



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M. FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

"Le Politiche di Remunerazione dei Manager"

RELATORE:

CH.MO PROF. Fabrizi Michele

LAUREANDO: Klinger Sikora Federico

MATRICOLA N. 1220633

ANNO ACCADEMICO 2023 – 2024

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) 

Introduzione	5
Capitolo 1. La remunerazione dei manager	6
1.1 Proprietà dispersa	6
1.2 Teoria dell’Agenzia	8
1.3 Performance dell’azienda	9
1.4 Rischio	10
1.5 Composizione della remunerazione del manager	11
1.5.1 Salario base annuo	11
1.5.2 Bonus	12
1.5.3 <i>Stock option</i>	13
1.5.4 <i>Restricted stock</i>	14
1.5.5 Altre forme di remunerazione	14
Capitolo 2. Gli incentivi alla performance e al rischio	15
2.1 <i>Pay-performance sensitivity</i>	15
2.2 <i>Pay-risk sensitivity</i>	19
2.3 Le conseguenze dell’utilizzo di incentivi	20
2.4 L’efficacia degli incentivi	22
2.5 Gli incentivi nel settore bancario	23
Conclusioni	27
Riferimenti bibliografici	29

Introduzione

Il presente elaborato tratterà il tema della remunerazione dei manager, ponendo particolare attenzione sull'influenza degli incentivi su performance e rischio intrapreso.

Inizialmente si approfondirà la questione della proprietà dispersa, largamente diffusa nelle aziende di una certa dimensione, e della necessità, quindi, di un Consiglio di Amministrazione che sia in grado di rappresentare correttamente gli interessi degli investitori. Si passerà, quindi, alla Teoria dell'Agenzia, la principale teoria che evidenzia uno dei maggiori problemi delle aziende a proprietà dispersa: il disallineamento di interessi tra chi amministra l'azienda, l'Amministratore Delegato (o CEO), e chi la possiede (gli shareholders). Si introdurranno, successivamente, gli strumenti per misurare la performance e la differenza tra l'avversione al rischio del manager rispetto a quella degli investitori. Il primo capitolo si concluderà con un'analisi della struttura e delle componenti della retribuzione del CEO.

Il secondo capitolo entrerà più nel merito della sensibilità della performance e del livello di rischio intrapreso dal manager rispetto alla sua retribuzione, ovvero quanto il CEO sia effettivamente influenzato dagli incentivi stabiliti e quanto questi consentano l'allineamento di interessi con gli shareholders. Si approfondiranno le conseguenze dell'utilizzo di tali incentivi, evidenziando come il trend degli ultimi decenni abbia portato ad un livello di remunerazione dei CEO sempre maggiore e ormai ben lontano da quello di un dipendente medio della stessa azienda, e la loro efficacia, fornendo una sintesi degli studi più rilevanti in merito. Infine, si concluderà con una panoramica del settore bancario, evidenziando il ruolo svolto dalla deregolamentazione e dagli incentivi ai CEO nella crescita del livello di rischio intrapreso dalle banche e come tali elementi possano essere considerati tra i fattori che hanno portato alla crisi del 2007.

Capitolo 1. La remunerazione dei manager

1.1 Proprietà dispersa

In base alle dimensioni dell'azienda e alla sua struttura esistono varie forme di governo. Tra queste, ad esempio, la più semplice è la proprietà diretta con controllo diretto, secondo la quale il proprietario/imprenditore sostiene tutto il rischio e dirige direttamente l'azienda; oppure molto diffuse, in particolare in Italia, sono le micro e piccole aziende a conduzione familiare, possedute in percentuali variabili dai vari membri della famiglia e gestite dall'imprenditore/fondatore o dai suoi discendenti. Al crescere delle dimensioni dell'azienda, misurabili, ad esempio, attraverso il livello di fatturato o il numero di dipendenti, cresce anche la necessità di un manager professionista con conoscenze e competenze adeguate. In questi casi solitamente si opta per la nomina di un Amministratore Delegato. Inoltre, il crescere delle dimensioni dell'azienda e il conseguente bisogno di fondi possono indurre a ricercare capitale non solo attraverso il debito ma anche attraverso nuovi investitori, causando quindi la frammentazione della proprietà.

Dalla tabella della figura 1.1 si può notare come in Europa, ad eccezione del Regno Unito, la proprietà dispersa non sia così diffusa, in particolare in Italia, dove, come indicato dalla quarta colonna, nel 50% delle aziende il 55% dei diritti di voto sono detenuti da un singolo soggetto. Al contrario, negli Stati Uniti e nel Regno Unito la proprietà dispersa è un fenomeno molto frequente nel primo caso e quasi dominante nel secondo.

All'aumentare della dispersione della proprietà, in particolare con la quotazione dell'azienda in borsa, si rende necessaria la presenza di un organo di gestione che sia in grado di determinare le esigenze dei proprietari, gli shareholders, e di rappresentarli propriamente. Si tratta del Consiglio di Amministrazione (CdA), composto dai vari Consiglieri, dal Presidente del Consiglio e dall'eventuale vice Presidente. Lo scopo principale del CdA è quello di gestire gli

Ownership Concentration

	<i>Widely held</i>	<i>Family control</i>	<i>Pyramid control</i>	<i>Median largest voting block</i>	<i>Family wealth</i>
France	60%	20%	15%	20%	29%
Germany	50%	10%	20%	57%	21%
Italy	20%	15%	20%	55%	20%
United Kingdom	100%	0%	0%	10%	6%
United States	80%	20%	0%	5% (NYSE) 9% (Nasdaq)	N.A.

Figura 1.1. Fonte: Enriques and Volpin, 2007

interessi di lungo periodo dell'azienda, seguendo il volere degli shareholders, attraverso un controllo diretto sull'Amministratore Delegato (AD o CEO). È infatti quest'ultimo ad occuparsi della gestione nel breve periodo e i suoi sottoposti nel day-to-day. Il CdA, inoltre, si occupa anche dell'assunzione del manager, che può essere selezionato internamente¹ o esternamente, del licenziamento, quando necessario, nonché di determinarne il compenso. Quest'ultimo compito è solitamente affidato ad una *compensation committee*, il cui scopo è soprattutto quello di definire e far rispettare una strategia di remunerazione (Murphy, 1998). Murphy, nello stesso studio, evidenzia che normalmente le nuove proposte in ambito di retribuzione partono dall'area risorse umane, anche con l'ausilio di pareri esterni, passano attraverso i top managers e vengono successivamente valutati dalla *compensation committee*. Infine, è sempre necessaria l'approvazione del CdA. L'istituzione di questa commissione è nata dall'esigenza da una parte di contrastare il conflitto di interesse in cui si incorrerebbe se fosse il manager stesso a dover stabilire la propria remunerazione, dall'altra di non appesantire il CdA anche con questo compito, lasciandogli invece solo l'onere dell'approvazione finale. Come afferma, infine, Murphy (1998), è chiaro che il manager possa essere comunque in grado di influenzare, almeno in parte, il livello e la struttura del suo compenso. Non è così infrequente, ad esempio, la *CEO duality*, ovvero la coincidenza, all'interno della stessa azienda, del CEO con il *chairman*, il Presidente del CdA. In questa circostanza il CEO/*chairman* potrebbe dover approvare direttamente il proprio compenso, costituendo quindi un evidente caso di conflitto di interesse. Nei primi anni 2000 è stato ideato un nuovo strumento per conoscere il parere degli shareholders rispetto alla retribuzione del manager: si tratta del *Say on pay* (SoP), introdotto dapprima nel Regno Unito nel 2002 e solo successivamente anche negli Stati Uniti nel 2010. Lo scopo del SoP è quello di conoscere l'opinione degli investitori in merito alla retribuzione del manager, attraverso la semplice espressione di un voto, positivo o negativo. In questo modo gli shareholders possono avere un controllo maggiore su ciò che accade all'interno dell'azienda: ad esempio, una percentuale di voti negativi troppo elevata indica lo scontento degli investitori, che probabilmente ritengono la retribuzione del manager non proporzionata alla sua performance. Il CdA non può ignorare un segnale così chiaro. Dagli studi di Balsam et al. (2016), infatti, risulta che nel 2010 negli Stati Uniti, a seguito dell'introduzione del SoP, c'è stato effettivamente un abbassamento del salario dei manager, dimostrando l'efficacia dello strumento. In particolare, Balsam evidenzia che gli investitori sono più propensi ad esprimere un parere negativo se tra le componenti della retribuzione del manager è presente anche la

¹ Molte aziende, soprattutto quelle di dimensioni maggiori, hanno un programma di *internal recruitment* che permette ai loro dipendenti di conoscere fin da subito il percorso da dover intraprendere e gli obiettivi da dover raggiungere per poter fare carriera internamente e arrivare, un giorno, alle posizioni più elevate.

categoria *other compensation*, che, a causa della sua genericità e vaghezza, può facilmente includere, e nascondere l'evidenza, anche elementi non prettamente inerenti all'attività del CEO.

1.2 Teoria dell'Agenzia

Dalla dispersione della proprietà e, conseguentemente, dalla divisione tra chi possiede l'azienda e chi effettivamente la amministra deriva l'*agency problem*, ovvero il conflitto di interesse tra l'agente (il manager) e il principale (il proprietario).

Le prime riflessioni sul problema dell'agente risalgono a "La ricchezza delle nazioni" (1776) di Adam Smith, il quale sostiene che se l'amministratore di una azienda non coincide con il proprietario, il primo potrebbe non operare nel pieno interesse del secondo. Furono Berle e Means nel 1932 a introdurre la teoria dell'agente, successivamente definita da Jensen e Meckling (1976, p.308) come "un contratto in base al quale una persona, il principale, ne assume un'altra, l'agente, per ricoprire per suo conto una data mansione". La teoria, quindi, descrive il conflitto di interessi che intercorre tra l'agente (il manager) e il principale (gli shareholders). In particolare, il primo è interessato ad ottenere il maggior beneficio, e quindi la maggiore remunerazione, con il minimo sforzo, mentre il secondo a ottenere la massimizzazione del profitto dell'azienda e la successiva auspicabile distribuzione degli utili. Di conseguenza è necessario che il principale controlli l'agente e il suo operato, il che è reso difficile dalla presenza di asimmetrie informative tra le parti. Come affermano Jensen and Murphy (1990), se gli shareholders avessero complete informazioni sull'attività del manager potrebbero designare un contratto con tutte le indicazioni delle specifiche azioni da intraprendere in ogni circostanza. È anche vero, però, che se così fosse allora la libertà di azione e l'utilità del manager ne risentirebbero notevolmente.

