



**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 MANAGERS NELLE  
AZIENDE 'SOSTENIBILI' "**

**RELATORE:**

**CH.MO PROF. PUGLIESE AMEDEO**

**LAUREANDA: STRAZZABOSCO CHIARA**

**MATRICOLA N. 1113145**

**ANNO ACCADEMICO 2017 – 2018**

## INDICE

INTRODUZIONE.....	3
CAPITOLO I - LE DETERMINANTI DELLA REMUNERAZIONE DEI MANAGERS .....	4
1.1 LA TEORIA DELL'AGENZIA .....	4
1.2 LA MASSIMIZZAZIONE DELLO SHAREHOLDER VALUE .....	7
1.2.1. I DRIVER DEL VALORE NELLE AZIENDE SOSTENIBILI .....	8
1.3 LA DISCLOSURE DELLE INFORMAZIONI .....	10
CAPITOLO 2 – I COMPONENTI DELLA REMUNERAZIONE.....	16
2.1 IL PAY MIX.....	18
2.1.1 IL SALARIO BASE .....	18
2.1.2 I PIANI AZIONARI .....	19
2.1.3 GLI INCENTIVI A BREVE TERMINE.....	20
2.1.4 GLI INCENTIVI A LUNGO TERMINE.....	23
2.1.5 ALTRI MECCANISMI DI INCENTIVAZIONE .....	24
2.2 LE VARIABILI DA TENERE IN CONSIDERAZIONE.....	24
2.2.1 LE VARIABILI PERSONALI .....	25
2.2.2 LE VARIABILI DI TASK.....	25
2.2.3 LE VARIABILI AMBIENTALI .....	27
2.2.4 LE VARIABILI DI INCENTIVI.....	27
2.3 I COSTI POTENZIALI .....	29
CAPITOLO 3 – I PIANI REMUNERATIVI NELLE AZIENDE SOSTENIBILI: ANALISI EMPIRICA .....	32
3.1 I SUSTAINABILITY TARGET .....	32
3.2 ANALISI E COMMENTO AI RISULTATI.....	34
CONCLUSIONI .....	38
BIBLIOGRAFIA .....	40

## INTRODUZIONE

L'allineamento di interessi tra manager e shareholder è uno dei principali obiettivi delle politiche di remunerazione delle imprese. Sviluppatesi a partire dagli anni '90, il meccanismo di *pay-for-performance* deriva dalla visione dell'azienda – suggerita dalla Teoria dell'Agenzia – come un *nexus* di contratti tra principali e agenti e mira a regolare le azioni di questi ultimi, in un'ottica di massimizzazione del valore per l'impresa. Se tuttavia la massimizzazione del valore per l'impresa viene comunemente intesa come una mera massimizzazione dei profitti, quest'obiettivo risulta troppo ristretto nel caso in cui gli shareholder abbiano preoccupazioni sociali (Hart e Zingales, 2017). A tal proposito, è stata riconosciuta negli ultimi anni un impegno crescente verso gli interessi di tutti gli stakeholder dell'impresa, con particolare attenzione ai fattori di tipo ESG (Klettner, Clarke e Boersma, 2013). L'obiettivo dell'elaborato è in primo luogo svolgere un'analisi degli attuali sistemi remunerativi e delle variabili che possono influenzarli; in secondo luogo capire se e come le aziende maggiormente concentrate sugli aspetti di sostenibilità si avvicinano a tali politiche e se queste variano dall'approccio tradizionale, relativamente a questo aspetto.

Nel primo capitolo si propone un'analisi generale del contesto teorico da cui derivano gli attuali sistemi di remunerazione. A tale proposito, verranno dapprima analizzati il rapporto di agenzia e i problemi che ne derivano: verrà posto l'accento sul rapporto tra manager e shareholder e sulla relativa necessità di allineamento degli interessi. Ne seguiranno alcune considerazioni sul significato di massimizzazione del valore per l'impresa e di come questa concezione cambi quando si prendono in considerazione tra i *core business* dell'impresa anche preoccupazioni pro-sociali. Da ultimo verranno analizzati gli ultimi trend nella *disclosure* delle informazioni riguardanti i sistemi remunerativi.

Nel secondo capitolo seguirà una sintesi dei principali componenti del *pay mix*, nell'ottica dell'allineamento degli interessi tra manager e shareholder. Verranno poi evidenziate quelle che sono le principali variabili da tenere in considerazione quando si stabilisce il piano di incentivazione. Infine verranno messe in luce le problematiche principali che nascono da questo tipo di approccio e delle possibili interpretazioni.

Nel terzo capitolo, infine, viene proposta un'analisi empirica di come alcune tra le aziende maggiormente sviluppate rispetto ai temi di CSR si avvicinano alle politiche di compensazione e se vi è qualche variazione dall'approccio tradizionale relativamente a questo aspetto. A tal fine sono stati analizzati alcuni report resi pubblici dalle *Top 25 Sustainable Companies* del 2018, individuate dalla rivista economica Forbes (2018).

