



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI  
"M. FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA**

**PROVA FINALE**

**"EXECUTIVE COMPENSATION: UNA PANORAMICA SULLA  
RETRIBUZIONE DEI CEO"**

**RELATORE:**

**CH.MO/A PROF./SSA Alessia Russo**

**LAUREANDO/A: Giorgio Lucca**

**MATRICOLA N. 2000889**

**ANNO ACCADEMICO 2022 – 2023**

Dichiaro di aver preso visione del “Regolamento antiplagio” approvato dal Consiglio del Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali e, consapevole delle conseguenze derivanti da dichiarazioni mendaci, dichiaro che il presente lavoro non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Dichiaro inoltre che tutte le fonti utilizzate per la realizzazione del presente lavoro, inclusi i materiali digitali, sono state correttamente citate nel corpo del testo e nella sezione ‘Riferimenti bibliografici’.

*I hereby declare that I have read and understood the “Anti-plagiarism rules and regulations” approved by the Council of the Department of Economics and Management and I am aware of the consequences of making false statements. I declare that this piece of work has not been previously submitted – either fully or partially – for fulfilling the requirements of an academic degree, whether in Italy or abroad. Furthermore, I declare that the references used for this work – including the digital materials – have been appropriately cited and acknowledged in the text and in the section ‘References’.*

Firma (signature) .....  .....

## SOMMARIO

<b>Abstract</b> .....	p. 5
<b>1 Introduzione</b> .....	p. 5
1.1 L'evoluzione .....	p. 6
1.2 Il modello base .....	p. 7
1..2.1 Hidden type .....	p. 8
1.2.2 Hidden action .....	p. 8
1.3 Compensazione e componenti .....	p. 10
1.3.1 Salario base .....	p. 11
1.3.2 Bonus annuali .....	p. 11
1.3.3 Stock options .....	p. 12
1.3.4 Altre forme di compensazione .....	p. 13
<b>2 Adattamento del modello</b> .....	p. 14
2.1 Indicatori di performance .....	p. 14
2.2 Relazione implicita tra compensazione e performance .....	p. 16
2.3 Relazione esplicita tra compensazione e performance .....	p. 16
2.4 Efficacia degli incentivi .....	p. 17
<b>3 Il contesto italiano</b> .....	p. 18
3.1 Il compenso fisso .....	p. 18
3.2 Bonus e incentivi .....	p. 20
3.3 Benefit e clausole accessorie .....	p. 23
3.4 Compensation package .....	p. 23
<b>Conclusioni</b> .....	p. 25
<b>Riferimenti bibliografici</b> .....	p. 27



## Abstract

La determinazione del salario degli amministratori delegati costituisce una questione complessa e allo stesso tempo centrale per il successo di un'azienda. I CEO, infatti, ricevono una compensazione fortemente volatile, rispetto a quella dei dipendenti ordinari, ma allo stesso tempo molto maggiore.

Questo elaborato si pone l'obiettivo di illustrare il concetto di executive compensation attraverso la descrizione delle principali componenti dello stesso, delle loro implicazioni sugli incentivi del manager e sulle performance aziendali.

## 1 Introduzione

Una questione fondamentale per ogni azienda ai fini del miglioramento delle performance è lo sviluppo di un incentive plan efficace per propri executives. Infatti, tra gli stock-holders e il CEO si verifica un chiaro conflitto di interessi: i primi, essendo meno avversi al rischio in quanto già portatori del rischio d'impresa, desiderano l'incremento del capitale aziendale, mentre il secondo, più avverso al rischio a causa della posizione precaria tipica del ruolo, è portato al free riding.

Secondo la teoria del principale-agente, il principale dovrebbe produrre un contratto in grado di allineare gli interessi dell'agente con quelli dell'organizzazione; ma come raggiungere all'atto pratico questo obiettivo?

Quando si parla di executive compensation è innanzitutto necessario considerare ciascuna delle sue componenti, infatti lo stipendio dei manager è il risultato della combinazione di elementi di compensazione fissi (base salaries) e variabili (annual bonus plans, stock options, etc.).

Il motivo dell'introduzione di variabilità nel salario risiede nella necessità di incentivare il manager a perseguire l'interesse dell'organizzazione, minimizzando il free riding.

È in questa prospettiva che si inserisce l'oggetto di questa ricerca: l'incentive compatibility constraint. Si tratta di creare un contratto che, nel modello di principale e agente, allinei la funzione di utilità dell'agente (il manager) a quella del principale (l'assemblea degli azionisti). Se però si applica questo concetto alla realtà, sorge un problema, che risiede nell'identificare gli strumenti più adatti al compito e nella loro ottimale combinazione.

L'obiettivo di questo studio è quindi quello di valutare la correlazione tra le performance delle imprese e la proporzione delle varie componenti di retribuzione e commentare i risultati analizzando quali possono essere, per ciascuna componente, gli incentivi desiderabili e non desiderabili per l'organizzazione.

Questa prima sezione sarà dedicata all'introduzione dell'argomento. Verrà presentata prima l'evoluzione del livello di compensazione, poi si passerà all'illustrazione del modello principale-agente, che fornisce un contesto teorico all'elaborato, e per finire saranno introdotte le singole componenti di retribuzione.

Nella seconda sezione si tratterà degli effetti delle componenti di retribuzione sugli incentivi del CEO.

Un'ultima sezione sarà dedicata al commento di alcuni dati relativi al mercato italiano e al loro confronto con il contesto globale.

## 1.1 L'evoluzione

Una delle principali ragioni di interesse verso l'executive compensation è sicuramente la sua rapida crescita nel tempo che ha suscitato diverse polemiche sia perché non sempre è stata accompagnata da performance positive, che per la sempre maggiore pay-gap tra CEO e lavoratore medio. Murphy (1999) riporta già una crescita sostanziale del salario mediano tra il 1992 e il 1996 (pari al 55% nell'industria manifatturiera, 53% nei servizi finanziari, 34% nell'industria dei servizi) dovuta al rapido aumento delle componenti variabili e non al base salary.

Un articolo più recente (Bivens e Kandra 2022) conferma il trend individuato da Murphy, evidenziando, tra il 1978 e il 2021, una crescita pari al 1460.2% della media della compensazione realizzata<sup>1</sup> aggiustata per l'inflazione tra le 350 maggiori società americane di proprietà pubblica (Figura 1). Viene inoltre sottolineato il fatto che il livello di compensazione segue l'andamento del mercato azionario (Figura 2): gli unici periodi di decrescita del livello di compensazione corrispondono con le crisi finanziarie del 2000 e del 2008, che ne hanno prodotto rispettivamente un calo del 10.9% nel periodo tra il 2000 e il 2007 e del 46.9% tra il 2007 e il 2009.

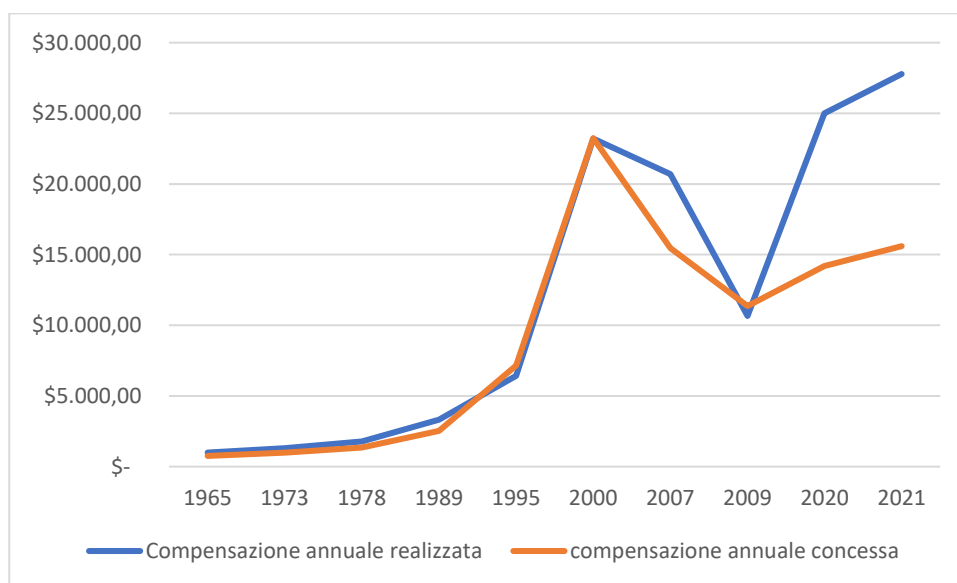


Figura 1. Andamento della compensazione annuale media realizzata e concessa (in migliaia). Dati da Bivens e Kandra 2022.

<sup>1</sup> Considera il valore di esercizio delle stock options e il valore maturato degli stock awards

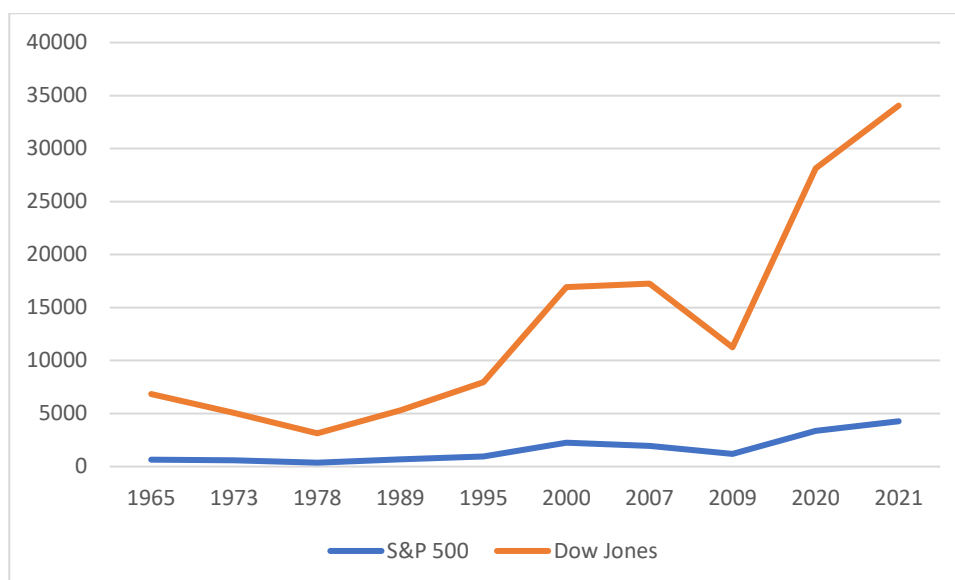


Figura 2. Andamento del mercato azionario secondo gli indici S&P500 e Dow Jones. Dati da Bivens e Kandra 2022.