Le asimmetrie informative individuate dalla letteratura sono la "selezione avversa" e l'"azzardo morale" e si distinguono principalmente per una questione temporale: la prima riguarda informazioni nascoste ex-ante, la seconda ex-post. In particolare, la selezione avversa si riferisce a quelle informazioni necessarie al principale per determinare l'efficienza e l'utilità del manager, che devono essere fornite da quest'ultimo ma che possono essere facilmente manipolate. Non è difficile, infatti, per il manager omettere determinate informazioni al fine di essere assunto più facilmente. L'azzardo morale, invece, si riferisce ai comportamenti opportunistici messi in atto dal manager per raggiungere i propri obiettivi personali, a discapito di quelli degli shareholders, i quali non hanno gli strumenti per controllarne l'operato.

A causa di queste difficoltà nascono dei costi, i "costi di agenzia", individuati da Jensen and Meckling (1976) come:

- costi di controllo (*monitoring*);
- costi di assicurazione (*bonding*);
- costi residui (*residual loss*).

Tra i costi di controllo rientrano quei costi che devono necessariamente essere sostenuti dal principale per controllare e valutare il corretto svolgimento dei compiti assegnati all'agente, nonché per incentivarli. È infatti vero che, se il manager non fosse monitorato, sarebbe più propenso a porre in essere comportamenti opportunistici.

I costi di assicurazione sono l'altra faccia della stessa medaglia: rappresentano, infatti, gli sforzi sostenuti dall'agente per convincere il principale di star agendo nei pieni interessi dell'azienda e non solo nei propri.

I costi residui emergono in tutte quelle situazioni in cui, nonostante il *monitoring* e il *bonding*, comunque c'è un disallineamento tra le azioni compiute dall'agente e quelle che invece avrebbero rispettato gli interessi del principale.

Secondo Murphy (1998), i costi di agenzia sono legati alla percentuale del valore dell'output destinato al manager: se l'agente ricevesse il 100% di questo valore, i suoi interessi coinciderebbero perfettamente con quelli del principale; al diminuire della percentuale e al conseguente disallineamento degli interessi, segue l'aumentare dei costi di agenzia.

La soluzione avanzata per attenuare il problema dell'agente è proprio quella di allineare gli interessi delle parti, in particolare attraverso degli incentivi alla remunerazione che consentano al manager di trarre un vantaggio a seguito, ad esempio, del conseguimento di determinati obiettivi o, più generalmente, dell'aumento della performance. È chiaro che la realizzazione di tali risultati debba essere monitorata dagli organi di gestione e controllo.

1.3 Performance dell'azienda

Per misurare la performance di un manager esistono numerosi strumenti, molti dei quali si basano sulla performance dell'azienda.

Uno tra i più utilizzati è il bilancio, che, attraverso un'attenta analisi, può restituire un'idea abbastanza chiara dell'andamento economico dell'azienda. Solitamente le voci maggiormente monitorate sono: ricavi, utile (lordo e netto), EBITDA, ROI, ROE, ROA e ROS². Il bilancio d'esercizio, però, è composto da dati riferiti all'anno precedente e quindi non consente di avere un controllo estemporaneo sull'attività. Secondo Dechow e Sloan (si veda Murphy, 1998, p.14) i profitti misurati attraverso i bilanci sono, infatti, riferiti solamente al passato e, soprattutto,

² EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization; ROI: Return On Investments; ROE: Return On Equity; ROA: Return On Assets; ROS: Return On Sales.

spingono il manager a intraprendere prevalentemente azioni con effetti nel breve periodo. I dati, inoltre, come conferma Healy (si veda Murphy, 1998, p.14), possono essere facilmente manipolati dal manager con non troppa difficoltà.

Anche il prezzo delle azioni dell'azienda può essere utilizzato per valutare la performance del manager. È da sottolineare, però, come tale dato sia influenzato da numerosi fattori, alcuni dei quali effettivamente attinenti all'operato del CEO, altri totalmente al di fuori del suo controllo. Ad esempio, la recente pandemia ha causato notevoli fluttuazioni dei mercati. Una differenza importante nell'utilizzo di questo strumento, rispetto a quello dei valori contabili, consiste nel fatto che il valore delle azioni non guarda tanto al passato, ma piuttosto, come evidenziano Devers et al. (2007), rappresenta la percezione che hanno gli investitori del possibile valore futuro dell'azienda. Potrebbe, infatti, essere sufficiente anche solo l'annuncio dell'intenzione di voler intraprendere una certa strategia a far crescere il valore delle azioni.

Un altro elemento da valutare può essere il raggiungimento, o meno, degli obiettivi stabiliti dal CdA. In questo caso forse più che negli altri emergono le asimmetrie informative tra le due parti. Da un lato, infatti, è difficile stabilire degli obiettivi che siano effettivamente coerenti e che presuppongano un certo grado di impegno da parte del manager, dall'altro può essere, invece, facile per il CEO trovare "giustificazioni" per gli obiettivi non raggiunti.

Il confronto con altre aziende dello stesso settore può essere molto utile allo scopo, dato che permette una valutazione non in valore assoluto ma in valore relativo. Anche in questo caso, però, si deve tenere conto di eventuali fattori esterni, anche *firm-specific*.

In ogni caso, nessuno degli strumenti elencati, se utilizzato singolarmente, consente di effettuare un controllo adeguato sulle azioni del manager. È invece opportuno servirsi di una combinazione di più strumenti e più strategie, che sia in grado di restituire una visione abbastanza chiara da permettere al CdA di prendere le dovute decisioni e i dovuti provvedimenti, quando necessario.

1.4 Rischio

Occorre fare una distinzione tra rischio sistematico e rischio specifico. Il primo, il rischio sistematico, si riferisce all'intero mercato, è sostenuto ugualmente da tutti gli investitori e non può essere mitigato attraverso la diversificazione. Il rischio specifico invece, come si può intendere anche dal nome, si riferisce unicamente alle singole aziende, industrie o settori e può essere diversificato. Secondo Jin (2002), mentre il rischio sistematico è ugualmente costoso sia per il manager che per gli shareholders, il rischio specifico è facilmente eliminabile per questi ultimi, in quanto hanno la possibilità di diversificare i propri investimenti. Al contrario, il CEO è più soggetto al rischio specifico, dato che probabilmente gran parte del suo *income* dipende

direttamente dall'andamento dell'azienda, sia a causa del suo stipendio sia per la grande quantità di *stock* detenute e non diversificabili. Come si approfondirà in seguito, infatti, parte degli incentivi concessi al manager sono costituiti proprio da *stock* dell'azienda e devono essere detenuti dal CEO almeno per un determinato lasso di tempo. È quindi suo diretto interesse mantenere un certo livello di performance e, soprattutto, non far oscillare eccessivamente il prezzo delle azioni. Di conseguenza, come sottolineano Wiseman e Gomez-Mejia (1998), potrebbe decidere di evitare di intraprendere operazioni rischiose, riducendo il possibile guadagno per l'azienda e, inevitabilmente, accrescendo i costi di agenzia.

1.5 Composizione della remunerazione del manager

Il manager, in cambio delle sue prestazioni, riceve un compenso, costituito da vari elementi, alcuni a base fissa, altri variabile. A seguire l'elenco delle voci che, secondo Murphy (1998), costituiscono la comune remunerazione di un CEO:

- Salario base;
- Bonus;
- *Stock option*;
- *Restricted stock*;
- Altre forme di remunerazione.

1.5.1 Salario base annuo

La paga base annua, come detto in precedenza, è solitamente proposta dall'ufficio risorse umane, valutata dalla *compensation committee* e infine approvata dal CdA.

Spesso l'ammontare viene determinato anche attraverso il *benchmarking*, ovvero grazie al confronto con le paghe medie delle altre aziende del settore. Per mantenere un salario competitivo, che consenta di limitare il rischio di *exit* da parte del manager, è necessario stabilire un livello di remunerazione che sia almeno equivalente, se non superiore, a quello medio. Di conseguenza, dato che anche le altre aziende possono basarsi sul *benchmarking*, ogni sondaggio successivo determina un salario base medio maggiore rispetto al sondaggio precedente. Questo processo ha portato ad un continuo aumento dei salari. Come si può vedere dalla tabella della figura 1.2, nonostante il valore percentuale del salario base sia diminuito nel periodo di riferimento, il valore assoluto invece è aumentato.

La paga base è di fondamentale importanza perché da una parte costituisce l'unico elemento fisso della retribuzione, assicurando quindi al manager un compenso anche in caso di performance negative, dall'altra molte componenti variabili si esprimono in percentuali di

questa. Murphy (1998, p.10) sostiene, infatti, che “un manager avverso al rischio preferirà sempre un aumento del salario base piuttosto che di un bonus o di una componente variabile”.