## CAPITOLO I - LE DETERMINANTI DELLA REMUNERAZIONE DEI MANAGERS

### 1.1 LA TEORIA DELL'AGENZIA

Un rapporto di agenzia nasce quando uno o più soggetti, denominati principali, delegano una mansione, che implichi un trasferimento di potere, a uno o più agenti. La complessità e la specializzazione delle imprese moderne, oggetto di questa trattazione, fa sì che al loro interno il rapporto di delega risulti uno strumento necessario (Fama e Jensen, 1983).

Il problema che deriva in maniera naturale dal suddetto rapporto si basa in primo luogo sul disallineamento di interessi che può intercorrere tra il *principal* e l'*agent*; in secondo luogo, sulla difficoltà di reperire le informazioni necessarie per controllare questo rapporto. Infatti, più articolata è la rete di deleghe e più sarà complesso ottenere le relative informazioni. Nel caso particolare del rapporto tra manager e shareholder, il problema nasce dalla separazione originaria tra possesso e controllo. Tale bipolarismo implica infatti che i manager abbiano il potere di prendere decisioni di cui non dovranno sostanzialmente sopportare le conseguenze (Ferri e Göx, 2018). Si può affermare pertanto che, ferme le condizioni che seguiranno, se il management possedesse la totalità delle quote dell'azienda, esso punterebbe alla massimizzazione del valore di lungo periodo di questa, che è convenzionalmente l'obiettivo primo degli shareholder (Jensen e Murphy, 2004).

La Teoria dell'Agenzia si basa su una serie di assunzioni. In primo luogo, la premessa principale e imprescindibile è che sia principale sia agente sono guidati, nello svolgimento delle loro azioni, dall'interesse personale di massimizzare la propria utilità. Essi si aspettano di conseguenza che anche gli altri individui si comportino nella stessa maniera. L'utilità in questo caso è rappresentata da ricchezza e tempo libero (Bonner e Sprinkle, 2002): l'individuo può incrementare la propria utilità a seguito di un aumento della ricchezza oppure a seguito di un aumento del tempo libero.

Sia principale sia agente sono inoltre perfettamente razionali e dotati di perfetta capacità computazionale nel valutare quale alternativa li condurrebbe alla massimizzazione dell'utilità personale. Vale a dire, possono anticipare e valutare la probabilità di tutte le contingenze future (Baiman, 1990). Questi primi due assunti risultano necessari per poter condurre l'analisi, sebbene nella realtà risulti logico pensare che non tutti i manager siano perfettamente consapevoli di quale sia la migliore alternativa per perseguire i propri interessi, né che – qualora la conoscessero – siano perfettamente in grado di raggiungerla. I manager, infatti, devono operare in un contesto estremamente complesso, dotati di conoscenza limitata e sopportando i

“limiti irriducibili della comprensione razionale e della comunicazione imposta dalla cultura, dalla lingua e dalla cognizione” (Hendry, 2005).

Un altro presupposto di questa teoria è che tutte le contingenze, che possono essere anticipate e valutate sia dal principale sia dall’agente, possano essere utilizzate come materia nei contratti senza causare ulteriori costi. I contratti precedentemente concordati, inoltre, possono essere applicati dalle *courts* anche qualora entrambe le parti contraenti preferiscano rinegoziare (Baiman, 1990).

Ultima – ma non meno importante – assunzione è che l’agente disponga di informazioni, riguardanti le proprie linee di azione e lo stato delle cose, sconosciute al principale. Per accedervi infatti quest’ultimo dovrebbe sostenere dei costi. Da questo deriva la presenza di asimmetrie informative. L’agente, inoltre, è avverso al rischio.

Sebbene questi assunti abbiano la funzione fondamentale di semplificare e standardizzare il rapporto tra principale e agente, essi comportano alcuni criticismi, che vale la pena valutare in conclusione a questo paragrafo.

Quando si tratta di imprese quotate, poi, all’interno di questo rapporto bisogna considerare un terzo soggetto: il *Board of Directors*. Le decisioni riguardanti l’assunzione, il controllo e la remunerazione dei dirigenti, infatti, avviene tramite quest’organo. Quest’ultimo viene eletto, a sua volta, dagli shareholder, dei quali – tuttavia – non è perfetto portatore di interessi.

Seguendo lo *Shareholder Value Approach*, piani remunerativi (*Pay-for-Performance model*) ben progettati possono essere fondamentali per allineare gli interessi dei manager a quelli degli shareholder. Questi devono essere coadiuvati da una struttura solida di governance, che a sua volta funge da supporto laddove le politiche di remunerazione non riescano ad essere esaustive. L’intuizione che emerge a tale riguardo è che i pagamenti dipendano dalla probabilità che lo sforzo vincente – nella direzione degli interessi dell’impresa – venga effettivamente intrapreso (Murphy, 1999) e con quale efficacia; più in generale, il modello evidenzia il trade-off tra rischi e incentivi, di cui si tratterà nel prossimo capitolo.