Quest'ultima osservazione corrobora l'ipotesi di Murphy secondo cui il principale motore dell'aumento del livello di compensazione sia la quota collegata alle azioni. Tuttavia l'articolo riporta una crescita del mercato azionario nel periodo dal 1978 al 2021 pari al 1063.4% in base all'indice S&P 500 e al 985.2% se si considera l'indice Dow Jones, inferiore rispetto al 1460.2% della compensazione realizzata negli stessi anni; il che fa presumere la presenza di altri fattori alla base dell'aumento salariale.

Sebbene la decisione finale non sia di loro competenza, Murphy riflette sul fatto che i CEO possano essere in grado di esercitare una forte influenza sul processo di impostazione della loro retribuzione. Infatti l'organo che detiene il potere decisionale si limita ad accogliere o respingere le proposte avanzate dai manager stessi. Nonostante ciò, però, risulta improbabile che i manager approfittino della loro posizione anche a causa del recente aumento dell'influenza degli stakeholders e del board: un trend che risulta più presente in Europa ma che sta prendendo piede anche negli Stati Uniti (si veda Mercer 2009 pp.1,2).

Un altro possibile motivo della crescita salariale potrebbe risiedere nel processo stesso di determinazione del base salary. Questo è infatti stabilito sulla base di analisi di mercato e di benchmarking con imprese comparabili, considerando competitive le compensazioni tra il cinquantesimo e settantacinquesimo percentile, il che potrebbe produrre un effetto cricchetto che porta all'aumento del livello competitivo di base salary (si veda Murphy 1999).

Nonostante il trend di crescita si stia verificando in tutti i settori e per le imprese di tutte le dimensioni, si possono osservare differenze nel livello assoluto della compensazione. Murphy 1999 mostra come il salario mediano sia inferiore nel settore dei servizi, mentre risulta maggiore in quello finanziario e, all'interno dello stesso settore, le imprese di dimensione maggiore compensano maggiormente i propri CEO. Tuttavia, viene dimostrato anche che quest'ultima relazione ha visto nel tempo una riduzione in intensità.

## 1.2 Il modello base

Per dare un contesto al tema di questo elaborato inizierò con la presentazione del modello del principale-agente e la teoria dei contratti, su cui si baseranno successive riflessioni.

La letteratura a proposito affonda le proprie radici nelle teorie di A. Smith sulla divisione del lavoro, che prevedevano la delegazione dei compiti all'interno dell'organizzazione. Un altro tassello fondamentale è stato introdotto con le teorie riguardanti l'avversione al rischio (ad esempio Arrow 1971). La formulazione ufficiale della teoria dell'agenzia è però dovuta al lavoro di Jensen e Meckling (1976), che identificano il rapporto di agenzia come il "contratto attraverso il quale una o più persone (principale) incaricano altri soggetti (agenti) di svolgere per loro conto determinate azioni, che comportano l'attribuzione di una porzione di potere decisionale agli agenti stessi."

La teoria dei contratti si fonda sul concetto di asimmetria informativa: un soggetto (l'agente) possiede più informazioni dell'altro (il principale). Questa situazione offre all'agente la possibilità di sfruttare a suo vantaggio le informazioni in suo possesso per massimizzare la propria utilità a discapito di quella del principale. Infatti, sempre Jensen e Meckling, aggiungono: "Se entrambe le parti coinvolte nella relazione contrattuale mirano alla massimizzazione della loro funzione di utilità, esistono buoni motivi per credere che non sempre l'agente agirà al fine di conseguire il migliore interesse per il principale.". Quindi, perché sia possibile un accordo, è necessario trovare delle soluzioni che riequilibrino il gioco allineando gli interessi delle due parti.

Un'importante distinzione è basata sul contenuto dell'informazione, che può riguardare o le caratteristiche intrinseche dell'agente, in questo contesto si parla di hidden type (o selezione avversa), oppure il comportamento dell'agente, in questo contesto si parla di hidden action (o azzardo morale).

Per completezza spiegherò brevemente il caso dell'hidden type, ma mi soffermerò su quello dell'hidden action in quanto riguarda più strettamente l'argomento trattato in questo elaborato.

### **1.2.1 Hidden type**

Se consideriamo il caso dell'hidden type, che può essere esemplificato da un'agenzia assicurativa che vuole conoscere la condizione di salute dei clienti in modo tale da offrire una tariffa adeguata al rischio (Arrow 1963), l'asimmetria può essere risolta attraverso due espedienti: il signaling e lo screening.

Il signaling consiste nella segnalazione da parte dell'agente delle proprie caratteristiche attraverso un'azione che deve essere osservabile dal principale e, al fine della credibilità del segnale, costosa per l'agente. Un cliente a basso rischio potrebbe, in questo caso, certificare la propria condizione di salute attraverso un certificato medico a pagamento per ottenere una tariffa meno costosa.

Lo screening, al contrario, è un metodo utilizzato dal principale per estrarre l'informazione dall'agente attraverso la manipolazione di prezzi od offerte. L'agenzia può quindi offrire al cliente diversi livelli di copertura assicurativa con prezzi differenti in modo che questo sia spinto a scegliere la soluzione realizzata per le proprie caratteristiche.

### **1.2.2 Hidden action**

Considerando, invece, il caso dell'hidden action, introdotto da Akerlof (1970) attraverso l'esempio del mercato delle auto usate. Si può immaginare, nel contesto di questo elaborato, un datore di lavoro che deve delegare un compito ad un dipendente senza conoscere il livello di impegno che il secondo eserciterà. In questo caso la soluzione è più complessa: non potendo osservare direttamente il comportamento dell'agente, il principale è costretto a



basarsi sul risultato del lavoro ( $x_s$  in caso di successo o  $x_f$  in caso di fallimento) e sulla probabilità che l'impegno porti a tale risultato per poter inferire sul suddetto comportamento.

La probabilità di successo o fallimento dipende per una certa misura dal comportamento dell'agente: se questo eserciterà impegno la probabilità di successo sarà maggiore ( $P$ ), mentre sarà minore nel caso contrario ( $p$ ).

La funzione di utilità dell'agente ( $U = u(w) - a$ ) dipende dall'utilità che questo trae dallo stipendio ( $u(w)$ ) e da un parametro aleatorio, rappresentativo dell'utilità prodotta dal non esercitare impegno, pari a 0 in caso di impegno e 1 altrimenti ( $a = \{0; 1\}$ ).

La funzione di utilità del principale ( $\pi = x_i - w$ ), ovvero il profitto generato dal lavoro, dipende dal risultato del lavoro ( $x_i = \{x_s; x_f\}$ ) e dal salario corrisposto all'agente ( $w$ ).

Inizio ad illustrare la questione considerando un principale che desidera che il proprio agente eserciti molto impegno in un determinato compito e un compito che, se svolto con molto impegno, porterà ai risultati desiderati con altissima probabilità, mentre, sempre con altissima probabilità, non avrà successo nel caso contrario<sup>2</sup>. Con queste condizioni, osservando un risultato positivo, il principale può essere ragionevolmente sicuro dell'impegno dell'agente e, altrimenti, della sua negligenza.

Grazie a questa informazione "indiretta", il principale è in grado di determinare due livelli differenti di salario per incentivare l'agente ad esercitare o meno impegno. La compensazione, nel nostro esempio, sarà positiva nel caso di esito favorevole e nulla altrimenti. In questo modo, l'agente, sapendo che con poco impegno non verrà compensato, sarà sempre motivato ad impegnarsi.

Deve essere fatta, tuttavia, una precisazione: non è sempre detto che l'agente scelga di accettare il contratto. Infatti, l'agente, ottenendo utilità anche dal "non lavorare", che viene detta utilità di riserva ( $\bar{U}$ ), potrebbe scegliere di non prendere in carico il compito se il salario fosse troppo basso. Si parla in questo caso di individual rationality constraint (o vincolo di partecipazione): l'utilità attesa dall'agente attraverso il salario deve essere superiore all'utilità di riserva. Formalmente il vincolo può essere così rappresentato:

$$IR: Pu(w_S) + (1 - P)u(w_F) - 1 \geq \bar{U}$$

Il salario di equilibrio in caso di successo risulta quindi essere pari a

$$w_s = u^{-1}(\bar{U} + 1)$$

Assumendo una funzione di utilità concava, il salario sarà perciò una funzione convessa dell'utilità di riserva.

Nella realtà dei fatti, però, è difficile che si verifichi una situazione simile: il risultato del compito spesso non dipende soltanto dalle azioni dell'agente, ma è influenzato anche da fattori esterni come il lavoro dei colleghi, il mercato o, banalmente, la fortuna. Il successo (o il fallimento) del dipendente, dunque, non è quasi mai un indicatore esatto dell'azione, ma è semplicemente ad essa correlato.

Sebbene più realistico, questo scenario porta complicazioni non indifferenti al problema. In primo luogo, dal punto di vista dell'agente, l'impegno non corrisponde più alla sicurezza di

---

<sup>2</sup>  $P \approx 100\%$ ;  $p \approx 0\%$

ottenere una compensazione maggiore. In secondo luogo, da punto di vista del principale, un determinato esito non fornisce più informazioni certe sull'azione dell'agente.

In questo caso non si tratta più di massimizzare le funzioni di utilità ma le funzioni di utilità attese dei due attori. Quella dell'agente sarà pari a

$$EU = Pu(w_S) + (1 - P)u(w_F) - 1$$

nel caso scelga di impegnarsi<sup>3</sup> e a

$$EU = pu(w_S) + (1 - p)u(w_F)$$

nel caso decidesse di non impegnarsi<sup>4</sup>, mentre quella del principale sarà pari a

$$E\pi = P(x_S - w_S) + (1 - P)(x_F - w_F)$$

Siccome l'azione dell'agente è sempre meno significativa quanto più le probabilità di successo e di fallimento si avvicinano, questo dovrà essere motivato all'impegno attraverso una differenza salariale maggiore. Tuttavia, allo stesso tempo, perché l'agente sia spinto ad accettare il contratto, il principale deve offrire un salario molto alto anche in seguito ad un esito negativo. Per questo motivo, qualora la probabilità di insuccesso fosse molto alta anche con l'impegno da parte dell'agente, per il principale potrebbe risultare conveniente incentivare quest'ultimo a non impegnarsi.