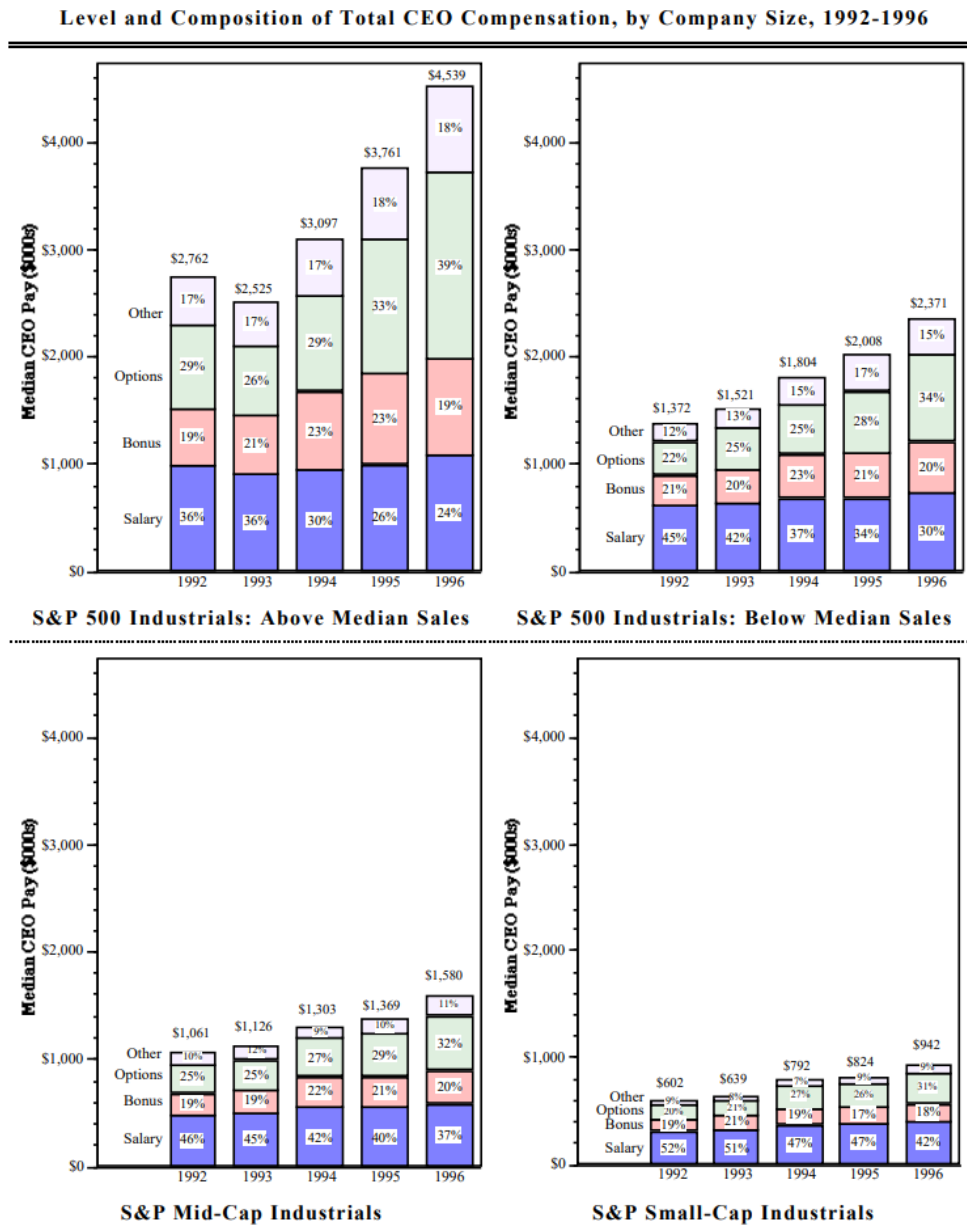


Figura 1.2 Fonte: Murphy, 1998.

1.5.2 Bonus

Il più delle volte il manager, come anche altri dipendenti, oltre al salario annuo, percepisce dei bonus a seguito del raggiungimento di determinati risultati. Si tratta, quindi, di premi con lo scopo di aumentare le performance e sono strutturati come segue:

- si stabilisce il livello di performance desiderato, il *performance standard*, al raggiungimento del quale viene corrisposto il *target bonus*;

- si stabilisce un livello minimo di performance, il *performance threshold*, da dover raggiungere per poter ricevere il bonus minimo, espresso solitamente in percentuale del *target bonus*;
- si stabilisce il valore massimo che il bonus può raggiungere, il *bonus cap*, espresso solitamente in percentuale o in multiplo del *target bonus*.

In questo modo, per ricevere il bonus minimo è necessario raggiungere almeno un certo livello di performance. La zona compresa tra il *threshold* e il *cap* è denominata *incentive zone*, perché al suo interno, all'aumentare del livello di performance aumenta anche il valore del bonus, ma fino ad un limite, il *cap*, per evitare di dover concedere, in casi particolari, bonus eccessivamente alti.

1.5.3 *Stock option*

Le *stock option* costituiscono un elemento molto importante della remunerazione del manager perché, oltre ad essere una forma di incentivo molto efficace, possono consentire, al momento del loro esercizio, un introito elevato.

Le *stock option* sono una forma di contratto con il quale viene data al beneficiario (il manager) la possibilità di acquistare un determinato quantitativo di azioni dell'azienda a un determinato prezzo. Il processo si svolge in tre fasi:

- *granting period*: si stabiliscono la quantità di azioni che potranno essere acquistate, il relativo prezzo, lo *strike price*, e il periodo in cui potrà essere esercitata l'opzione;
- *vesting period*: è il periodo di maturazione, da quando l'opzione è stata concessa fino alla *vesting date*, la data a partire dalla quale l'opzione potrà essere esercitata;
- *exercising period*: è il periodo durante il quale il beneficiario può esercitare l'opzione, va dalla *vesting date* fino alla data di scadenza.

Dal momento in cui l'opzione viene assegnata fino al suo esercizio non si ricevono dividendi, perché effettivamente ancora non si è in possesso dello *stock* di azioni. Il guadagno, per il beneficiario, deriva dalla differenza tra il valore delle azioni al momento di esercizio dell'opzione e lo *strike price*. Lo scopo delle *stock option*, infatti, è proprio quello di incentivare il manager non solo ad aumentare le performance, ma anche ad aumentare il livello di rischio intrapreso. Con l'aumentare del rischio, infatti, aumenta la volatilità del prezzo delle azioni, la quale, secondo gli studi di Black e Scholes e di Sharpe (si veda Devers et al. 2007, p.1030) aumenta, conseguentemente, il valore delle *stock option*.

Lo *strike price* il più delle volte corrisponde al valore delle azioni il giorno del *granting date*, anche se può accadere che venga stabilito un prezzo inferiore, per consentire al manager di

avere comunque un plusvalore al momento dell'esercizio dell'opzione, anche senza aver incrementato il valore delle azioni, o che, se quest'ultimo non è cresciuto abbastanza o è addirittura sceso, lo *strike price* venga rinegoziato.

1.5.4 Restricted stock

Diversamente dalle *stock option*, che permettono al manager di acquistare le azioni, in questo caso le azioni vengono direttamente assegnate, solitamente come premio per il raggiungimento di determinati obiettivi. Sono *restricted* perché sono sottoposte a determinati limiti: normalmente non possono essere vendute prima di un determinato lasso di tempo (*vesting period*) o possono essere concesse solo al raggiungimento di una certa anzianità aziendale. Murphy (1998) ha rilevato che nel 1996 le *restricted stock* hanno costituito il 22% della remunerazione dei manager che le hanno ricevute. Nello stesso anno, tra le aziende del S&P500, circa il 28% ha offerto *restricted stock* ai propri manager.

Come si vedrà più avanti, i premi in azioni aumentano l'avversione al rischio del CEO.

1.5.5 Altre forme di remunerazione

La remunerazione totale del manager può comprendere anche altri elementi oltre a quelli sopra elencati, ma spesso non è semplice quantificare il loro valore, anche a causa delle politiche di *disclosure*. È il caso, ad esempio, dei piani di incentivi a lungo termine, strutturati con lo scopo di spingere il CEO a non concentrarsi solo sui risultati di breve periodo ma anche su quelli di medio e lungo periodo, o dei piani pensione.

Infine, un'altra componente importante è costituita dai cosiddetti *fringe benefits*, una forma di remunerazione in natura che può includere una vasta gamma di prodotti. Possono rientrare nella categoria di *fringe benefits*, ad esempio, l'auto aziendale, il cellulare aziendale, il corporate jet, l'iscrizione a particolari club, etc.

Capitolo 2. Gli incentivi alla performance e al rischio

2.1 *Pay-performance sensitivity*

Lo scopo degli incentivi alla remunerazione, come già anticipato, è quello di allineare gli interessi dell'azienda con quelli del manager. La *pay-performance sensitivity*, definita anche *delta*, può essere considerata una misura di tale allineamento, in quanto indica quanto la remunerazione del manager è legata alla sua performance o a quella dell'azienda in cui lavora. Per quantificarla, molti studiosi la misurano come la variazione in denaro della ricchezza del manager per ogni variazione di 1.000 dollari della ricchezza degli shareholders. Ad esempio, Jensen e Murphy (1990) la stimano a circa \$3,25 per \$1.000, mentre Aggarwal e Samwick (1999), prendendo in considerazione anche la varianza della performance, hanno stimato un valore discretamente maggiore, tra i \$6,59 e i \$14,52 per \$1.000.

Le tabelle delle figure 2.1 e 2.2 evidenziano come la *pay-performance sensitivity* non solo vari notevolmente da settore a settore, ma anche in relazione alle dimensioni dell'azienda, in particolare diminuendo all'aumentare del giro di affari. Questo dato, in effetti, è perfettamente coerente: se così non fosse, infatti, i CEO delle aziende più grandi riceverebbero una remunerazione totale eccessivamente elevata.

Per approfondire l'influenza che gli incentivi alla remunerazione hanno sulla performance occorre fare una distinzione tra quelli *time-based*, che si realizzano una volta trascorso un certo lasso di tempo, e quelli *performance-vesting*, che si realizzano in seguito al raggiungimento di determinati obiettivi o standards.

Gli incentivi *time-based* sono strutturati fondamentalmente con la finalità di scongiurare l'allontanamento del manager dall'azienda, che può avvenire per svariati motivi, anche semplicemente a causa di una migliore offerta di lavoro. Obiettivo del Consiglio di Amministrazione, invece, è quello di assicurare una certa stabilità all'azienda. È da sottolineare che un manager pronto ad abbandonare la propria posizione da un momento all'altro certamente non sarà molto propenso ad intraprendere strategie di lungo periodo.

Gli incentivi *performance-vesting*, invece, possono essere considerati più diretti: sono strutturati con lo scopo preciso di raggiungere determinati obiettivi di breve, medio e lungo periodo.