D’altro canto, tuttavia, la progettazione dei piani remunerativi causa da sé ulteriori problemi di agenzia, che nascono nel momento in cui il *Board of Directors* e i comitati di remunerazione sono chiamati a prendere le decisioni in nome degli shareholder. Come evidenziano Jensen e Murphy (2004), il primo problema riguarda il processo in base al quale vengono stabiliti i piani remunerativi. Le indicazioni iniziali, riguardo i livelli di compenso, provengono infatti dall’analisi condotta dal *Human Resource Department* dell’impresa, in collaborazione con consiglieri esterni e – prima di arrivare al comitato di remunerazione – passano in approvazione ai top manager. In questo senso, il processo risulterà naturalmente dirottato in favore degli

agenti, nonostante la competenza o le buone intenzioni del comitato. Anche il processo di selezione e nomina del CEO tende a inficiare la correttezza delle remunerazioni, in quanto le negoziazioni riguardanti la sua remunerazione avvengono solo a seguito della nomina di questo: dal momento in cui il consiglio vorrà assicurarsi la collaborazione del neo CEO, tenderà a offrirgli un contratto più che vantaggioso. L'ultima difficoltà che deriva da questo processo riguarda disagio di dover decidere in merito ad un soggetto a cui si dovrà, anche non formalmente, rispondere. Il secondo problema di agenzia causato dalla progettazione dei piani remunerativi riguarda i piani di incentivi di tipo azionario: sebbene siano la soluzione più ovvia per allineare gli interessi dei manager a quelli dell'impresa, essi rischiano di distruggere valore invece che crearne (si veda Jensen e Murphy, 2004). Il terzo ed ultimo problema da evidenziare in questo contesto riguarda la predisposizione dei bonus annuali – alternativa agli *equity-based plans* – che porta con sé il rischio di una perdita di informazioni (rispetto al piano alternativo appena menzionato) e di comportamenti non etici da parte dei manager (si veda Jensen e Murphy, 2004).

Come accennato precedentemente, la molteplicità di assunzioni che sorreggono la Teoria dell'Agenzia, comportano diversi elementi critici. Baiman (1990) evidenzia i più evidenti:

- Irrealismo. L'abilità computazionale illimitata delle parti, il fatto che *le courts* possano imporre contratti senza costi e che questi possano essere fatti rispettare, anche quando tutte le parti desiderano riprogrammarli, non sono realistiche.
- Eccessiva semplicità. I modelli sono altamente semplificati e stilizzati. Un esempio piuttosto evidente di questo si riscontra nel fatto che il principale venga considerato come un unico individuo, mentre in realtà rappresenta una collettività di individui. Essi inoltre non tengono in considerazione variabili che nella realtà sono rilevanti (ad esempio, non viene considerato lo stato del mercato del lavoro). Non viene data particolare attenzione nemmeno alla struttura gerarchica dell'impresa e non vengono considerate le possibili variabili di fiducia e correttezza.
- Complessità dei risultati: opposta al punto precedente, è la macchinosità dei contratti che ne risultano. I contratti ottimali infatti da un lato devono considerare le preferenze dei soggetti – date per assunte – e dall'altro sono sensibili alle distribuzioni di probabilità di tutte le variabili che compongono il modello.

Quando si confrontano i contratti derivanti dal modello descritto con quelli empirici, non si tiene conto che nella realtà sono presenti molti fattori di discrezione che non vengono messi in rilievo nello schema illustrato precedentemente. Vi sono delle decisioni all'interno dell'impresa

(ad esempio, chi promuovere di grado, a chi assegnare certe mansioni, come allocare i bonus, etc.) che non sono racchiuse a priori nei contratti, bensì affidate a dei supervisor.

Il modello non dovrebbe tuttavia essere visto come un risultato da mettere direttamente in pratica, bensì come una cornice all'interno della quale analizzare i problemi che derivano dalla struttura a delega (Baiman, 1990).

## 1.2 LA MASSIMIZZAZIONE DELLO SHAREHOLDER VALUE

Sostiene Rappaport (2007) che “il valore di una società dipende dalla sua capacità a lungo termine di generare liquidità per finanziare la crescita generatrice di valore e pagare dividendi ai suoi azionisti”. I driver di questo valore sono dunque il tasso di crescita delle vendite, il margine di profitto operativo, l'aliquota dell'imposta sul reddito, l'investimento del capitale circolante e l'investimento di capitale fisso (Bierman, 1990).