Tutto ciò si concretizza nell'aggiunta di un ulteriore vincolo per il principale nella pianificazione della compensazione: l'incentive compatibility constraint. I salari, infatti, dovranno essere modificati in maniera tale per cui, per l'agente, l'utilità attesa dal salario di esito positivo sia maggiore di quella attesa dal salario di esito negativo. In termini formali:

$$IC: Pu(w_S) + (1 - P)u(w_F) - 1 \geq pu(w_S) + (1 - p)u(w_F) \Rightarrow (P - p)(u(w_S) - u(w_F)) \geq 1$$

Così facendo, l'agente sceglierà sempre l'azione desiderata dal principale. E il salario in caso di successo sarà pari a:

$$w_S = u^{-1}\left(\bar{U} + \frac{1 - p}{P - p}\right)$$

e a in caso di fallimento:

$$w_F = u^{-1}\left(\bar{U} - \frac{p}{P - p}\right)$$

### 1.3 Compensazione e componenti

È necessario chiarire alcuni concetti fondamentali per quanto riguarda la composizione del salario dirigenziale. Generalmente questo si suddivide in salario di base, bonus annuali, stock options e altri incentivi quali aumenti pensionistici, reserved stock o piani di incentivo pluriennali (si veda Murphy 1999). In questo capitolo introduttivo ne fornirò una spiegazione generale e illustrerò il loro funzionamento.

<sup>3</sup> Viene utilizzata la probabilità di successo nel caso di impegno e si sottrae la disutilità data dall'impiego (1)

<sup>4</sup> Viene utilizzata la probabilità di successo nel caso di negligenza senza sottrarre disutilità

### 1.3.1 Salario base

La prima componente fondamentale è il salario base: la porzione fissa (principale) del salario. Generalmente costituisce la parte minore della compensazione complessiva, perché, non essendo variabile, non fornisce alcun incentivo per il CEO. Risulta tuttavia particolarmente rilevante poiché è priva di rischio, e quindi sempre preferibile da un manager avverso al rischio rispetto ad altre forme di compensazione rischiose, e perché costituisce la base su cui vengono calcolati gli ulteriori incentivi.

### 1.3.2 Bonus annuali

Ci sono poi i bonus annuali, che sono una componente del salario calcolata sulla base dei risultati di esercizio. Possono essere attribuiti secondo diversi criteri, ma il più comune, secondo “Annual Incentive Plan Design Survey” del 1996-97 di Towers Perrin (si veda Murphy 1999) utilizza tre parametri base: performance measure, performance standard e pay-performance relation.

La performance measure è una misura quantitativa che si considera come base per la valutazione delle performance. Le aziende possono scegliere se adottare una o più performance measures ed eventualmente come combinare i vari risultati. Secondo quanto riportato da Murphy 1999<sup>5</sup>, tra le 177 grandi società americane in esame, meno della metà (38.4%) utilizza una singola performance measure. Tra le aziende che ne utilizzano più di una, la maggior parte (78%) combina i risultati in maniera additiva per cui, sostanzialmente, i manager godono di piani separati per ogni misura, mentre la restante quota utilizza il metodo moltiplicativo, che prevede un unico piano generato da un singolo indicatore prodotto attraverso una media ponderata delle performance measures.

Tra tutti, gli indici più utilizzati sono sicuramente quelli rappresentativi dei profitti contabili (ricavi, EBIT, economic value added), che vengono adottati dal 91% delle aziende in esame, dalla quasi totalità delle imprese con singolo performance measure (65 su 68) e costituiscono il 62% delle misure utilizzate da quelle che ne considerano più di uno. Possono essere misurati in termini nominali, in rapporto al numero di azioni o come margine di redditività e sono spesso espressi come tasso di crescita. Vengono però utilizzate anche performance measures di natura non finanziaria, tra cui la performance individuale, la customer satisfaction, obiettivi strategici e operativi, livello di sicurezza dell'impianto, etc. L'utilizzo di una tipologia di indice piuttosto che un'altra varia a seconda del tipo di azienda in esame: nei settori finanziario e industriale prevalgono le misure contabili e quelle non contabili vengono maggiormente utilizzate nel terziario.

Il performance standard è il livello di performance measure contabile che ci si aspetta di ottenere. Viene utilizzato per stabilire attraverso un calcolo percentuale il livello a partire dal quale viene attribuito il bonus (performance threshold) e quello oltre il quale non si ottengono ulteriori incentivi. In poche parole serve per definire la forchetta di performance measure entro cui è corrisposto un incentivo (incentive zone). Questi possono essere calcolati utilizzando criteri differenti: gli obiettivi di budget del periodo corrente, i risultati ottenuti nel periodo precedente (obiettivi in termini di crescita), i risultati ottenuti da imprese comparabili o il costo del capitale dell'azienda (ad esempio l'economic value added), ma possono anche essere lasciati alla discrezione del board of directors oppure basarsi su percentuali standard costanti.

---

<sup>5</sup> Dati da “Annual incentive plan design survey” Towers Perrin 1997

Diverse performance measures possono essere soggette a diversi standard, tuttavia, la maggior parte delle aziende che hanno partecipato al sondaggio dichiarano di utilizzarne uno singolo che, nel 50% dei casi riguarda gli obiettivi di budget, tuttavia, nel settore finanziario, gli standard vengono stabiliti sulla base dei risultati ottenuti dalle imprese comparabili. Le imprese che ne utilizzano più di uno in media adottano tra i due e i tre standard (2.28) e, anche in questo caso, gli standard di budget sono i più rilevanti (72%) assieme a quelli relativi al periodo precedente (62%), che risultano molto utilizzati nel settore industriale (66%), e a quelli discrezionali (59%), che sono i maggiormente utilizzati nel settore terziario (74%).

La pay-performance structure rappresenta il modo in cui varia il bonus al variare delle performance all'interno dell'incentive zone. Identifica quindi un bonus minimo, corrispondente alla performance threshold, un bonus massimo (bonus cap) e la sensibilità del bonus rispetto alle performance (pay performance relation).

Anche sotto questo aspetto le aziende hanno diverse opzioni disponibili. I piani 80/120 sono i più comuni (38%), in particolare nei settori industriale (42%) e dei servizi (39%), e prevedono tipicamente che l'incentivo inizi ad essere corrisposto al raggiungimento dell'80% del performance standard e raggiunga il massimo in corrispondenza del 120% (le percentuali possono variare da azienda ad azienda). La seconda opzione più comune (31%), e la più frequente nel settore finanziario (43%), è quella della "modified sum of targets", che prevede la creazione di un bacino di bonus target comune ai partecipanti, che viene aggiustato a fine periodo in base alle performance effettive e suddiviso tra i partecipanti generalmente in base ai target individuali, ma possono essere attribuiti anche ulteriori bonus a discrezione del board of directors. Il 9% delle aziende in esame utilizza, poi, piani formula-based, che suddividono un bacino di bonus predeterminato in base alle performance individuali, mentre il restante 4.5% lascia l'attribuzione dei bonus interamente alla discrezione del board.

Un altro elemento di differenziazione risiede poi nella pay-performance relation, ovvero come varia il bonus al variare delle performance, in sostanza questo determina la forma dell'incentive zone: lineare se all'aumento della performance il bonus incrementale resta costante, concava se diminuisce e convessa se aumenta.

### **1.3.3 Stock options**

Per il loro funzionamento ingegnoso, le stock option sono forse la componente più interessante. Conferiscono infatti al dirigente il diritto (ma non il dovere) di acquistare un certo numero di azioni ad un prezzo di esercizio ed entro un periodo di esercizio predeterminati, collegando direttamente la compensazione del CEO al valore azionario della società, ma senza penalizzarlo per eventuali fallimenti. Quest'ultimo può infatti realizzare una plusvalenza creata dalla differenza tra il prezzo di esercizio e il prezzo di mercato corrente delle azioni, nel caso in cui il secondo risulti superiore, ma, nel caso contrario gli basterà non esercitare il diritto di opzione per non incorrere in una perdita.

Un aspetto molto importante per quanto riguarda le stock options è il periodo di maturazione. Il manager non può infatti esercitare immediatamente il diritto, ma dovrà attendere un periodo che può essere più o meno lungo a seconda dell'obiettivo del piano di incentivazione. Una maturazione più lenta incentiva la realizzazione di valore a lungo termine, mentre una più veloce premia la realizzazione una crescita più rapida. Inoltre, a prescindere dalla durata, il periodo di maturazione permette di migliorare la ritenzione del personale coinvolto nel piano in quanto, qualora il manager decidesse di lasciare l'azienda prima della maturazione, rinuncerebbe di fatto a una parte significativa della sua remunerazione.

Se si riflette sul meccanismo alla base dello strumento, la rapida diffusione delle stock options non appare poi così sorprendente. Dal momento che l'incentivo è subordinato all'aumento di valore della società, un piano di stock options costruito in maniera efficiente è in grado di premiare il manager senza però impattare eccessivamente sui costi dell'impresa. Questi, a seconda della provenienza delle azioni, possono consistere nella diluizione del capitale sociale per l'aumento di azioni, nel caso queste siano di nuova emissione, o nella minusvalenza generata dal riacquisto di azioni proprie e la successiva vendita al prezzo di esercizio, nel caso queste siano già in circolazione. Il piano è dunque in grado di generare vantaggi sia per l'esercente che per gli azionisti.

Al di là dei costi contabili, però, le stock options comportano costi opportunità legati al fatto che le azioni potrebbero essere vendute sul mercato ad un prezzo maggiore rispetto a quello di esercizio. Questi costi però non vedono un riscontro nel valore percepito dal manager a causa del rischio che le azioni comportano che per altro, non potendo essere vendute, costituiscono un investimento difficilmente differenziabile. L'emissione di stock options risulta quindi vantaggiosa in termini complessivi solo se il beneficio prodotto dall'incentivo supera la differenza tra il costo opportunità sostenuto dall'azienda e il valore percepito dal manager.