Nello studiare la *pay-performance sensitivity*, devono essere tenute in considerazione le caratteristiche sia degli strumenti utilizzati per misurare la performance sia delle varie componenti della remunerazione del manager. Partendo dalle prime, vanno approfondite, in particolare, le conseguenze dell'utilizzo dei bilanci. Dagli studi di Murphy (1998), infatti, risulta che sul campione analizzato di 177 aziende, ben 161 di queste utilizzano almeno una

voce di bilancio per misurare la performance. In questo contesto può essere molto rilevante lo *short-termism*, accennato nel precedente capitolo, ovvero la tendenza del manager a perseguire gli obiettivi di breve termine, perché per lui più remunerativi, a discapito del buon andamento dell'azienda nel lungo termine. Un obiettivo di bilancio, infatti, spinge il manager a trovare soluzioni per poter aumentare i profitti o ridurre le spese, ma entro la scadenza dell'anno contabile. Ad esempio, potrebbe essere più propenso a ridurre l'investimento in Ricerca e Sviluppo, rinunciando quindi a potenziali guadagni futuri.

Median Pay-Performance Sensitivities for S&P 500 CEOs, by Industry, 1992-1996

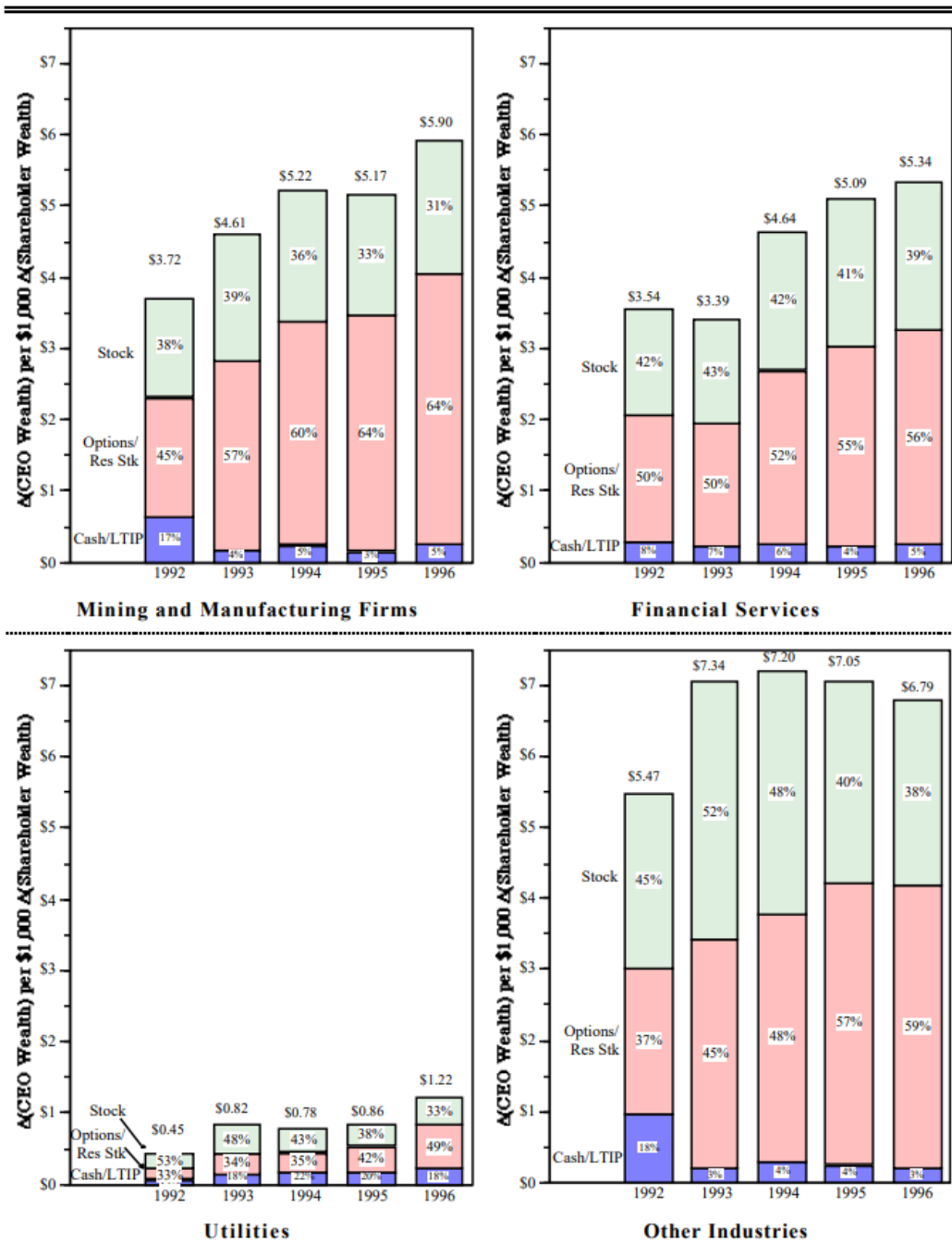


Figura 2.1. Fonte: Murphy, 1998.

Median CEO Pay-Performance Sensitivities, by Company Size, 1992-1996

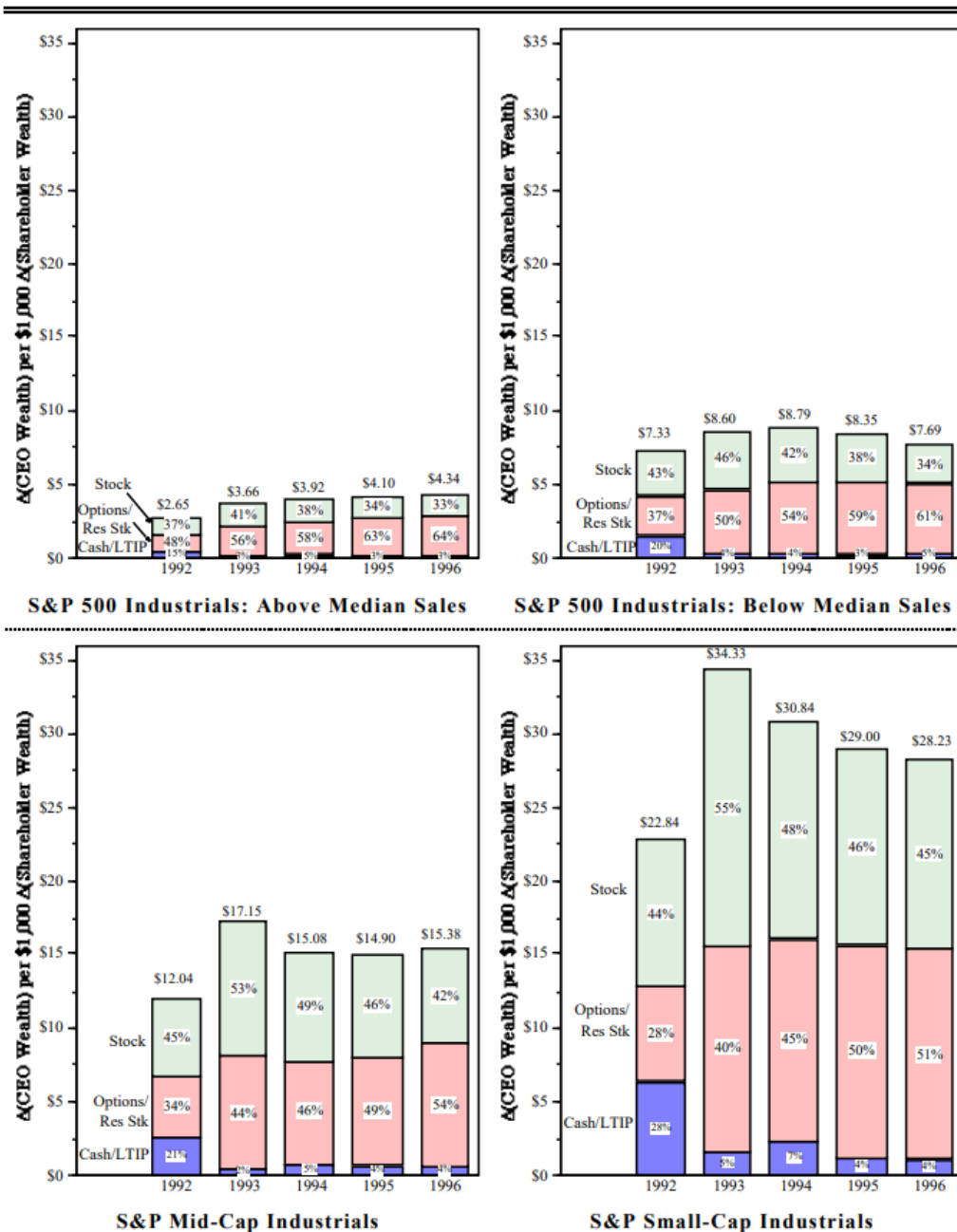


Figura 2.2. Fonte: Murphy, 1998.

Molto diffusa è anche la pratica dell'*income smoothing*, in particolare quando vengono stabiliti degli standard di performance annuali. Secondo Murphy (2000), infatti, quando questi ultimi si basano sulla performance dell'anno precedente, il manager potrebbe essere incentivato a ridurre i profitti dell'anno in corso, per evitare un incremento dello standard da raggiungere l'anno successivo. Questo scopo viene raggiunto, ad esempio, variando i periodi di competenza di determinate spese o ricavi.

Una pratica simile a quella appena descritta è quella del *big bath*, tramite la quale il manager, trovandosi in un periodo contabile sfavorevole, decide di manipolare i bilanci per farlo risultare ancora più sfavorevole, a vantaggio del periodo successivo, che risulterà, invece, più

favorevole. Lo scopo è duplice: da un lato il manager dimostra agli investitori di essere stato in grado di superare un periodo negativo, dall'altro, attraverso i risultati contabili "gonfiati", potrebbe ottenere anche dei bonus.