A questo riguardo, la prima responsabilità del management dovrebbe essere incrementare tale valore (Rappaport, 1986). Sempre nell'intervista citata precedentemente, Rappaport (2007) sostiene che non si potrebbe fare altrimenti, evidenziando ancora una volta la necessità di allineare gli obiettivi dei manager a quelli degli shareholder.

Tuttavia, il management è guidato in primo luogo dall'interesse personale, quindi non agisce a priori nell'interesse degli azionisti. Allo scopo di indirizzare gli agenti verso gli obiettivi dell'impresa, pertanto, ci si deve basare sull'assunto che maggiori sono le possibili conseguenze negative del non muoversi nella direzione dell'azienda e minori sono le probabilità che il management intraprenda questo tipo di azioni (Rappaport, 1998).

Relativamente a questo, Rappaport (1998) prosegue evidenziando quattro fattori utili ad allineare gli interessi divergenti di principale e agente:

- Posizione di *ownership* particolarmente rilevante: più elementi personali legano il manager alla ricchezza dell'impresa (ad esempio, stock option) e più ci si aspetta che esso lavori alla massimizzazione di questa.
- Minacce di assunzione del controllo da parte di altre aziende: le offerte di appalto sono diventate un metodo comune per trasferire il controllo. In caso questo avvenisse, vi sarebbe un cambio anche della componente dirigenziale.
- Un mercato del lavoro competitivo: i manager hanno necessità di comunicare, sia all'interno sia all'esterno dell'azienda, il loro valore, che viene misurato in base ai livelli di performance. In questo senso, più competitivo sarà il mercato del lavoro e più i lavoratori necessiteranno di dimostrare il loro valore.
- Compensi collegati alla performance: il metodo più diretto per indirizzare gli sforzi del management verso gli obiettivi dell'impresa è legare la parte di incentivi prevista nel

piano retributivo ai livelli di performance raggiunti per l'impresa.

Quest'ultimo elemento viene messo particolarmente in evidenza in quanto rappresenta uno strumento importante sia di direzione sia di supervisione del comportamento manageriale.

A tale proposito, Bierman (1990) riprende gli elementi – evidenziati a sua volta da Rappaport (1986) – da considerare nel valutare la performance in maniera corretta. Vale a dire: la coerenza con la teoria economica, correttezza e non ambiguità delle misure, controllabilità dei risultati, globalità delle misure, comunicabilità.

All'interno del contesto delle retribuzioni manageriali, uno strumento di controllo abbastanza recente che va a supporto degli shareholder è il *Say on Pay*. Questo modello, è stato per la prima volta introdotto dal Regno Unito nel 2002, in qualità di voto consultivo obbligatorio sui report annuali dei piani di compensazione dei manager. A seguito della crisi finanziaria del 2007-2008, la decisione intrapresa dal Regno Unito è stata condivisa prima dagli Stati Uniti (tramite il *Dodd-Frank Act* del 2010) e poi a cascata da altri Paesi, tra cui l'Italia nel 2011 (Ferri e Göx, 2018). In generale, il modello *Say on Pay* fornisce agli azionisti la possibilità di dare un voto – favorevole o negativo – riguardo alle politiche di compensazione, durante la fase della loro decisione. Bisogna sottolineare che, anche per quanto riguarda le modalità degli USA, il voto è puramente consultivo, pertanto non inficia le decisioni del *Board*, sebbene segnali in maniera evidente quale sia la posizione di chi ha intenzione di investire nell'impresa. Anche all'interno dell'Unione Europea la pratica si è ampiamente diffusa (19 dei 27 stati membri), con alcune differenze; ad esempio, si è optato in molti dei casi per un voto vincolante, al posto di quello meramente consultivo. Altre differenze riguardano l'oggetto e le tempistiche del voto (Ferri e Göx, 2018).

### 1.2.1. I DRIVER DEL VALORE NELLE AZIENDE SOSTENIBILI

Secondo Friedman (1970), la responsabilità di un manager è quella di condurre il business secondo le volontà degli azionisti, “che generalmente è generare più profitti possibili, mentre ci si conforma alle regole di base della società, sia quelle esplicitate dalla legge sia quelle racchiuse nei costumi”. Secondo questa linea, il *welfare* per gli shareholder è identificabile nel valore di mercato e a tal fine bisognerebbe mantenere separate le attività che generano denaro da quelle etico-sociali, lasciando tutto quello che riguarda le esternalità al governo. Un'altra linea di pensiero, probabilmente più attuale, sostiene invece che spesso i due concetti non siano separabili, in quanto per uno shareholder le questioni etiche e sociali possono essere parimenti importanti (Hart e Zingales, 2107). In questo caso, le considerazioni di Friedman non



verrebbero considerate efficaci. Sarebbero corrette invece nel momento in cui i due tipi di azioni fossero perfettamente scindibili (Hart e Zingales, 2017). Non essendo rilevanti ai fini della trattazione, queste ultime non verranno prese in considerazione.