Il metodo più comunemente utilizzato per valutare il fair value delle stock options è quello sviluppato da Black-Scholes (1973) (si veda Murphy 1999), che esprime tale valore come differenza tra due termini: il prezzo attuale del titolo moltiplicato per la probabilità che il prezzo di esercizio risulti inferiore al prezzo di mercato a scadenza e il valore atteso attualizzato del costo di esercizio moltiplicato per la probabilità che il diritto venga esercitato. La formula presenta però diverse problematiche dovute alle assunzioni che ne stanno alla base. In primo luogo si ipotizza che i tassi di rendimento e le volatilità dei titoli siano costanti, approssimazione ragionevole nel breve termine, ma più ardua per il lungo termine dei piani di stock options. Si assume poi che l'opzione venga sempre esercitata a scadenza, mentre questo è possibile sin dalla fine del periodo di maturazione, e non viene considerata la possibilità che questa non venga esercitata nel caso il manager decida di lasciare l'azienda.

#### **1.3.4 Altre forme di compensazione**

Possono essere previste numerose ulteriori forme di compensazione, ma le più comuni sono il restricted stock, ovvero l'attribuzione di una certa quota di azioni che verranno attribuite al CEO al termine di un certo periodo, i bonus pluriennali, che presentano un funzionamento analogo a quelli annuali considerando però più di un esercizio, i piani pensionistici e altri fringe benefits (si veda Murphy 1999).

## 2 Adattamento del modello

La situazione di conflitto di interesse ed asimmetria informativa tra share-holders e CEO può essere ricondotta al modello del moral hazard: i primi investono le proprie risorse nell'azienda e ne delegano il controllo al secondo che, attraverso le proprie decisioni, può produrre o distruggere valore per gli azionisti.

Un altro aspetto comune alle due situazioni è il fatto che il CEO difficilmente sceglierà di seguire gli obiettivi degli stockholders. Il primo, infatti, predilige la redditività nel breve periodo, mentre i secondi desiderano un aumento del capitale aziendale nel lungo periodo. Tuttavia le attività che producono risultati a lungo termine, come investimenti o attività di ricerca e sviluppo, non solo compromettono quelli a breve, ma sono anche rischiose e dunque poco desiderabili per il manager. Dovrà essere dunque sviluppato un sistema di retribuzione che lo incentivi ad agire secondo gli interessi degli azionisti.

Il modello può essere perciò utilizzato come framework per comprendere meglio la situazione, tuttavia si evidenziano alcune importanti differenze.

In primo luogo, nel modello del principale e agente, il principale conosce l'azione che l'agente deve compiere per massimizzare l'utilità ma non riesce ad osservarla, così, è costretto a sviluppare misure che spingano il secondo ad agire in un determinato modo. Potendo osservare direttamente il comportamento dell'agente, dunque, il principale potrebbe sviluppare un contratto che porti alla soluzione di ottimo. Nel caso in esame, invece, l'asimmetria informativa nasce dal fatto che l'amministratore delegato possiede una serie di conoscenze, competenze e abilità relative alla gestione aziendale in più rispetto agli azionisti, i quali, quindi, anche potendo osservare le azioni del CEO, non sarebbero in grado di stabilire se queste siano effettivamente ottimali per loro.

Poi, generalmente, il valore prodotto dall'agente dipende dalla sua scelta all'interno di un set di azioni molto ristretto (ad esempio impegnarsi, non impegnarsi o non partecipare), l'obiettivo degli azionisti non è, però, quello di spingere il CEO ad esercitare impegno, che potrebbe essere diretto verso strategie poco produttive, ma quello di aumentare il valore dell'azienda. L'amministratore delegato ha dunque a disposizione un ampissimo range di azioni possibili, quindi, per l'assemblea, non è tanto rilevante il fatto che l'amministratore delegato compia un'azione piuttosto che un'altra ma i risultati prodotti da tale azione (Murphy 1999).

L'incentivo che deve essere creato dagli azionisti non è pertanto finalizzato all'indirizzamento del comportamento del manager (investimenti, strategie di business, ricerca e sviluppo, fonti di finanziamento, etc.), ma alla produzione di un determinato risultato di performance a prescindere dall'azione (aumento del capitale sociale, generazione di utili, redditività, etc.).

In questo senso, è importante dunque definire quali possano essere i parametri attraverso cui valutare la performance del manager.

### 2.1 Indicatori di performance

In generale l'obiettivo del CEO è quello di produrre valore per l'azienda, però il valore può assumere diverse accezioni a seconda degli stakeholders in considerazione. I clienti ricevono utilità dalla qualità dei prodotti e competitività dei prezzi, i fornitori dalla rapidità nei pagamenti e dagli ordini ripetuti, i dipendenti dalla sicurezza, opportunità e redditività del

lavoro, le comunità locali dalle iniziative sociali e dalla disponibilità di posti di lavoro, e così via.

L'indicatore più comunemente utilizzato, però, è il total shareholder return, ovvero il guadagno degli azionisti attraverso capital gain e dividendi. Questo presenta sicuramente vantaggi in termini di misurabilità per la natura quantitativa del dato, ma risulta anche preferibile perché aziende con un buon shareholder return offrono generalmente maggiore valore agli altri stakeholders, mentre società che stentano a retribuire gli azionisti difficilmente riescono ad intraprendere attività ulteriori rispetto a quelle necessarie.

Tuttavia non si può dire che il dato sia privo di errori: il prezzo delle azioni non è prodotto soltanto dalla corretta gestione da parte del manager, ma viene influenzato da fattori sia settoriali che macroeconomici. Di certo un calo del prezzo delle azioni dovuto ad una riduzione della domanda o in un periodo di crisi finanziaria non può essere imputato esclusivamente ad una cattiva gestione, e, anche se così fosse, non è detto che la responsabilità possa essere fatta ricadere esclusivamente sul CEO. In un sistema organico come quello di un'impresa, che subisce costantemente influenze da fattori del micro e macro ambiente, fino a che punto è ragionevolmente possibile attribuire la responsabilità del risultato di gestione ad un solo soggetto? Bisogna inoltre considerare che spesso le operazioni strategiche non producono effetti immediati, ma generano guadagni nel lungo periodo a scapito delle performance nel breve. Questo potrebbe produrre una riduzione del prezzo delle azioni nonostante le operazioni siano in realtà positive per l'impresa (Mercer 2009 cap. 2).

Per questi motivi, l'executive compensation, oltre che essere collegata esplicitamente al valore dell'azienda attraverso la quota basata su azioni, viene anche determinata sulla base di indicatori contabili delle performance (risultato netto, ricavi, EBITDA, indici di redditività...), che risultano meno sensibili all'influenza di fattori esterni. Questi, quindi, sono utili solo nella misura in cui forniscono informazioni "indirette" sul total shareholder return. In altre parole, un indicatore deve essere utilizzato se è prodotto da attività che influenzano in qualche modo il prezzo delle azioni (Murphy 1999).

La valutazione degli indicatori richiede che questi vengano confrontati o internamente, con i corrispondenti valori di budget, o esternamente, rispetto ai risultati di aziende comparabili. Entrambi i metodi, però, implicano un certo livello di soggettività. Per quanto riguarda il confronto con i valori di budget, questa risiede nel giudizio delle varianze (uno scostamento percentuale identico può essere valutato diversamente in aziende diverse) e nello stesso valore di budget utilizzato per la valutazione. Il confronto con imprese comparabili può sembrare dunque un giudizio più obiettivo, tuttavia il processo comporta comunque la possibilità di distorsioni dovute alla selezione delle aziende e delle misure da confrontare (Mercer 2009 pag. 28). Gli indicatori devono quindi essere utilizzati e valutati con attenzione perché possano fornire informazioni corrette sulle performance.

L'utilizzo di un indicatore, però, può creare distorsioni negli incentivi dei CEO: non essendo vincolati ad azioni ma a risultati, i manager sono in grado di intraprendere iniziative finalizzate alla massimizzazione del valore degli indicatori, ignorando il vero obiettivo, ovvero la creazione effettiva di valore. Possono fissare budget poco ambiziosi per assicurarsi di raggiungere i target, trasferire costi o ricavi tra periodi, effettuare scelte di investimento che favoriscano la produzione di profitti nel breve termine e così via. Questo fenomeno è tanto più intenso quanto più la misura risulta informativa, dunque, nel costruire la struttura dell'executive compensation, si incontra un trade-off tra informazione ed effetti collaterali sugli incentivi del management (Murphy 1999).

Per evitare le problematiche relative all'utilizzo di misure contabili sono stati sviluppati sistemi di misurazione più complessi di carattere economico (cash flow value added, profitto economico, etc.), che aggiustano quelli tradizionali rilevando la misura in cui il rendimento dell'attività supera il costo degli investimenti. Il valore rappresentato da questi indicatori, sebbene più oggettivo e difficilmente distorto, è più suscettibile a fattori esterni all'azienda.

## 2.2 Relazione implicita tra compensazione e performance

La compensazione del CEO è legata indirettamente alle performance aziendali attraverso i bonus basati sulle voci di bilancio. Murphy 1999 esprime la relazione in questi termini:

$$(CEO Pay)_{it} = \gamma_i + \alpha_i t + \beta_i (Performance)$$

Dove  $\gamma_i$  rappresenta un fattore che dipende dal CEO e dall'impresa ed è costante nel tempo,  $\alpha_i$  è la componente che al contrario dipende dal tempo,  $Performance$  è il vettore delle misure di performance utilizzate e  $\beta_i$  è il corrispondente vettore dei coefficienti.

La relazione può essere espressa sia in termini di sensibilità che in termini di elasticità (a seconda che la regressione sia di tipo lineare-lineare o log-log). Entrambi i metodi comportano vantaggi e svantaggi differenti.

L'elasticità risulta una misura più precisa della relazione, in quanto la variazione del logaritmo delle performance spiega la variazione del logaritmo della compensazione meglio di quanto la variazione delle performance spiega la variazione della compensazione. Questo metodo, inoltre, a differenza della sensibilità, non è influenzato dalle differenze di dimensione fra le aziende, quindi può essere utilizzato in analisi comparative.