Murphy (2000), nel suo studio, dimostra che le pratiche di *income smoothing* sono più frequenti nelle aziende che utilizzano misure della performance basate sui bilanci, rispetto a quelle che utilizzano altri strumenti *market-based*.

Per quanto riguarda, invece, le componenti della remunerazione, vanno tenuti in considerazione alcuni aspetti. Come si può notare dalle tabelle delle immagini 2.1 e 2.2, la *pay-performance sensitivity* è determinata quasi totalmente da *stock* e *stock option*. Nonostante questo, la componente in denaro ha comunque il suo peso. Il salario, come già detto in precedenza, può fungere da base di calcolo per i bonus. Di conseguenza, un aumento dello stipendio annuo, in presenza di altre forme di remunerazione con la funzione di incentivi, può portare ad un incremento ancora maggiore della retribuzione totale e può, quindi, certamente influenzare la propensione del manager a rimanere nell'azienda più a lungo.

Bonus, *stock* e *stock option* hanno in comune il fatto di essere concessi al verificarsi di un evento prestabilito, come il raggiungimento di un determinato obiettivo o lo scadere di un termine temporale. Tuttavia, gli effetti delle ultime due componenti si protraggono anche nel lungo termine e, infatti, sono quelle che influenzano maggiormente la *pay-performance sensitivity*, come confermano anche Devers et al. (2007). Attraverso *stock* e, in particolare, *restricted stock*, si favorisce l'allineamento di interessi tra il manager e gli shareholders. Questi incentivi, infatti, consentono al CEO di possedere effettivamente una porzione dell'azienda, seppur in una frazione solitamente minima rispetto al totale. Maggiore è il peso delle azioni all'interno del suo portafoglio di investimento, tanto più il manager sarà interessato al buon andamento e alla stabilità dell'azienda. Inoltre, il guadagno derivante dal possesso delle azioni dell'azienda, *restricted* o meno, si realizza non solo in seguito all'aumento del prezzo delle stesse, ma anche grazie ai dividendi. Le *stock option*, al contrario, teoricamente non dovrebbero dare al manager il diritto di ricevere dividendi, non essendo effettivamente proprietario di quelle azioni durante il *vesting period*. Nella realtà dei fatti però, come evidenzia Murphy (1998), è piuttosto comune che alla data di esercizio delle opzioni il CEO riceva anche i dividendi accumulati, maggiorati degli interessi. Al di là di ciò, la concessione di *stock option* spinge il manager a concentrarsi principalmente sull'incrementare il più possibile il prezzo delle azioni, in particolare in corrispondenza della *exercise date*, così da poterne ricavare un maggior guadagno al momento della vendita. Soprattutto in passato, qualora lo *strike price* stabilito non consentisse al manager un sufficiente guadagno, non era infrequente il fenomeno del *repricing* delle opzioni, anche per non annullare l'effetto incentivante delle stesse. Questa pratica, secondo gli studi di Crystal e

Foulkes e di Saly (si veda Murphy, 1998, p.16), è diminuita drasticamente dopo il 1988, in parte a causa degli obblighi di divulgazione stabiliti dal SEC (Securities and Exchange Commission), anche se tali obblighi possono essere opportunamente aggirati attraverso la semplice emissione di nuove opzioni, senza l'annullamento delle precedenti.

2.2 Pay-risk sensitivity

La *pay-risk sensitivity*, definita anche *vega*, misura il legame tra la remunerazione del manager e il livello di rischio intrapreso e può essere quantificata, ad esempio come fanno DeYoung et al. (2013), come la variazione in denaro della ricchezza del manager per ogni variazione di 0,01 unità della volatilità dello *stock return*.

Le due componenti che maggiormente influenzano la propensione al rischio del manager sono *stock*, e *stock option*. La prima, nel caso in cui costituisca una quota rilevante del portafoglio di investimento del CEO, causa un aumento del suo livello di avversione al rischio: il manager, infatti, se l'azienda dovesse perdere valore in borsa o, nella situazione peggiore, dovesse fallire, non solo perderebbe quella che, solitamente, è la sua principale fonte di guadagno, ma anche tutto il denaro "congelato" in forma di *stock*. Di conseguenza, sarà meno incline ad intraprendere azioni rischiose, perché la potenziale perdita, per il manager, supererebbe il potenziale guadagno. Infatti, la struttura del piano di remunerazione del CEO, qualora il CdA ritenesse troppo elevato il livello di rischiosità intrapreso, può essere modificata, aggiungendo una maggiore quantità di *stock*, appositamente per aumentare la sua avversione al rischio.

Anche le *stock option* consentono un maggiore allineamento di interessi tra il manager e gli shareholders, ma, come riporta Sanders (2001), in maniera diversa rispetto alle *stock*. Secondo l'autore, infatti, le prime possono spingere il CEO ad intraprendere strategie più rischiose. Questo perché incentivano il manager a concentrarsi principalmente sulla crescita del prezzo delle azioni e quindi sulla sua variabilità, al contrario del possesso di *stock*, che invece lo spinge a ricercarne una maggiore stabilità. Di conseguenza, *stock* e *stock option*, se dosate correttamente, sono in grado di influenzare la propensione al rischio del manager, in particolare le prime di diminuirla e le seconde di aumentarla. Tuttavia, in determinate circostanze, possono avere anche l'effetto opposto: come riportano Lambert et al. (1991), infatti, maggiore è la probabilità che le *stock option* finiscano "*in the money*" (ovvero che permettano al beneficiario di riceverne un guadagno al momento dall'esercizio) minore è l'effetto positivo che avranno sulla propensione al rischio, fino al punto in cui tale effetto si ribalterà, andando quindi ad aumentare l'avversione al rischio.

2.3 Le conseguenze dell'utilizzo di incentivi

L'utilizzo di un piano di remunerazione composto da elementi incentivanti può comportare una serie di conseguenze. Tra queste, l'*income smoothing* e, più in generale, le pratiche di *earnings management*. Il manager, infatti, come riportano anche Guidry et al. (1999), in caso di un piano di incentivazione che premia i risultati ottenuti a livello di bilancio, è più propenso ad eseguire tali pratiche, spinto dal desiderio di aumentare i profitti personali.

Secondo Callaghan et al. (2004) i manager spesso hanno il potere di decidere la *granting date* delle *stock option*, stabilendo quindi indirettamente il prezzo di acquisto delle opzioni. Inoltre, i CEO potrebbero essere in grado anche di determinare la data dei *repricing* delle opzioni. Gli autori, infatti, hanno trovato una correlazione con il rilascio di buone e cattive notizie: sembra che i CEO programmino i *repricing* dopo aver rilasciato cattive notizie, per avere uno *strike price* più basso, e prima di rilasciarne di buone, così da trarre beneficio dal conseguente aumento di prezzo.

Un'altra conseguenza riguarda una caratteristica, comune sia al *delta* che al *vega*, definita da DeYoung et al. (2013) come *downward stickiness*. Secondo gli autori, la *pay-performance sensitivity* e la *pay-risk sensitivity* sarebbero relativamente facili da incrementare, ma difficili da mitigare. Questo perché gli incentivi che includono *stock* e *stock option* solitamente agiscono nel medio-lungo termine, non nel breve. Le opzioni generalmente hanno una durata di dieci anni, quindi, non essendo possibile forzare il manager né a rinunciarvi né ad esercitarle anticipatamente, il Consiglio di Amministrazione desideroso di cambiare strategia, magari per ridurre il livello di rischio, deve tenere in considerazione la loro influenza. Allo stesso modo, anche le azioni detenute dal CEO, finché rimangono nel suo portafoglio, continuano ad influenzare tanto la sua avversione al rischio quanto la performance. Per questi motivi la sensibilità della performance e del rischio rispetto alla remunerazione è più facile da incrementare, emettendo nuove opzioni o concedendo *stock*, che da diminuire. Di conseguenza, viene a verificarsi quello che può essere definito *ratchet effect*, o “effetto cricchetto”: per mitigare o cercare di invertire l'effetto degli incentivi in uso, in particolare *stock* e *stock option*, non essendo possibile dismetterli è necessario emetterne di nuovi. È possibile, quindi, procedere in una sola direzione. In aggiunta, è da sottolineare che un elevato livello di incentivazione può portare ad una minore efficacia degli incentivi stessi: ad esempio, la mancata diversificazione del portafoglio del manager e quindi la sua eccessiva esposizione all'andamento dell'azienda possono inibire l'effetto che normalmente ha la concessione di nuove opzioni sul livello di rischio intrapreso, spingendo il CdA a rafforzare ancor di più il piano di incentivi. Queste dinamiche hanno portato ad un aumento continuo del livello di incentivazione del manager e, conseguentemente, della sua remunerazione. Il grafico della figura 2.3 mostra non solo la rapida

crescita della *total realized pay* dei CEO, ma anche come questa abbia stimolato l'interesse di numerosi autori. Molti, infatti, si sono posti delle domande in merito a tale crescita, sia per una questione etica di equità salariale sia per comprendere l'efficacia e l'efficienza di incentivi tanto elevati. Riguardo al primo punto ci si potrebbe chiedere quanto sia giusto che un CEO abbia un livello di remunerazione notevolmente maggiore rispetto a quello di un dipendente medio all'interno della stessa azienda. Il grafico della figura 2.4 fornisce l'andamento del rapporto tra le medie annue delle due remunerazioni dal 1970 al 1996, prendendo in analisi tutti i CEO del S&P 500. Nello specifico, viene fatta la distinzione, per la remunerazione del CEO, tra salario base più bonus e *total realized pay*, ovvero la somma di tutte le componenti percepite nell'anno di riferimento, comprese le opzioni esercitate. Tale disparità, come sottolinea Murphy (1998), può avere tanto degli effetti positivi, incentivando i dipendenti dell'azienda ad aumentare il proprio impegno e la propria efficienza, con la speranza di ricevere promozioni e, quindi, salari più elevati, quanto effetti negativi, sia dal punto di vista psicologico, con conseguenze sulla produttività, che del turnover. I lavoratori, infatti, percependo come un'ingiustizia una differenza salariale tanto elevata, potrebbero essere più propensi a cercare un impiego altrove. Secondo Przychodzen e Gómez-Bezares (2021) però, le conseguenze di un pay-gap elevato sulla produttività possono essere ambigue, a causa della contemporanea contrapposizione tra gli effetti negativi della inequità e quelli positivi della competizione. Dal loro studio, infatti, rilevano che nel caso di una differenza retributiva eccessivamente elevata si ha sicuramente un effetto totale negativo, ma da valori intermedi potrebbe invece risultare un aumento della produttività, in particolare nel settore finanziario.