Nell'ultimo decennio, gli investimenti SRI sono diventati un argomento centrale di ricerca. Un investimento SRI è un investimento orientato a lungo termine, che comporta l'identificazione dell'impresa con alti profili di responsabilità sociale, valutati a loro volta sulla base dei criteri ESG, cioè ambientali, sociali e di governance (Auer e Schuhmacher, 2015). Dunque questo tipo di investimento mira da un lato a fornire i migliori compensi a lungo termine per gli shareholder, dall'altro ad apportare un beneficio a livello sociale, derivante dalla sua stessa natura. Ciò implica che vi sono alcuni investitori che non si preoccupano solo dell'utilità monetaria, ma anche di generare un beneficio non finanziario ampliando il loro portafoglio di investimenti a interessi "pro-sociali" (Hart e Zingales, 2017). Derwall et al. (2011) distinguono tre tipologie di investitori: *Value-Driven investors (VDI)*, *Responsible-Profit seekers (RPS)*, *Irresponsible-Profit Seekers (IPS)*, rispettivamente investitori interessati solo all'utilità non finanziaria derivante dalla natura dell'investimento (VDI), quelli che investono in un RSI, ma dal quale si aspettano di trarre anche un ritorno economico (RPS) e coloro che, invece, sono alla ricerca semplicemente dell'alternativa meramente più profittevole, che comprenda o meno le preoccupazioni di tipo ESG (IPS).

Anche relativamente all'utilità economica degli investimenti di tipo RSI vi sono diverse ipotesi: una prima ipotesi considera positivamente la relazione tra CSR e performance finanziaria, la seconda la considera negativamente e la terza la vede di per sé innocua rispetto alla creazione o distruzione di valore per l'impresa (Auer e Schuhmacher, 2015).

La direzione in cui si stanno dirigendo le imprese sensibili alla questione è quella della creazione di un valore condiviso che, oltre a portare un'utilità a livello sociale ed etico, generi un vantaggio competitivo per l'azienda. Nonostante le misurazioni riguardo alla corrispondenza tra performance sociale e performance finanziaria siano ancora non esaustive (Porter et al. 2011), la ricerca verte in buona parte anche su quali siano i driver che influenzano la capacità dei programmi di CSR di creare valore. In particolare, Burke e Logsdon (1996) riconoscono come variabili fondamentali centralità, specificità, proattività, visibilità e volontariato. Per centralità si intende "una misura della vicinanza tra una politica o un programma di CSR e la missione e gli obiettivi dell'impresa" (Burke e Logsdon, 1996). Le imprese che partecipano a programmi sociali che sono particolarmente centrati rispetto ai loro obiettivi strategici hanno più probabilità di generare un valore, in quanto svilupperanno una serie di abilità che saranno correlate anche con le altre attività dell'azienda. Inoltre, i progetti coerenti con la missione

aziendale faranno sì che non vi sia un incremento di costi nel lungo periodo, in quanto le attività portate avanti non sono fuori dalla competenza dell'azienda. La visibilità si riferisce alla possibilità di un progetto di investimento di essere osservato dagli stakeholder dell'impresa (Husted e Allen, 2009). La loro osservabilità sembra infatti essere positivamente correlata alla reputazione, e la reputazione rappresenta un vantaggio competitivo importante rispetto alle altre imprese. La proattività è la qualità delle iniziative sociali che sono in grado di anticipare le tendenze sociali, coinvolgendo per tempo i soggetti interessati e adattandosi alle aspettative emergenti della società (Husted e Allen, 2009). Esse risultano pertanto positivamente correlate alle performance aziendali. La specificità viene definita come la capacità dell'impresa di collegare benefici finanziari al raggiungimento di obiettivi societari (Burke e Logsdon, 1996). Un esempio di specificità piuttosto coerente in questo caso è la differenziazione di prodotto (Husted e Allen, 2009). Infine, per volontarismo si intende la qualità di questi investimenti di essere intrapresi liberamente (Burke e Logsdon, 1996), piuttosto che imposti ufficialmente.

Una azienda in grado di creare valore, dunque, non dovrebbe giovare solo ai propri shareholder, bensì dovrebbe indirizzarsi verso le necessità di tutti gli stakeholder; allo stesso modo, d'altro canto, gli stakeholder risentirebbero del fallimento nella creazione dello shareholder value (Rappaport, 1998).

