabile con l'indice Ebitda, ritenuto l'indicatore più diffuso e significativo, emerge che un terzo del campione presenta una situazione di incongruenza. Di seguito vengono riportati i grafici che sintetizzano questa conclusione; appare evidente che vi sia una falla nella struttura remunerativa che per buona parte dei casi non garantisce correlazione tra bonus e risultati.



I grafici, ricavati da uno studio delle 116 società campione e dei loro bilanci dal 2014 al 2016, evidenziano una situazione certamente da correggere e rimarcano le problematiche sottolineate del report di Frontis Governance sull'iniquità della retribuzione; rispetto agli Stati Uniti, dove il tema caldo è ora quello del rapporto tra remunerazioni del Ceo e del costo mediano del lavoro (pay ratio), in Italia siamo ancora due passi indietro. Se ricalcare in tutto per tutto la mix compensation dei grandi capi americani appare difficile per più motivazioni, è in ogni caso necessario provvedere con degli accorgimenti. Secondo l'Osservatorio un buon punto di partenza potrebbe essere quello di inserire nella relazione sulle remunerazioni una tabella che espliciti, in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo, il compenso del Ceo e l'andamento economico-finanziario. Maggiore chiarezza dovrebbe essere fatta anche circa la maturazione dei bonus, esplicitando i parametri di riferimento e i criteri di applicabilità del premio. Inoltre remunerare le risorse come conseguenza di buone performance, fa sì che parte del valore generato possa essere destinato ai dipendenti, riducendo il pay ratio.

Conclusioni

In queste pagine, abbiamo visto come il tema della separazione tra proprietà e controllo non sia puramente teorico, ma si trasponga poi nella realtà con le sue mille sfaccettature. È come se accendendo i riflettori su tale problema, gli autori citati, ma non solo, avessero in un certo senso previsto cosa sarebbe potuto accadere in futuro, cercando di anticiparne gli effetti. Ciò che forse all'epoca non era del tutto comprensibile, oggi ci si svela in tutta la sua limpidezza e visionarietà: il filone dell'agenzia ha infatti toccato una serie di tematiche, in maniera prorompente, causando quello che in elettronica Zener definì come "effetto valanga". Dalla *corporate governance*, al diritto societario, fino al tema, caro a questa relazione, delle politiche remunerative; se è possibile discuterne come lo si fa oggi, in parte lo dobbiamo anche ai due professori di Rochester.

Dopo aver analizzato la teoria dell'agenzia e i successivi contributi, è stato preso in esame il caso Enron, il primo corporate scandal del nuovo millennio; in seguito al crac, gli organi di controllo hanno prontamente reagito con una serie di provvedimenti a tutela degli investitori, tra i quali serpeggiava un clima di sfiducia e livore verso le massime autorità aziendali. Per limitare comportamenti opportunisti furono infatti potenziati gli agenti di monitoraggio tramite il Sarbanes-Oxley Act e divenne centrale la tematica delle retribuzioni come strumento per incentivare i manager ad operare perseguendo gli interessi della società, al fine anche di incrementare la propria paga.

Nello specifico, dopo aver analizzato la composizione del pacchetto retributivo, demarcandone bontà e debolezze dei suoi elementi, si è voluto tracciare un parallelo tra come si articola il salario medio di un Ceo di una delle prime società quotate degli Stati Uniti e come è invece composto in Italia. Sono stati quindi proposti, da una parte, 3 report statistici che esaminassero l'andamento delle principali compagnie italiane per fatturato, dall'altra, il mix retributivo del Ceo di Starbucks Schulz, che, se comparato con quello di altre multinazionali americane non rappresenta certo un'eccezione. Il risultato a cui si giunge è che, per sopperire agli stessi problemi, ovvero quello di remunerare adeguatamente le capacità del manager e di evitare da parte di quest'ultimo derive opportunistiche, si utilizzano metodi profondamente diversi. Da ciò che è emerso è possibile convenire che il sistema americano sia decisamente più meritocratico. Per legare le performance dell'Amministratore Delegato con le attese degli azionisti, sia nel breve che nel lungo periodo, la maggior parte della paga è infatti

riconosciuta sotto forma di bonus; da una parte, il manager farà di tutto affinché la sua prestazione sia sufficiente per raggiungere il premio, dall'altra non potrà perdere di vista l'obiettivo della creazione del valore per gli investitori. Per fattori culturali e sociali, in Italia prevale maggiormente la componente fissa della retribuzione; sebbene la tendenza negli ultimi anni sia quella di accrescere il variabile, sono ancora lontane le percentuali americane, come testimonia il confronto effettuato.