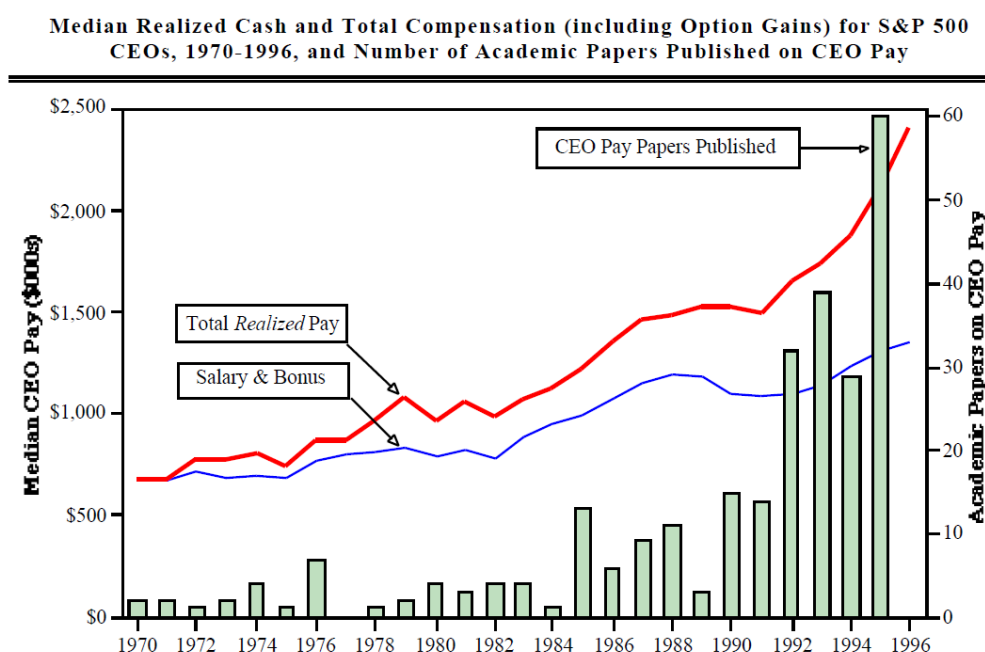


Figura 2.3. Fonte: Murphy, 1998.

Ratio of Average CEO Pay to Average Pay for Production Workers, 1970-1996

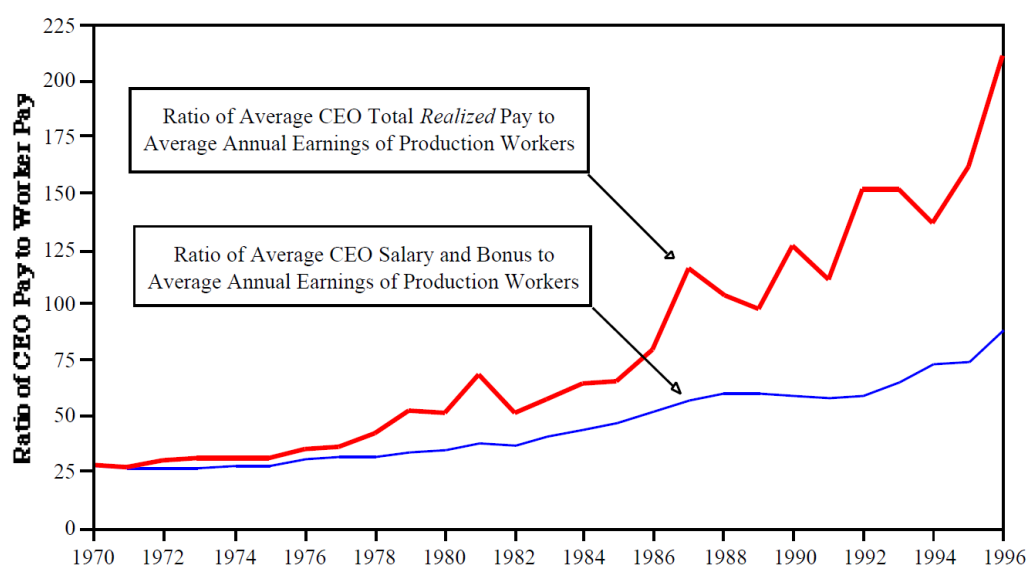


Figura 2.4. Fonte: Murphy, 1998.

2.4 L'efficacia degli incentivi

Nel corso degli anni numerosi studiosi si sono dibattuti circa l'efficacia degli incentivi ai manager, giungendo però spesso a conclusioni contrastanti. Murphy (1998), ad esempio, ritiene che, nonostante *stock* e *stock option* siano le componenti che più influenzano la *pay-performance sensitivity*, rimane comunque complesso determinare se l'aumento della quantità di tali elementi possa effettivamente condurre ad un maggior allineamento di interessi tra gli shareholders e il manager o, più in generale, ad un maggior impegno di quest'ultimo.

Alcuni autori, come Morck, Shleifer, e Vishny (si veda Guay et al. 2001, p.21), ritengono che gli incentivi al CEO e le azioni da lui detenute non siano sufficienti ad influenzare propriamente la performance dell'azienda. A queste argomentazioni Guay et al. (2001) rispondono che se così fosse, allora esisterebbe una correlazione tra la remunerazione e la performance e, di conseguenza, sarebbe sufficiente semplicemente aumentare il peso degli incentivi per ottenere maggiori risultati.

Lo studio di Hall e Liebman (1998) contraddice fortemente l'ipotesi dell'inefficienza degli incentivi e dimostra, invece, una forte correlazione tra la remunerazione totale del CEO e la performance dell'azienda.

Secondo Anderson et al. (2000) la performance non è influenzata unicamente dall'effetto individuale delle varie componenti della remunerazione, ma anche dall'effetto cumulato totale derivante dalle loro interrelazioni.

Anche Bitler et al. (2005) con la loro ricerca dimostrano un'associazione tra gli incentivi e l'impegno dei manager, dalla quale derivano una correlazione tra la quantità di *stock* detenuto e la performance dell'azienda.

Guay et al. (2001) ritengono che attraverso la contrattazione sia possibile stabilire un livello ottimale di azioni detenute dal CEO, raggiunto il quale non sarebbe possibile provocare un aumento della performance solo aumentandone ulteriormente la quantità. Tuttavia, il piano di incentivi, per mantenere la sua perfetta efficacia, dovrebbe essere continuamente ricontrattato, il che però non sarebbe possibile a causa dei costi di transazione. Secondo gli autori, quindi, al di là dei periodici riallineamenti, il livello di incentivazione del manager ha la tendenza ad allontanarsi dal suo valore ottimale.

Anche Core e Larcker (2002) ritengono che esista un livello ottimo di equilibrio di azioni possedute dal manager, raggiunto il quale non c'è correlazione con la performance aziendale. Tale correlazione, però, secondo gli autori, si manifesterebbe qualora, trovandosi al di sotto del livello di equilibrio, venisse richiesto al CEO di aumentare la quantità di *stock* detenuto.

Sebbene molti autori abbiano concordato sulla minore efficacia delle componenti *cash based* della remunerazione, Matolcsy e Wright (2011), invece, con il loro studio hanno dimostrato che tutti gli incentivi, sia *cash based* che *equity based*, possono incrementare la performance, a patto che la struttura della retribuzione sia consistente con le caratteristiche dell'azienda: più quest'ultima è grande e decentralizzata, maggiore deve essere la componente *equity*, per far fronte ai maggiori costi di agenzia.

In ogni caso, è da tenere in considerazione che i manager possono essere influenzati da fattori esterni all'azienda, anche più personali, come eventi, esperienze e valori. Tali elementi, come sottolineano Wowak e Hambrick (2010), nell'insieme possono portare ad un disallineamento tra l'effetto desiderato dal piano di incentivazione e l'effettivo operato del manager e quindi ad una inefficienza della struttura retributiva. Tale inefficienza, avvertono gli autori, potrebbe indurre il CdA non a trovare delle soluzioni specifiche che si adattino alle varie caratteristiche del CEO ma, invece, semplicemente ad incrementare gli incentivi in uso.

2.5 Gli incentivi nel settore bancario

Le politiche di remunerazione dei manager delle banche sono state oggetto di numerosi studi, in particolare a seguito della crisi del 2007-2009. Per avere un quadro più chiaro, però, è necessario tenere in considerazione il fatto che a partire dagli anni '80 sono state emanate una serie di leggi per deregolamentare il settore bancario. Tra i provvedimenti più rilevanti si

possono nominare: il Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act del 1980³; il Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act del 1994⁴; il Gramm-Leach-Bliley Act del 1999⁵; la Voluntary Regulation del 2004⁶.

Alcuni autori si sono interrogati circa l'efficacia di tali provvedimenti, elaborando delle ipotesi, tra cui:

- La *deregulation hypothesis*, formulata da Crawford et al. (1995), secondo la quale la deregolamentazione ha portato ad un incremento della *pay-performance sensitivity* dei CEO delle banche;
- La *contracting hypothesis*, formulata da Smith e Watts (1992), secondo la quale sono le nuove opportunità di crescita che influenzano la *pay-performance sensitivity*.

Crawford et al. (1995), nel loro studio prendono in esame la correlazione tra la performance delle banche e la remunerazione dei CEO tra il 1976 e il 1988, per poterne verificare la variazione pre e post deregolamentazione. Gli autori hanno rilevato che effettivamente si è verificato un aumento della *pay-performance sensitivity* nel periodo di riferimento e che tale aumento non è da associare al trend di crescita che ha colpito anche gli altri settori (come precedentemente evidenziato in questo elaborato), quanto piuttosto alla deregolamentazione del settore bancario.