### **1.3 LA DISCLOSURE DELLE INFORMAZIONI**

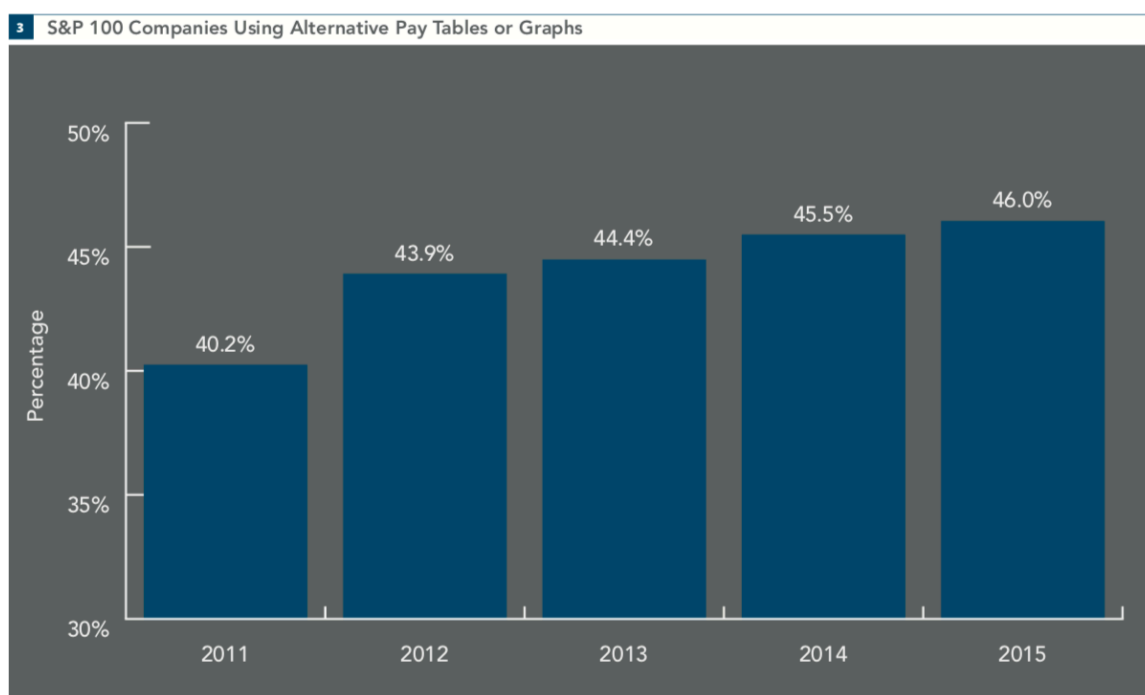
Il CD&A (Compensation Discussion & Analysis) – componente obbligatoria del *proxy statement* di un'azienda quotata – è un documento che fornisce informazioni rilevanti riguardo le politiche retributive dell'azienda. A seguito della manifesta necessità degli shareholder e delle società di consulenza di avere informazioni quanto più trasparenti su cui basare le loro decisioni, il CD&A è diventato un importante strumento di *disclosure*. Le nuove regole stabilite dalla SEC (Securities and Exchange Commission), a partire dal 2006, hanno comportato un notevole salto in avanti in questo senso.

Da un lato, infatti, le aziende sono chiamate a rivelare più di quanto fossero abituate a fare, dall'altro possono approfittare di questo nuovo trend per portare in evidenza più informazioni utili possibile. In questo senso, funge da supporto – oltre alla *disclosure* di informazioni sensibili riguardanti le remunerazioni – uno studio riguardo all'impatto visivo che questi documenti possono avere, al fine di far risaltare le informazioni desiderate alla vista dei soggetti interessati. Le aziende possono inoltre decidere di incrementare il quantitativo di informazioni rivelate, se questo può contribuire ad arricchire il portafoglio di conoscenze dei soggetti interessati, riguardo alle materie che risultano più rilevanti ai fini decisionali. A tale riguardo,

molte imprese utilizzano il CD&A come mezzo per comunicare e giustificare agli shareholder le loro politiche di remunerazione.

Il metodo di calcolo dei compensi più diffuso è il cosiddetto *Pay for Performance*, vale a dire remunerare il management rispetto a degli standard di performance stabiliti a priori, sulla base degli obiettivi dell'impresa. Esso si conferma il metodo più richiamato all'interno dei *proxy statement* (al 2015, l'86% delle S&P100 fa riferimento a questo metodo, in progressivo aumento rispetto al 2011).

Le compagnie, tuttavia, possono pensare di utilizzare ulteriori procedimenti che esprimano come la politica di remunerazione utilizzata supporti la strategia dell'azienda, come i metodi *reliable pay*, *realized pay*, *target compensation* e *total direct compensation*. L'analisi condotta da Equilar (2016) evidenzia come – nel corso degli anni dal 2011 al 2015 – all'interno dei *proxy statement* delle aziende S&P100 la percentuale di utilizzo di grafici rappresentanti questi metodi alternativi sia progressivamente aumentato.



**Figura 1:** Percentuale di Aziende S&P100 che utilizzano grafici rappresentanti i metodi alternativi di calcolo delle remunerazioni. Fonte: Equilar, 2016. *Innovations in Proxy Design: An Analysis of Executive Pay Disclosure*.