La sensibilità, per contro, è di più agevole interpretazione economica dal momento che rappresenta una stima della porzione di valore generata direttamente dal CEO. Questa costituisce inoltre una diretta rappresentazione della quota di partecipazione del manager nella società, infatti, un aumento dell'1% nella partecipazione implica che questo ottenga 1€ in più per ogni aumento di 100€ del valore della società (si veda Murphy 1999).

Sempre Murphy 1999 mostra come tra il 1971 e il 1996 la relazione si sia rafforzata sia dal punto di vista della sensibilità che dell'elasticità, tuttavia in entrambe le misure risulta aumentata anche la varianza.

## 2.3 Relazione esplicita tra compensazione e performance

La compensazione del CEO è legata direttamente alle performance attraverso i piani di stock options, restricted stock e tutti quelle forme di remunerazione relative alle azioni societarie.

Se per lo stock detenuto dal manager attraverso azioni ordinarie, il calcolo della sensibilità della compensazione alle performance risulta analogo a quello precedentemente illustrato, la questione si complica se si considerano le stock options, il cui valore non è pari a quello delle azioni che rappresentano, ma è misurato dalla formula di Black-Scholes: una funzione convessa del prezzo corrente di mercato e prezzo di esercizio dell'opzione.

La sensibilità, misurata dalla pendenza della curva, non è quindi lineare, ma aumenta a mano a mano che il prezzo di esercizio si avvicina e supera il prezzo corrente di mercato. Questa risulta essere pari a 0.6 quando i due prezzi si equivalgono, prossima a zero quando il prezzo di mercato è molto maggiore e ad 1 se lo è il prezzo di esercizio (si veda Murphy 1999).



Dallo studio di Murphy 1999 sui principali driver della sensibilità totale tra compensazione e performance tra le imprese dello S&P 500, risulta che questa dipende principalmente dalla componente esplicita. Questo risultato è coerente sia nei settori che nelle classi dimensionali oggetti di analisi, tuttavia si manifestano differenze nel valore complessivo della sensibilità: essa risulta inferiore sia nel settore terziario che per le imprese di dimensione maggiore.

La relazione inversa tra intensità della sensibilità e dimensione dell'azienda non risulta particolarmente sorprendente per il fatto che la quota di partecipazione che può essere ragionevolmente detenuta da un CEO di un'impresa di grandi dimensioni è inferiore a quella di una di dimensioni minori.

La sensibilità totale è poi generalmente cresciuta attraverso il periodo tra il 1992 e il 1996. Questa crescita è principalmente dovuta alla componente di stock options e coinvolge soprattutto le grandi imprese.

## **2.4 Efficacia degli incentivi**

Avendo appurato che la relazione tra compensazione e performance esiste, è in crescita e coinvolge principalmente le opzioni e partecipazioni detenute dai manager, resta da chiarirne l'efficacia: si può affermare che tale relazione produca effettivamente incentivi? La questione risulta purtroppo piuttosto controversa e di difficile valutazione per diversi motivi illustrati da Murphy (1999).

In primo luogo, in mercati finanziari efficienti, l'informazione di una maggiore sensibilità tra compensazione e performance spinge gli investitori ad acquistare azioni, aumentandone il valore e, così facendo, aumentando la retribuzione del CEO senza un vero e proprio aumento di performance. Dunque, visto che le informazioni riguardanti gli incentivi del manager sono già incorporate nel prezzo delle azioni, gli incentivi non avranno di fatto influenza sul rendimento atteso degli investimenti.

Poi, spesso i piani di incentivo sono messi in atto da società in difficoltà. Per aziende sane, invece, il management è già incentivato dalle opportunità offerte dalla crescita e dalla prospettiva di aumenti salariali futuri e non ha bisogno di bonus ulteriori. Dunque, di nuovo, l'introduzione di incentivi potrebbe apparire come inefficace o addirittura controproducente.

La progettazione e implementazione dei piani, inoltre, visto il costo richiesto dal processo, non sempre vengono condotte in maniera ottimale, generando distorsioni nei dati empirici raccolti.

Si può quindi concludere soltanto che la relazione sia effettivamente presente, ma i numerosi fattori esterni ed interni alle aziende, che rendono ogni contesto unico rispetto agli altri, non permettono di raggiungere una conclusione univoca sugli effetti della relazione sullo shareholder return.

### **3 Il contesto italiano**

Quest'ultimo capitolo sarà dedicato all'illustrazione e commento dei dati relativi al mercato italiano raccolti nello studio "Executive Compensation Outlook 2021" condotto da Badenoch+Clark, una società di consulenza del lavoro per manager e figure dirigenziali, con la collaborazione di Job Pricing.

I dati sono stati raccolti attraverso le Relazioni sulla Remunerazione e le Relazioni sul Governo Societario e gli Assetti Proprietari pubblicate dalle aziende quotate nella Borsa Italiana relative agli esercizi 2018 e 2020. I campioni raccolti per gli anni 2018 e 2020 sono composti rispettivamente da 218 aziende per 189 CEO e 213 aziende per 209 CEO. Sono stati considerati solamente i profili che hanno ricoperto le cariche per almeno quattro mesi nel corso dell'esercizio.

Lo studio si compone di una prima sezione in cui vengono analizzate le singole componenti di retribuzione e una seconda in cui viene rappresentato compensation package per diverse figure dirigenziali (membri del Consiglio di amministrazione, manager esecutivi e membri del collegio sindacale), ovvero una stima della composizione del pacchetto retributivo sulla base delle diverse componenti di reddito (sia erogate che differite) attribuite nel corso dell'esercizio. Per gli scopi di questo elaborato mi concentrerò sulla figura del CEO (amministratore delegato o amministratore delegato e direttore generale).

I risultati dello studio verranno confrontati con le teorie precedentemente esposte nell'elaborato e con i dati aggregati riferiti al mercato globale forniti dall'articolo "2020 Pay Trends: first look at CEO compensation" pubblicato da Allen e Harden sul sito di Aon, anch'essa un'azienda di consulenza.

I dati a cui si riferisce l'articolo sono ricavati dal "Total Compensation Measurement (TCM) database" di Aon e fanno riferimento ad un campione di 178 aziende durante gli esercizi 2019 e 2020.

Il periodo a cui gli articoli fanno riferimento consente di commentare anche sugli effetti della pandemia sulla retribuzione dei CEO.

#### **3.1 Il compenso fisso**

Per quanto riguarda la componente fissa della compensazione, la media italiana risulta essere attorno ai 600 mila euro, con una lieve decrescita del 4% dal 2018 al 2020. Il dato è nettamente inferiore agli 1.1 milioni di dollari registrati nel mercato globale, ma la differenza è presumibilmente spiegata dalla dimensione delle aziende a campione (misurata dai ricavi). Il campione globale, infatti, è costituito soltanto per il 7% da aziende con fatturato inferiore al miliardo di dollari, che presentano una compensazione fissa media pari a 672 mila dollari, molto più vicina al dato italiano.

Entrambi gli studi confermano la relazione diretta tra retribuzione e dimensione aziendale, che, a livello globale è misurata in ricavi, mentre, nello studio riferito all'Italia, i campioni sono classificati sia in base al fatturato che alla capitalizzazione di mercato e al segmento borsistico. Prendendo come esempio l'esercizio 2020, comune ad entrambi gli studi, a livello globale si rileva una variazione del 95% tra le aziende con fatturato inferiore al miliardo e quelle che superano i 10 miliardi. A livello italiano si manifesta una disparità ancora più evidente pari al 134% tra le aziende con fatturato inferiore ai 100 milioni e quelle superiori agli 800 milioni, al 177% tra le aziende con capitalizzazione di mercato inferiore ai 100

milioni e quelle superiori agli 800 milioni e al 168% tra le aziende classificate come FTSE small cap e come FTSE MIB (Figure 3 e 4).

Sebbene sia a livello globale che locale la compensazione fissa non abbia subito grossi effetti a causa della pandemia, è interessante notare come essa sia generalmente aumentata nel mondo, anche se a tassi inferiori rispetto alla norma (+2,2%), mentre sia diminuita in Italia.

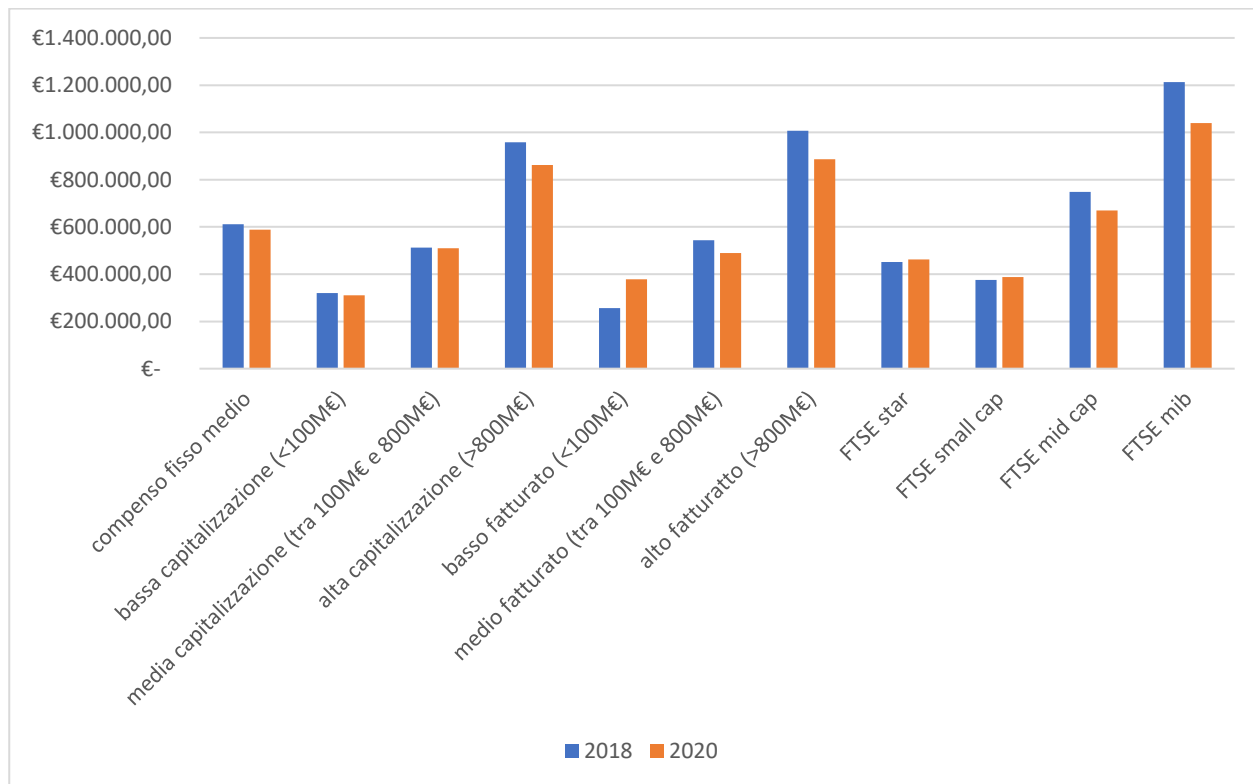


Figura 3. Livelli medi di compensazione fissa in Italia a seconda della dimensione aziendale (calcolata in base alla capitalizzazione, al fatturato e ai segmenti borsistici). Dati da "Executive compensation outlook 2021" di Badenoch+Clark.