Smith e Watts (1992) ritengono che una maggiore regolamentazione diminuisca le opportunità di investimento dell'azienda, in questo caso la banca, rendendo, quindi, più semplice, nell'ottica dell'*agency theory*, il *monitoring* delle azioni del CEO da parte degli shareholders. Di conseguenza, concludono gli autori, dato che una minore regolamentazione comporta invece maggiori opzioni per il manager e quindi un *monitoring* più difficile, il CdA è più propenso ad implementare piani di remunerazione più fortemente legati alla performance. Tale risultato è stato successivamente confermato anche da Crawford et al. (1995), secondo i quali la maggiore discrezionalità dei manager causata dalla deregolamentazione è associata a livelli maggiori di *pay-performance sensitivity*.

Crawford et al. (1995) introducono, inoltre, la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) *hypothesis*, secondo la quale i manager sarebbero stati propensi a trasferire il rischio degli investimenti dagli shareholders alla FDIC e, di conseguenza, ai contribuenti. Nel 1980, infatti, la copertura assicurativa dei detentori di conti (debtholders) presso le banche americane, fornita

³ Ha incrementato la copertura assicurativa sui depositi da 40.000 a 100.000 dollari e ha rimosso i massimali dei tassi di interesse sui prestiti.

⁴ Ha ridotto le restrizioni sulle banche interstatali, favorendone la diffusione.

⁵ Ha permesso l'unione di banche commerciali, banche d'investimento e compagnie assicurative e quindi la creazione delle "Financial Holding Companies".

⁶ Il SEC, attraverso un sistema di *disclosure* volontaria, ha permesso alle banche di investimento di diminuire il capitale di riserva e aumentare la leva finanziaria (Sherman, 2009).

appunto dalla FDIC, è passata da 40.000 dollari a 100.000 dollari, instaurando nei debtholders la convinzione di non dover sopportare alcun rischio rimanendo al di sotto di quella soglia. Di conseguenza, non erano incentivati a monitorare la rischiosità degli investimenti effettuati dal CEO della propria banca. Secondo la *FDIC hypothesis*, quindi, il mancato *monitoring* da parte dei debtholders insieme alla maggiore propensione al rischio degli shareholders, causata anch'essa dalla copertura del FDIC, avrebbe provocato una crescita della *pay-performance sensitivity*, per incentivare i manager ad effettuare investimenti più rischiosi e, potenzialmente, più remunerativi. Tuttavia i risultati dello studio di Crawford et al. (1995) non hanno dato piena conferma dell'ipotesi, ma hanno comunque rilevato, nelle banche meno capitalizzate, una *pay-performance sensitivity* più elevata, un aumento di quest'ultima in seguito alla deregolamentazione e, sempre nelle *low-cap banks*, un aumento dell'utilizzo di *stock option*. Anche DeYoung et al. (2013), dopo la crisi del 2007, si sono chiesti come la deregolamentazione abbia influito sulla composizione della remunerazione dei manager delle banche e sul livello di rischiosità dei loro investimenti e sono giunti a dei risultati interessanti: come Crawford et al. (1995) e Smith e Watts (1992) confermano che la deregolamentazione abbia permesso l'apertura del settore bancario a nuove opportunità di investimento, incentivate dai CdA attraverso dei piani di remunerazione dei CEO più mirati che ne hanno, però, aumentato la *pay-risk sensitivity*, *vega*. Dal grafico della figura 2.5 si può vedere come tra il 1994 e il 2006 il *vega* nel settore bancario sia cresciuto maggiormente rispetto a quello del settore industriale.

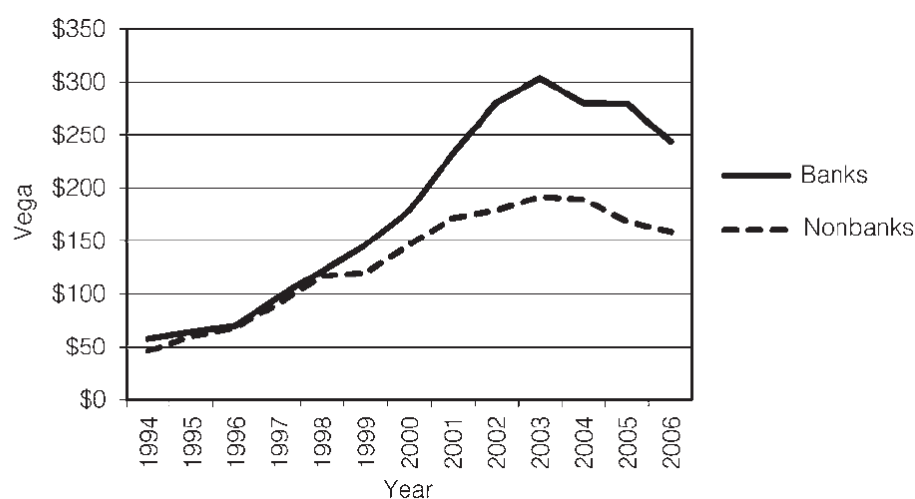


Figura 2.5. Fonte: DeYoung et al., 2013.

DeYoung et al. (2013), inoltre, riguardo alle strategie del CdA in caso di livelli di rischio troppo elevati, hanno formulato le ipotesi “*vega feedback*” e “*delta feedback*”: secondo la prima, il CdA reagisce riducendo gli incentivi al rischio e, di conseguenza, il *vega*; secondo l'altra,

invece, incrementando la *pay-performance sensitivity, delta*. Gli autori hanno ottenuto risultati consistenti con entrambe le ipotesi, anche se il *vega feedback* è risultato assente nelle banche più grandi, in quelle con maggiori opportunità di crescita e in quelle con una storia di forti incentivi al rischio per il CEO (DeYoung et al., 2013, p.195).

Houston e James (1995) si sono posti l'obiettivo di determinare se le politiche di remunerazione dei manager delle banche americane promuovessero un'eccessiva propensione al rischio. Dal loro studio è risultato (Houston e James, 1995, p.408), in contrasto con quanto riportato da Crawford et al. (1995), che non vi è nessuna differenza significativa nel piano di compensazione dei CEO tra le banche sottocapitalizzate e quelle adeguatamente capitalizzate né, inoltre, tra le banche considerate "too big to fail" (TBTF) e le altre di minori dimensioni. Le TBTF, a causa delle loro dimensioni e, quindi, del notevole impatto negativo che il loro fallimento avrebbe sul mercato, sono maggiormente tutelate da tale rischio, grazie al supporto del governo, e possono essere, come poi confermeranno Bai e Elyasiani (2013), maggiormente propense ad investimenti più rischiosi. Houston e James (1995) concludono il loro studio affermando che la composizione della remunerazione dei manager delle banche americane non era strutturata con lo scopo di incentivare un'eccessiva ricerca di investimenti rischiosi. Tuttavia va considerato che la loro ricerca è datata 1995. Già Bai e Elyasiani (2013), ad esempio, analizzando il *vega* dei CEO delle BHC (Bank Holding Company) tra il 1992 e il 2008, hanno riscontrato una *pay-risk sensitivity* nettamente maggiore nelle banche più grandi. Gli autori non solo associano questa maggiore propensione al rischio al supporto ricevuto dal governo, attraverso garanzie a prezzi più bassi e bailout più probabili, ma, inoltre, affermano che potrebbe considerarsi tra i fattori che hanno causato la crisi del 2007. Allo stesso modo, anche Bhagat e Bolton (2014) hanno concluso che l'eccessiva propensione al rischio dei manager, promossa dalla composizione della loro retribuzione, possa aver contribuito alla crisi del 2007.

Conclusioni

Con il presente elaborato si è voluto trattare il tema delle politiche di remunerazione dei manager e come queste influenzino il loro operato. Si è iniziato dalla descrizione dell'ambiente in cui i manager solitamente operano, le società a proprietà dispersa, e del ruolo svolto dal Consiglio di Amministrazione e *compensation committee* nel determinarne la retribuzione, anche a seguito dell'introduzione del *Say on Pay*. Si è poi approfondita la Teoria dell'Agenzia, partendo dalle prime riflessioni di Adam Smith in "La ricchezza delle nazioni" (1776), attraverso le prime formalizzazioni di Berle e Means (1932) e Jensen e Meckling (1976), fino alla visione di Murphy (1998). Successivamente sono stati trattati rischio e performance, evidenziando, in particolare, gli strumenti per misurare quest'ultima. Infine, si è fornita un'analisi degli elementi che compongono la normale remunerazione totale del manager.

Il secondo capitolo si è concentrato maggiormente sull'effetto incentivante delle componenti della retribuzione del CEO rispetto alla performance aziendale e al livello di rischio intrapreso, introducendo i concetti di *pay-performance sensitivity* e *pay-risk sensitivity*. Si sono approfondite le conseguenze dell'utilizzo di incentivi, come la maggior propensione all'*income smoothing* e al *repricing* delle opzioni e la vertiginosa crescita della remunerazione totale dei manager. Si sono poi riassunte le principali ricerche svolte con l'obiettivo di determinare l'efficacia, o meno, degli incentivi, concludendo con lo studio di Wowak e Hambrick (2010), i quali sostengono che, nel costruire il piano di retribuzione del CEO, si debbano tenere in considerazione, per quanto possibile, anche tutti quegli elementi più personali del manager che sono esterni all'azienda ma che, di fatto, ne influenzano l'operato. Infine, si è affrontato il tema della remunerazione dei CEO nell'ambito del settore bancario, evidenziando come la deregolamentazione abbia creato nuove opportunità di investimento, inducendo le banche ad utilizzare gli incentivi per spingere i manager ad intraprenderle. La conseguenza più grave è stata il notevole incremento della loro propensione al rischio, che, secondo alcuni (Bai e Elyasiani, 2013; Bhagat e Bolton, 2014), può essere considerata tra le cause della crisi del 2007.