A prescindere dall'ampio utilizzo che si sta facendo di questi metodi di rappresentazione alternativi, è importante tenere a mente le differenze tra questi, in quanto il valore totale delle remunerazioni può variare in maniera significativa (Equilar, 2016):

- *Realized pay*: indica il compenso che il manager effettivamente ottiene. Dal 2015 è stata inoltre proposta dalla SEC una nuova regola che mirerebbe da un lato alla

standardizzazione della definizione di *realized pay* e dall'altro a mettere questo metodo di *disclosure* in posizione di prevalenza: essa evidenzerebbe il rapporto *pay-performance* tramite il confronto tra il rendimento totale degli azionisti e i compensi ai manager effettivamente pagati. Questa standardizzazione faciliterebbe gli shareholder nell'effettuare confronti tra le imprese e offrirebbe un ulteriore indicatore della validità dell'allineamento retribuzioni-performance effettuato dall'impresa.

- *Realizable pay*: si basa sul valore potenziale dei compensi, valutati in un momento specifico sulla base di premi azionari e utilizzando un prezzo aggiornato delle azioni. Sebbene non vi sia un metodo univoco per misurare la *Realizable Pay*, questo metodo di calcolo è utile ai fini di un confronto tra il valore corrente dell'*equity* assegnato in precedenza ad un dirigente e il prezzo corrente del titolo (Equilar, 2016).
- *Target compensation e Total direct compensation*: questi metodi di *disclosure* forniscono informazioni riguardo ai fattori considerati dal comitato di compensazione quando i livelli di compensazione sono stati effettivamente determinati. Essi possono utilizzare valori non-SCT dei componenti delle remunerazioni oppure non considerare proprio alcuni elementi nel loro calcolo.

Secondo quanto sostenuto nel Pay Governance Commentary (2016), l'utilizzo di questi metodi di rivelazione delle informazioni vuole soddisfare la necessità da parte delle imprese di ottenere un *Say on Pay* favorevole da parte delle imprese, e di conseguenza conoscere in precedenza le posizioni sia di questi sia dei consulenti che possono influenzarne il voto.

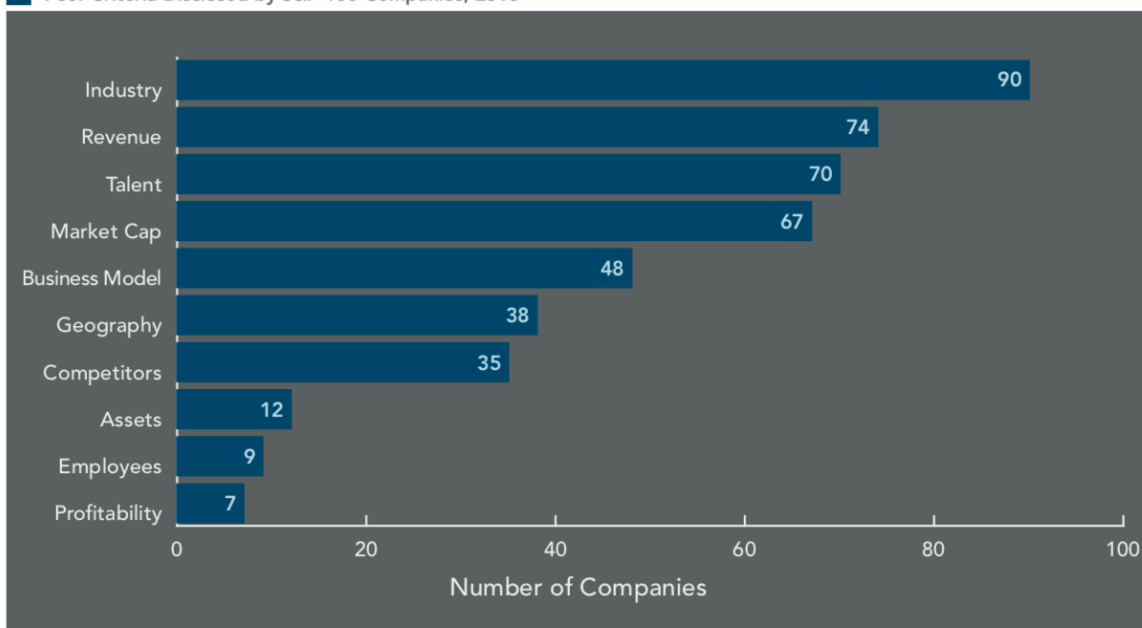
Altri indicatori, elencati di seguito, vengono utilizzati al fine di porre in evidenza le questioni relative ai compensi.