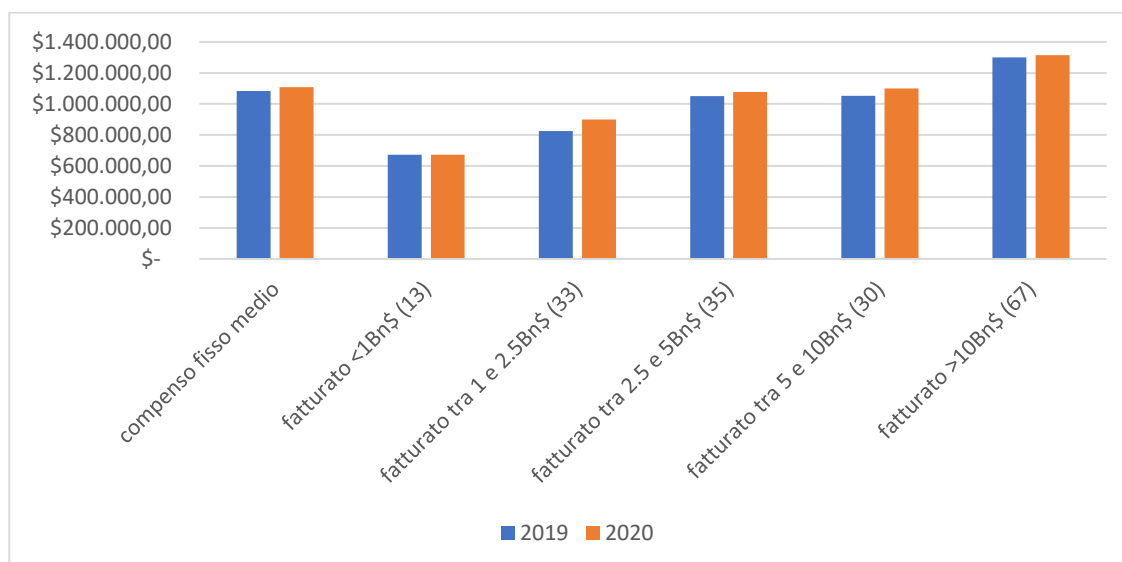


Figura 4. Livelli medi di compensazione fissa nel mondo a seconda della dimensione aziendale (calcolata in base al fatturato). Dati da Allen e Harden 2020.

### 3.2 Bonus e incentivi

Anche in Italia così come all'estero l'attribuzione di una componente variabile di compensazione costituisce una pratica importante per l'incentivazione dei CEO, tuttavia non risulta così diffusa come ci si potrebbe aspettare.

In particolare, nel 2020 solo il 65.1% dei CEO ha ricevuto incentivi di carattere monetario, più precisamente, il 57.9% li ha percepiti di breve termine, il 19.6% di lungo e al 5.7% sono stati corrisposti altri tipi di bonus relativi principalmente alla ritenzione o a quote discrezionali.

C'è da dire però che la maggior parte dei bonus di lungo termine non è stato erogato in denaro, ma attraverso strumenti finanziari. Infatti, sempre nel 2020 la diffusione generale degli incentivi di lungo termine è stata pari al 55.5% dei CEO, in particolare, oltre al 19.6% di quelli di carattere monetario, si è registrata una diffusione del 10.5% per i piani di stock options e del 35.4% per i piani equity based di altre tipologie.

Questi ultimi dati sono particolarmente interessanti perché evidenziano come la larga prevalenza dei piani di stock options nel mercato americano non si riscontri anche nel mercato Italiano, anzi, rispetto al 2018 la loro diffusione è diminuita del 4.2% in favore dell'utilizzo di altri piani equity, che sono aumentati del 6.4%. Lo stesso trend si sta iniziando a verificare anche a livello globale.

Si osserva poi una riduzione nella diffusione dei piani a breve termine in favore di quelli a lungo. La forte incertezza sui risvolti della pandemia potrebbe aver ridotto l'efficacia dei primi per via delle difficoltà nella pianificazione di obiettivi di budget.

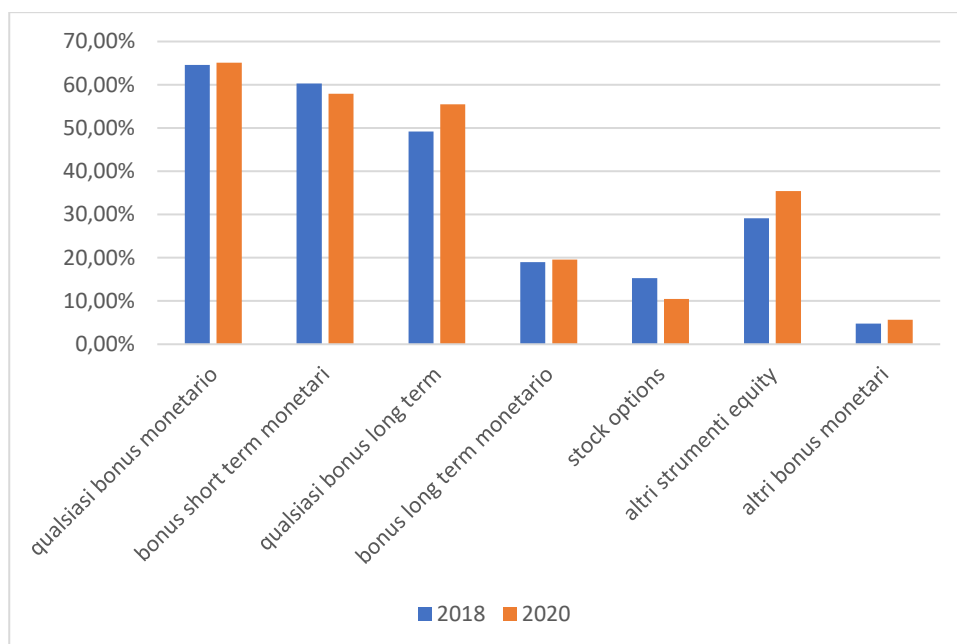


Figura 5. Diffusione delle forme di incentivazione in percentuale sul campione totale. Dati da "Executive compensation outlook 2021" di Badenoch+Clark.

Per quanto riguarda il valore degli incentivi, per quelli non equity, questo risulta essere mediamente pari a 527 mila euro nel 2020, con un'incidenza sulla compensazione fissa pari all'80.2%, dati in calo rispetto ai 614 mila euro, pari al 90.4% del salario base nel 2018 nonostante la diffusione sia rimasta pressoché invariata (+0.5%).

Anche in questo caso la causa della differenza può essere attribuita agli effetti della pandemia, che ha reso molto difficoltoso il raggiungimento degli obiettivi di budget precedentemente stabiliti, impattando quindi sull'ammontare di bonus effettivamente erogati.

Allo stesso modo, il fair value della componente equity di incentivazione risulta nettamente diminuito sia in termini assoluti (dagli 876 mila euro del 2018 ai 619 mila del 2020) che in termini di incidenza sul compenso fisso (dal 110.8% del 2018 all'82.9% del 2020), presumibilmente per l'effetto della crisi finanziaria.

Confrontando i dati Italiani con quelli internazionali in termini di valore dei bonus, i dati di incidenza dei bonus di breve termine sulla componente fissa della compensazione risultano comparabili con riferimento alla categoria di aziende al di sotto del miliardo di dollari di fatturato, che hanno erogato mediamente bonus pari al 70% del salario base. Per quanto riguarda i piani di lungo termine, invece, questi sono stati attribuiti in misura pari al 176% e 261% della compensazione fissa: una proporzione molto maggiore rispetto a quella del mercato italiano. Al contrario dei dati locali in netta diminuzione, poi, l'incidenza degli incentivi di lungo termine ha visto una forte crescita (+85%) a livello internazionale.

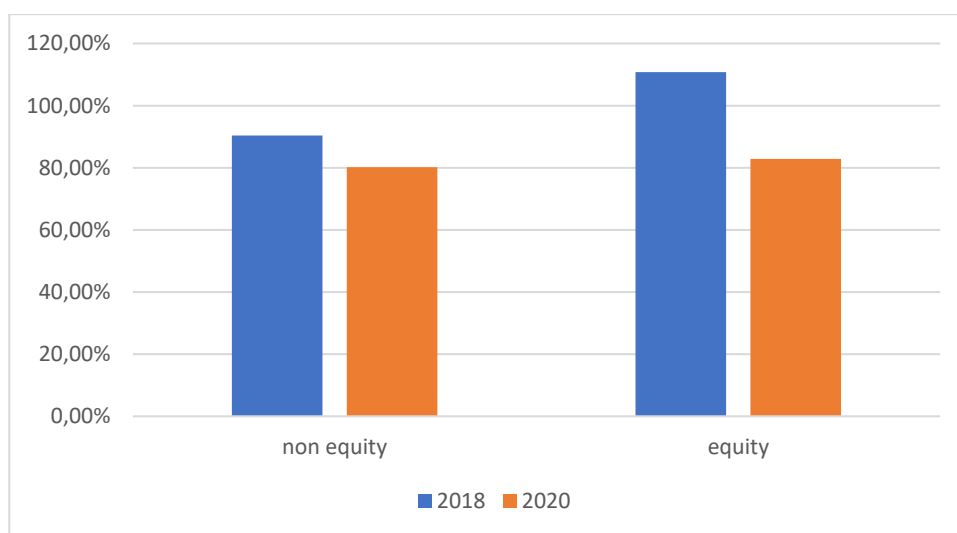


Figura 6. Incidenza delle componenti variabili di retribuzione (non equity ed equity) sul compenso fisso in Italia. Dati da "Executive compensation outlook 2021" di Badenoch+Clark.