Nonostante la più che vasta quantità di studi riguardo l'argomento trattato, si sottolinea la frequente contrapposizione di questi e, conseguentemente, la difficoltà nel trovare delle linee di pensiero comuni. In particolare, è la questione della reale efficacia degli incentivi quella che risulta più dibattuta: al di là della concordanza sul maggior peso della componente di *equity*, attraverso *stock* e *stock option*, rispetto alla componente cash based, rimane ancora poco chiaro non solo se effettivamente questi elementi, anche presi nel loro complesso, siano in grado di influenzare l'operato del manager, ma soprattutto se tale influenza sia prevedibile e calcolabile,

per permettere al Consiglio di Amministrazione e *compensation committee* di strutturare un piano di incentivazione efficace.

Si sottolinea, quindi, data anche la dinamicità dell'argomento, in continua evoluzione, la necessità di ulteriori ricerche, per comprenderne maggiormente i vari aspetti.

Riferimenti bibliografici

Adam Smith, 1904. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* [online]. *Journal of Political Economy* 13, 136–136. Disponibile su: <<https://doi.org/10.1086/251119>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Aggarwal, R.K., Samwick, A.A., 1999. *The Other Side of the Trade-off: The Impact of Risk on Executive Compensation* [online]. *Journal of Political Economy* 107, 65–105. Disponibile su: <<https://doi.org/10.1086/250051>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Anderson, M.C., Banker, R.D., Ravindran, S., 2000. *Executive Compensation in the Information Technology Industry* [online]. *Management Science* 46, 530–547. Disponibile su: <<http://www.jstor.org/stable/2661600>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Bai, G., Elyasiani, E., 2013. *Bank stability and managerial compensation* [online]. *Journal of Banking & Finance* 37, 799–813. Disponibile su: <<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.10.026>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Balsam, S., Boone, J., Liu, H., Yin, J., 2016. *The impact of say-on-pay on executive compensation* [online]. *Journal of Accounting and Public Policy* 35, 162–191. Disponibile su: <<https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.11.004>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Berle, A., Means, G., 1932. *The Modern Corporation and Private Property* [online]. Disponibile su: <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/106085/mod_resource/content/1/DCO0318_Aula_0_-_Berle__Means.pdf> [Data di accesso: 03/02/2024].

Bhagat, S., Bolton, B., 2014. *Financial crisis and bank executive incentive compensation* [online]. *Journal of Corporate Finance* 25, 313–341. Disponibile su: <<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.01.002>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Bitler, M.P., Moskowitz, T.J., Vissing-Jørgensen, A., 2005. *Testing Agency Theory with Entrepreneur Effort and Wealth* [online]. *The Journal of Finance* 60, 539–576. Disponibile su: <<http://www.jstor.org/stable/3694760>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Black, F., e Scholes, M., 1973. *The pricing of options and corporate liabilities*. In: Devers, C.E., Cannella, A.A., Reilly, G.P., Yoder, M.E., 2007. *Executive Compensation: A Multidisciplinary Review of Recent Developments* [online]. *Journal of Management* 33, 1016–1072. Disponibile su: <<https://doi.org/10.1177/0149206307308588>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Callaghan, S.R., Saly, P.J., Subramaniam, C., 2004. *The Timing of Option Repricing* [online]. *The Journal of Finance* 59, 1651–1676. Disponibile su: <<http://www.jstor.org/stable/3694874>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Core, J.E., Larcker, D.F., 2002. *Performance consequences of mandatory increases in executive stock ownership* [online]. *Journal of Financial Economics* 64, 317–340. Disponibile su: <[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00127-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00127-7)> [Data di accesso: 03/02/2024].

Crawford, A.J., Ezzell, J.R., Miles, J.A., 1995. *Bank CEO Pay-Performance Relations and the Effects of Deregulation* [online]. *The Journal of Business* 68, 231–256. Disponibile su: <<https://doi.org/10.1086/296662>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Crystal, G. and F. Foulkes, 1988. *Don't Bail Out Underwater Options*. In: Murphy, K.J., 1998. *Executive compensation* [online]. Disponibile su: <<https://ssrn.com/abstract=163914> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.163914>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Dechow, P. and R. Sloan, 1991. *Executive Incentives and the Horizon Problem*. In: Murphy, K.J., 1998. *Executive compensation* [online]. Disponibile su: <<https://ssrn.com/abstract=163914> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.163914>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Devers, C.E., Cannella, A.A., Reilly, G.P., Yoder, M.E., 2007. *Executive Compensation: A Multidisciplinary Review of Recent Developments* [online]. *Journal of Management* 33, 1016–1072. Disponibile su: <<https://doi.org/10.1177/0149206307308588>> [Data di accesso: 03/02/2024].

DeYoung, R., Peng, E.Y., Yan, M., 2013. *Executive Compensation and Business Policy Choices at U.S. Commercial Banks* [online]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 48, 165–196. Disponibile su: <<https://doi.org/10.1017/S0022109012000646>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Enriques, L., Volpin, P., 2007. *Corporate Governance Reforms in Continental Europe* [online]. *Journal of Economic Perspectives* 21, 117–140. Disponibile su: <<https://doi.org/10.1257/jep.21.1.117>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Guay, W.R., Core, J.E., Larcker, D.F., 2001. *Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey* [online]. *SSRN Electron. J.* Disponibile su: <<https://doi.org/10.2139/ssrn.276425>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Guidry, F., J. Leone, A., Rock, S., 1999. *Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers* [online]. *Journal of Accounting and Economics* 26, 113–142. Disponibile su: <[https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00037-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00037-8)> [Data di accesso: 03/02/2024].

Hall, B.J., Liebman, J.B., 1998. *Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?* [online]. *The Quarterly Journal of Economics* 113, 653–691. Disponibile su: <<https://www.jstor.org/stable/2586870>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Healy, P., 1985. *The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions*. In: Murphy, K.J., 1998. *Executive compensation* [online]. Disponibile su: <<https://ssrn.com/abstract=163914> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.163914>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Houston, J.F., James, C., 1995. *CEO compensation and bank risk Is compensation in banking structured to promote risk taking?* [online]. *Journal of Monetary Economics* 36, 405–431. Disponibile su: <[https://doi.org/10.1016/0304-3932\(95\)01219-2](https://doi.org/10.1016/0304-3932(95)01219-2)> [Data di accesso: 03/02/2024].

Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure* [online]. *Journal of Financial Economics* 3, 305–360. Disponibile su: <[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)> [Data di accesso: 03/02/2024].

Jensen, M.C., Murphy, K.J., 1990. *Performance Pay and Top-Management Incentives* [online]. *Journal of Political Economy* 98, 225–264. Disponibile su: <<https://www.jstor.org/stable/2937665> [Data di accesso: 03/02/2024].

Jin, L., 2002. *CEO compensation, diversification, and incentives* [online]. *Journal of Financial Economics* 66, 29–63. Disponibile su: <[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00150-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00150-2)> [Data di accesso: 03/02/2024].

Lambert, R.A., Larcker, D.F., Verrecchia, R.E., 1991. *Portfolio Considerations in Valuing Executive Compensation* [online]. *Journal of Accounting Research* 29, 129–149. Disponibile su: <<https://doi.org/10.2307/2491032>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Matolcsy, Z., Wright, A., 2011. *CEO compensation structure and firm performance* [online]. *Accounting & Finance* 51, 745–763. Disponibile su: <<https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2010.00363.x>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Morek, R., A. Shleifer, and R. Vishny, 1988. *Management ownership and market valuation: An empirical analysis*. *Journal of Financial Economics*. In: Guay, W.R., Core, J.E., Larcker, D.F., 2001. *Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey* [online]. SSRN Electron. J. Disponibile su: <<https://doi.org/10.2139/ssrn.276425>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Murphy, K.J., 1998. *Executive compensation* [online]. Disponibile su: <<https://ssrn.com/abstract=163914> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.163914>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Murphy, K.J., 2000. *Performance standards in incentive contracts* [online]. *Journal of Accounting and Economics* 30, 245–278. Disponibile su: <[https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00013-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00013-1)> [Data di accesso: 03/02/2024].

Przychodzen, W., Gómez-Bezares, F., 2021. *CEO–Employee Pay Gap, Productivity and Value Creation* [online]. Journal of Risk and Financial Management 14. Disponibile su: <<https://doi.org/10.3390/jrfm14050196>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Saly, J., 1994. *Repricing Executive Stock Options in a Down Market*. In: Murphy, K.J., 1998. *Executive compensation* [online]. Disponibile su: <<https://ssrn.com/abstract=163914> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.163914>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Sanders, G., 2001. *Behavioral Responses of CEOs to Stock Ownership and Stock Option Pay* [online]. The Academy of Management Journal 44, 477–492. Disponibile su: <<https://doi.org/10.2307/3069365>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Sharpe, W. F., 1970. *Portfolio Theory and Capital Markets*. In: Devers, C.E., Cannella, A.A., Reilly, G.P., Yoder, M.E., 2007. *Executive Compensation: A Multidisciplinary Review of Recent Developments* [online]. Journal of Management 33, 1016–1072. Disponibile su: <<https://doi.org/10.1177/0149206307308588>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Sherman, M., 2009. *A Short History of Financial Deregulation in the United States* [online]. Center for Economic and Policy Research. Disponibile su: <<https://cepr.net/report/a-short-history-of-financial-deregulation-in-the-united-states/>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Smith, C.W., Watts, R.L., 1992. *The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies* [online]. Journal of Financial Economics 32, 263–292. Disponibile su: <[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90029-W](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90029-W)> [Data di accesso: 03/02/2024].

Wiseman, R.M., Gomez-Mejia, L.R., 1998. *A Behavioral Agency Model of Managerial Risk Taking* [online]. The Academy of Management Review 23, 133–153. Disponibile su: <<https://doi.org/10.2307/259103>> [Data di accesso: 03/02/2024].

WOWAK, A.J., HAMBRICK, D.C., 2010. *A MODEL OF PERSON-PAY INTERACTION: HOW EXECUTIVES VARY IN THEIR RESPONSES TO COMPENSATION ARRANGEMENTS* [online]. Strategic Management Journal 31, 803–821. Disponibile su: <<https://www.jstor.org/stable/40730750>> [Data di accesso: 03/02/2024].

Numero di parole utilizzate: 7871.