Importanti e significative migliorie, circa il tema della trasparenza, sono in arrivo in territorio americano e potrebbero un giorno presentarsi anche nei bilanci delle aziende italiane; è prossima infatti l'introduzione del pay ratio, un indicatore che consentirà un rapido confronto tra stipendio del Ceo e di un dipendente dell'impresa stessa, con lo scopo di ridurre le differenze remunerative e di far rientrare le cifre dei salari, schizzati alle stelle negli ultimi anni, in canoni maggiormente accettabili. La direzione presa sembra quella corretta, ma il lavoro da fare è ancora molto.

Bibliografia

ADAMS J.S., *Inequity and social exchange*, in Berkwitz L., *Advances in experimental social psychology*, Academic Press, 1965.

ANG J.S.- COLE R.A.-LIN J.W., *Agency costs and ownership structure*, *Journal of Finance*, pp. 81-106, 2000.

AKERLOF G. A., *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, No.3, pp. 488-500, 1970.

BERLE A. A.- MEANS G. C., *The modern corporation and private property*, Mcmillan, 1932.

COASE R., *The nature of the firm*, *Economica*, Vol 4. No.16, pp. 386 – 405, 1937.

COSTA G.- GIANECCHINI M., *Risorse umane*, McGraw-Hill, 2013.

COSTA G.- GUBITTA P.- PITTINO D., *Organizzazione aziendale*, McGraw-Hill, 2014.

DE MOLLI V.-VISANI M., *Viaggio nelle buste paga*, L'Economia, 2017.

EISENHARDT K., *Agency Theory: An Assessment and Review*, *The Academy of Management Review*, Vol 14, No.1, pp. 57-74, 1989.

FAMA E. F., *Agency problems and the theory of the firm*, *Journal of Political Economy*, Vol. 88, No.2, 1980, pp. 288-307, 1980.

FAMA E. F. - JENSEN M. C., *Separation of ownership and control*, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, 1983.

FAVOTTO F.- BOZZOLAN S.- PARBONETTI A., *Economia aziendale*, McGraw-Hill, 2012.

HARRIS M.- RAVIV, A., *Optimal incentive contracts with imperfect information*, Journal of Economic Theory, 231-259, 1979.

JENSEN M. C.- MECKLING W. H., *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, No.4, pp. 305-360, 1976.

JENSEN M.C.- MURPHY K.J., *CEO Incentives-It's Not How Much You Pay, But How*, Harvard Business Review, No.3, pp. 138-153, 1990.

JENSEN M.C.- MURPHY K.J., *CEO Incentives-It's Not How Much You Pay, But How*, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 22, No.1, pp. 64-76, 2010.

MASLOW A., *Motivation and personality*, Harper and Row, 1954.

MCCLELLAND D.C., *The achieving society*, Van Nostrand, 1961.

PERROW C., *Complex organizations: a critical essay*, 1986.

PORTER L.W.- LAWLER E.E., *Managerial attitudes and performance*, Irwin, 1968.

SANDERS W.M.- HAMBRICK D., *Swinging for the fences: The effects of Ceo stock options on Company risk taking and performance*, The Academy of Management Journal, Vol. 50, No. 5, pp. 1055-1078, 2007.

SMITH A., *The wealth of nations*, Cannan, 1776.

TAYLOR F.W., *The principles of scientific management*, Harper & Brothers, 1911.

ZONA F., *Remunerazioni manageriali: un'indagine conoscitiva*, Egea, 2013.

Sitografia

REPORT WILLIS TOWER WATSON, 2016, Link in allegato:

<https://www.towerswatson.com/en/Insights/Newsletters/Global/executive-pay-matters/2016/Analysis-highlights-differences-between-exec-pay-practices-Japan-other-countries>

PROXY STATEMENT STARBUCKS, 2017. Link in allegato:

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/829224/000167276417000003/t1700114-def14acourtesy.pdf>

SARBANES OXLEY ACT, 2002, Link in allegato:

<https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>

ZINGALES L., *Il fascino pericoloso delle stock option*, 2006. Link in allegato:

<http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/editoriali/Il-fascino-pericoloso-delle-stock-option.pdf>