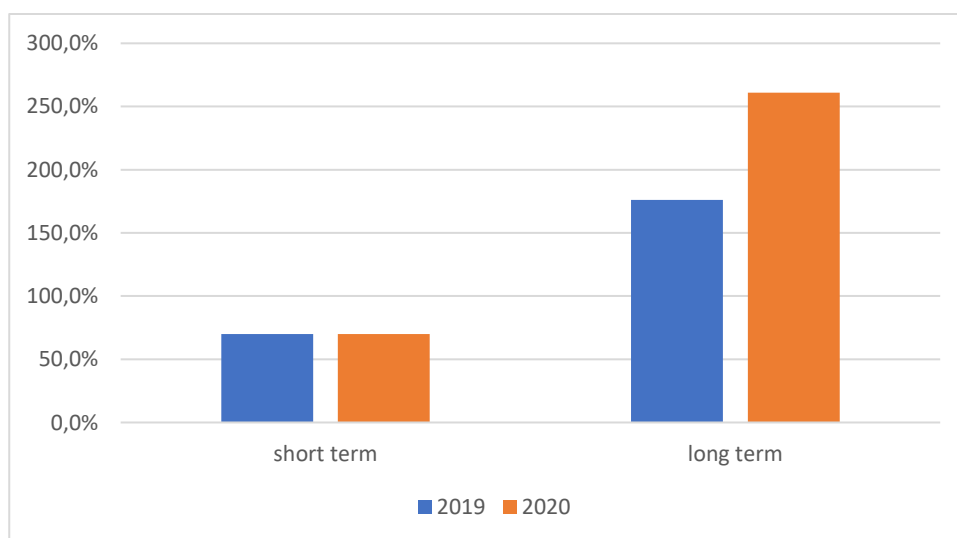


Figura 7. Incidenza dei bonus di breve e lungo periodo sul compenso fisso nel mondo. Dati da Allen e Harden 2020.

L'articolo fornisce anche dati riguardanti l'adozione di performance threshold o bonus cap nei sistemi di incentivazione di breve periodo. In generale si osserva una maggiore diffusione dei cap, pari al 71% nel 2018 e al 76% nel 2020, ma anche una crescita significativa nel tasso di inclusione di soglie di performance nei bonus plans, che passa dal 44% del 2018 al 57% del 2020 (Figura 8).

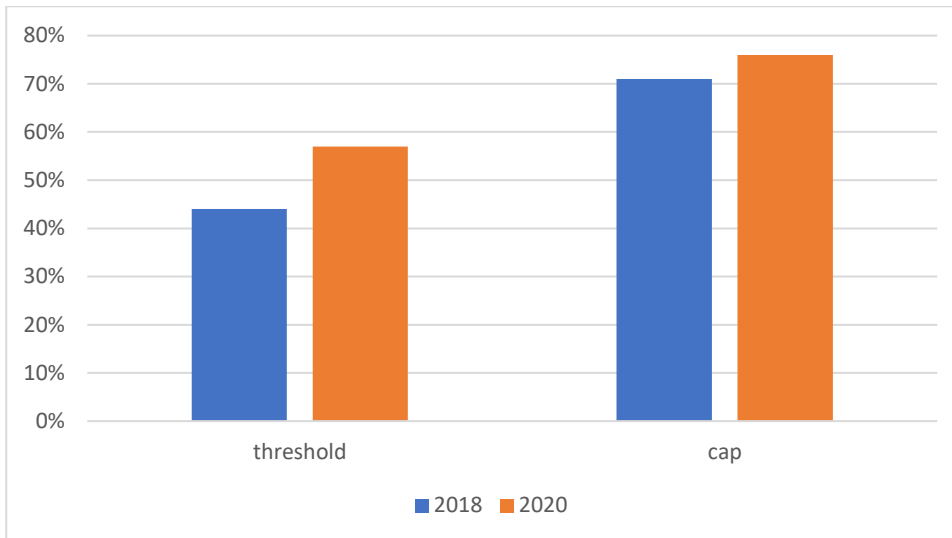


Figura 8. Diffusione dell'introduzione di performance threshold o incentive cap all'interno dei piani di incentivazione. Dati da "Executive compensation outlook 2021" di Badenoch+Clark.

Sempre relativamente al breve termine, sono riportati dati sulla diffusione di diverse performance measures.

Come ci si aspetterebbe, quelle di carattere economico-finanziario sono state adottate dalla quasi totalità delle aziende. Circa un terzo di queste, poi, ha utilizzato KPIs di carattere qualitativo e commerciale, mentre approssimativamente una su dieci ha considerato obiettivi di generazione di valore e di efficienza operativa. È molto interessante e promettente la crescita della frequenza dell'inserimento di obiettivi di sostenibilità, che è passata dal 10% nel 2018 al 36% nel 2020 (Figura 9).

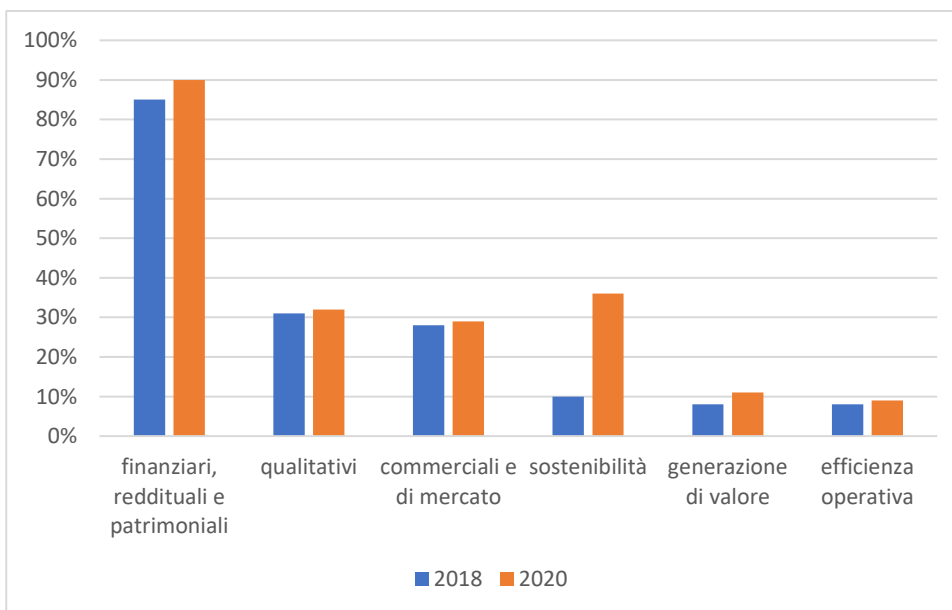


Figura 9. Diffusione delle diverse tipologie di indicatori come misure di performance all'interno dei piani di incentivazione. Dati da "Executive compensation outlook 2021" di Badenoch+Clark.

### 3.3 Benefit e clausole accessorie

Tra i principali fringe benefits attribuiti ai vertici aziendali, lo studio rileva una prevalenza della company car, che è stata assegnata nell'86% dei casi, e delle polizze assicurative, presenti nel 79% dei pacchetti retributivi. Risulta invece meno comune l'inclusione di piani pensionistici o di natura previdenziale, con una diffusione del 39%.

Oltre ai benefit, i contratti possono prevedere ulteriori clausole accessorie, che però non sono così utilizzate in Italia. Le più diffuse sono quelle di indennità per cessazione anticipata del rapporto, volte a tutela del manager uscente, che però risultano diminuite in frequenza rispetto al 2018 dal 39.4% al 30.5%. Sempre un terzo delle aziende utilizza poi patti di non concorrenza, mentre gli accordi di stabilità non sono quasi mai inclusi.

### 3.4 Compensation package

Resta quindi soltanto da analizzare la composizione della retribuzione totale mediamente corrisposta ai CEO italiani.

Dal punto di vista della compensazione erogata durante l'anno (non equity o retribuzione differita), questa nel 2020 ammontava mediamente a 945 mila euro ed era costituita principalmente dai compensi fissi (62.3%) e dai compensi variabili non equity (32.6%).

Rispetto al 2018 il dato ha subito una decrescita del 13.4% principalmente a causa del calo della componente variabile non equity (-30.8%), ma in generale si osserva una riduzione di tutte le componenti di retribuzione fatta eccezione per i benefici non monetari, che sono aumentati del 14.8%. Il rapporto tra componenti fisse e variabili, di conseguenza, risulta leggermente aumentato per il 2020.

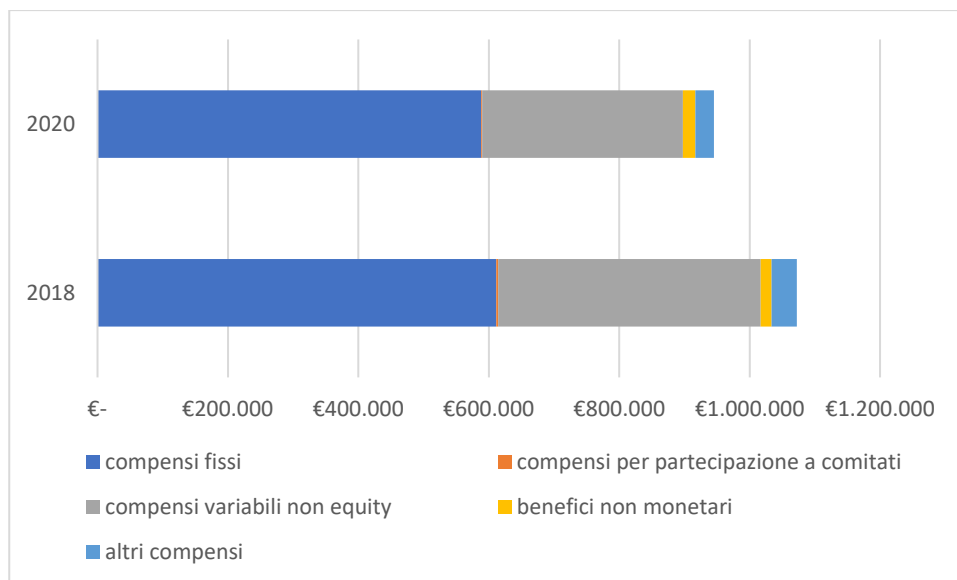


Figura 10. Composizione e livello della compensazione erogata media in Italia. Dati da "Executive compensation outlook 2021" di Badenoch+Clark.

A livello complessivo i compensi erogati costituiscono la porzione principale del pacchetto (74%), a cui si aggiunge il 17.9% di compensi equity e l'8.1% di compensi monetari variabili differiti, per un totale di 1.3 milioni di euro, molto simile agli 1.2 milioni registrati a livello globale per le aziende con fatturato inferiore al miliardo.

Tutte le componenti del compensation package sono generalmente diminuite dal 2018 al 2020 causandone una riduzione media del 18.2%.

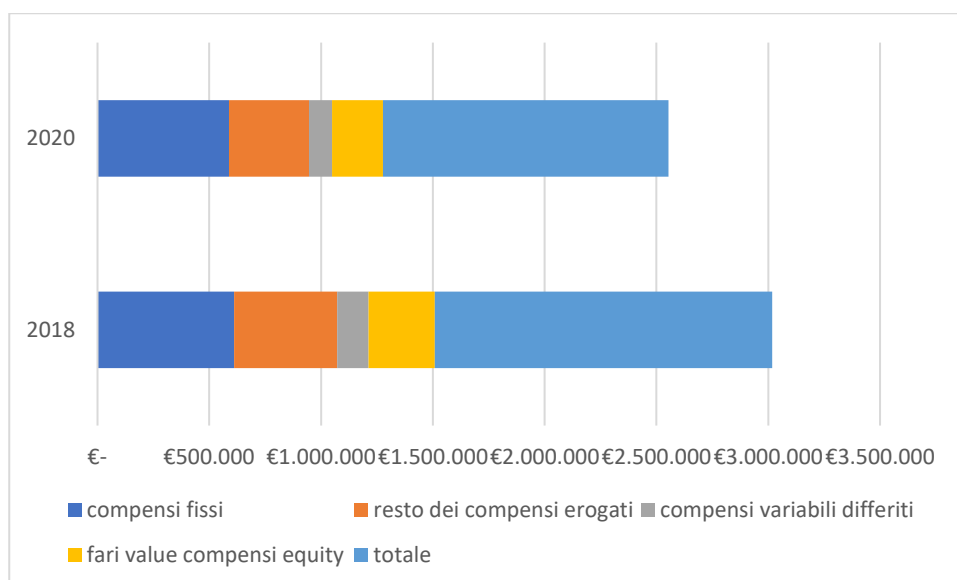


Figura 11. Composizione e livello della compensazione complessiva media in Italia. Dati da “Executive compensation outlook 2021” di Badenoch+Clark.

È interessante notare come il valore mediano del compensation package complessivo (645 mila euro) sia approssimativamente la metà del valore medio. Questo indica una concentrazione molto maggiore delle retribuzioni inferiori alla media ma la presenza di pacchetti estremi molto elevati. Il valore corrispondente al primo decile, infatti, corrisponde al 34% del mediano (221 mila euro), mentre, al nono decile, la compensazione arriva a misurare il 494% di quella mediana (3.2 milioni di euro). Lo stesso fenomeno si verifica anche a livello di singola componente di retribuzione.

Osservando infine i dati del 2020 relativi ai settori di mercato, i più remunerativi per i CEO sono il settore finanziario, dei beni al consumo e dei servizi pubblici. Per quanto riguarda la compensazione di competenza, questa presenta una composizione molto simile nei primi due settori, costituita approssimativamente per due terzi dai compensi fissi e per un terzo da compensi variabili non equity, mentre le due componenti hanno pesi uguali nei servizi pubblici.

Il settore finanziario è quello in cui risulta maggiormente diffuso l’utilizzo di strumenti equity come forma di incentivazione di lungo termine, attribuendo quindi mediamente un pacchetto complessivo maggiore, ma più volatile ai CEO.

Infine, per quanto riguarda la dimensione delle aziende, questa in generale è legata direttamente al valore della compensazione sia erogata che complessiva, però è interessante notare la relazione inversa con il rapporto tra componenti fisse e variabili di retribuzione. L’utilizzo di forme di incentivazione sia di breve che di lungo termine è quindi più diffuso tra le imprese di dimensioni maggiori.



## Conclusione

Si è visto quindi come la relazione tra proprietà e controllo sia un equilibrio molto difficile da bilanciare. La teoria dei contratti illustra in maniera didattica la soluzione al problema attraverso l'individual rationality e l'incentive compatibility constraint: due strumenti in grado di allineare gli interessi delle parti.

Come spesso accade, però, la teoria risulta di difficile implementazione. Il modello infatti si basa su assunzioni che non sono perfettamente applicabili concretamente: gli azionisti non sono in grado di determinare una singola azione verso cui spingere il CEO, ma devono cercare di incentivare la produzione di un certo risultato.

Questo viene messo in atto attraverso strumenti che collegano la retribuzione dell'amministratore delegato alle sue performance in termini dei risultati desiderati dagli azionisti.

Alcuni strumenti come i bonus annuali sono legati indirettamente alle performance attraverso degli indicatori che possono essere di diversa natura, ma quelli più utilizzati si basano su voci di bilancio.

L'utilizzo di indicatori, però, comporta problematiche sia dal punto di vista degli incentivi, infatti i manager potrebbero agire solo in funzione della massimizzazione di determinate misure contabili senza considerare gli obiettivi che ne stanno alla base.

Si rende quindi necessario l'utilizzo di strumenti di lungo termine, come le stock options, che collegano direttamente la compensazione alle performance in termini di prezzo delle azioni.

Anche queste, purtroppo, comportano inefficienze legate sia al fatto che la rischiosità di questi strumenti li rende meno graditi dai CEO che alla sensibilità del prezzo delle azioni a fattori al di fuori del controllo dell'amministratore delegato.

Tutto considerato, quindi, non si è in grado di dare una risposta definitiva sull'efficacia degli incentivi per motivi legati all'efficienza del mercato finanziario, alla loro implementazione e alle condizioni aziendali che li rendono necessari.

Si è concluso con un'analisi del contesto italiano recente per quanto riguarda le componenti di retribuzione, le misure di performance adottate, la struttura dei bonus e il pacchetto complessivo di compensazione. I dati locali sono stati inoltre confrontati con quelli globali, osservando come la compensazione fissa e bonus di breve termine siano in linea con il livello globale per aziende con fatturato comparabile, ma l'utilizzo dei bonus di lungo termine, in particolare quelli legati allo stock, sia nettamente inferiore.

Alla luce di quanto è stato esposto in questo elaborato, ritengo che l'argomento, sebbene di centrale importanza, sia di complessa interpretazione: il numero di variabili che dovrebbero essere controllate per effettuare uno studio che porti a risultati definitivi (dimensione aziendale, settore, contesto locale, condizioni del mercato finanziario, etc.) rende il lavoro estremamente complicato. Se anche questo fosse possibile, si otterrebbero risultati vincolati alle condizioni di analisi e, perciò, difficilmente generalizzabili. Ciò non toglie che gli studi effettuati forniscano informazioni preziose alle aziende anche semplicemente per l'effettuazione di analisi comparative volte alla determinazione della compensazione dei propri CEO e rimanere competitive nel mercato del lavoro.



## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- G. AKERLOF, 1970. *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. The Quarterly Journal of Economics, 84(3), 488-500.
- S. ALLEN e J. HARDEN, 2020. *2020 pay trends: first look at CEO compensation*. Aon. Disponibile su: <<https://humancapital.aon.com/insights/articles/2020/2020-pay-trends-first-look-at-ceo-compensation>> [Data di accesso: 25/08/2023]
- K. J. ARROW, 1963. *Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care*. In: The American Economic Review, 53(5). pp.941–973. Disponibile su: <<http://www.jstor.org/stable/1812044>> [Data di accesso: 29/08/2023]
- K.J. ARROW, 1971. *The Theory of Risk Aversion*. In: Essays in the Theory of Risk Bearing. Chicago: Markham Publ. Co. pp.90-109.
- BADENOCH+CLARK, 2021. *Executive compensation outlook 2021: le retribuzioni dei vertici aziendali delle società quotate in borsa italiana*. Badenoch+Clark. Disponibile su: <[https://www.badenochandclark.com/it-it/~media/it/pdf/salary-guide/2021/executive\\_compensation\\_outlook\\_2021.pdf](https://www.badenochandclark.com/it-it/~media/it/pdf/salary-guide/2021/executive_compensation_outlook_2021.pdf)> [Data di accesso: 25/08/2023]
- BADENOCH+CLARK, 2019. *Executive compensation outlook 2019: le retribuzioni dei vertici aziendali delle società quotate in borsa italiana*. Badenoch+Clark. Disponibile su: <[https://www.badenochandclark.com/it-it/~media/it/pdf/salary-guide/2021/executive\\_compensation\\_outlook\\_2021.pdf](https://www.badenochandclark.com/it-it/~media/it/pdf/salary-guide/2021/executive_compensation_outlook_2021.pdf)> [Data di accesso: 25/08/2023]
- J. BIVENS e J. KANDRA, 2022. *CEO pay has skyrocketed 1460% since 1978: CEOs were paid 399 times as much as a typical worker in 2021*. Washington: Economic Policy Institute. Disponibile su: <<https://www.epi.org/publication/ceo-pay-in-2021/>> [Data di accesso: 25/08/2023]
- M. JENSEN, W. H. MECKLING, 1976. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, 3 (4), Rochester.
- MERCER, 2009. *Pay for results: aligning executive compensation with business performance*. 1° ed. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- K.J. MURPHY, 1999. *Executive Compensation*. In: O. Ashenfelter e D. Card, a cura di, Handbook of Labor Economics, Amsterdam: Elsevier, pp.2485-2563.