- *Say on Pay*: questa regola consente agli shareholder di fornire un voto consultivo relativamente alle politiche di remunerazioni. L'utilizzo di questo strumento da parte di quasi tutte le aziende appartenenti alla S&P100 evidenzia l'attenzione crescente da parte di queste alle necessità degli shareholder.
- *Shareholder engagement*: l'impegno nei confronti degli shareholder è indice di un coinvolgimento diretto da parte di questi in notevole aumento. In questa direzione, questa componente è legata in modo particolare ai voti di *Say on Pay*. Al fine di soddisfare le necessità di trasparenza e informazione e per dare una manifestazione del fatto che il *Board of Directors* sia e rimanga impegnato nella creazione di valore di lungo termine per l'azienda, infatti, viene mantenuto uno stretto contatto con gli shareholder tramite gli strumenti a disposizione (Equilar, 2016). In tale contesto assume

un'importanza particolare agire proattivamente, in quanto un rapporto di questo tipo (piuttosto di uno "reattivo") instaura una relazione potenzialmente più salda e duratura (RR Donnelly Commentary, 2016).

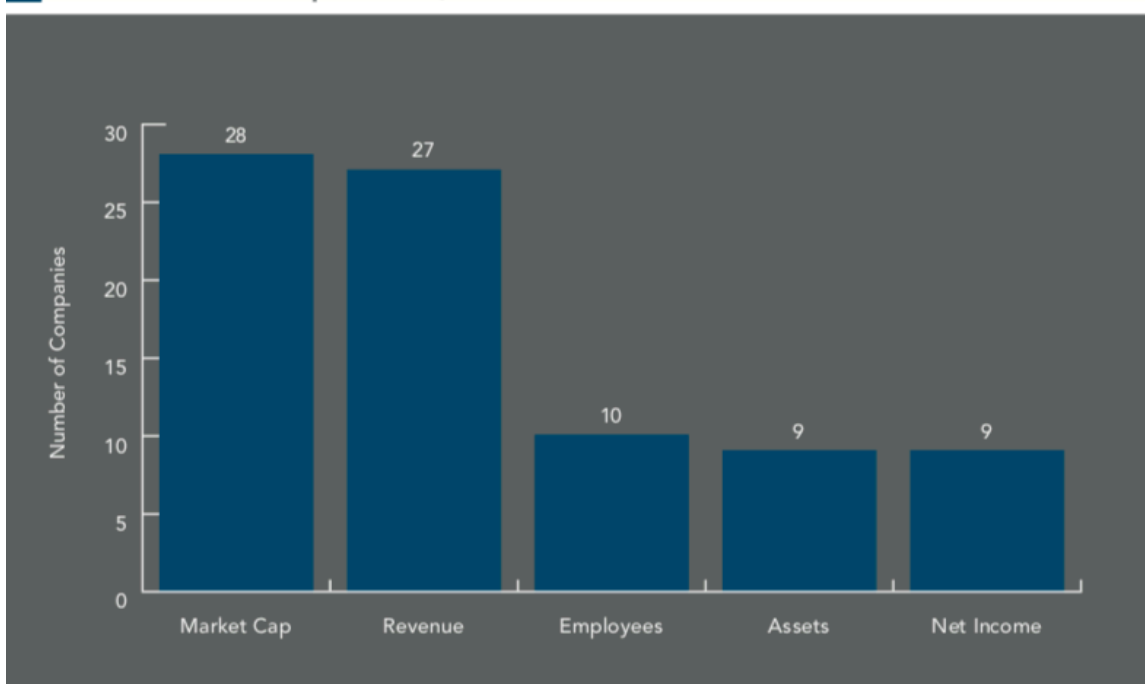
- *Internal pay equity*: tale norma promulgata dalla SEC (la cui implementazione è prevista nel 2017, per un utilizzo effettivo dal 2018) impone alle imprese di emettere un rapporto che paragoni la retribuzione del CEO con quella di un dipendente medio. Tra i diversi elementi, il rapporto deve contenere il *proxy statement*. Dal punto di vista della stima e della valutazione delle politiche di retribuzione, questa regola è di dubbia utilità per gli investitori e per le società di consulenza, in quanto a tale scopo vengono già utilizzati gli strumenti di calcolo brevemente descritti in questo paragrafo. L'utilità può essere riscontrata nella volontà di fare ulteriore chiarezza nelle informazioni divulgate, nonostante diverse aziende sostengano che la *disclosure* di questo tipo di informazioni non porti variazioni nella posizione di shareholder e investitori e che rappresenti per lo più un costo (Pay Governance Commentary, 2016).
- *Peer Groups*: al fine di determinare una politica di remunerazione, le aziende si confrontano con uno o più gruppi di pari. L'attenzione da parte degli investitori in questo contesto si incentra sul modo in cui vengono selezionati i componenti di questo gruppo, secondo quali parametri viene effettuato il confronto e come (e perché) avvengono delle modifiche nella composizione di tali gruppi (RR Donnelly Commentary, 2016). Dal 2006 la SEC ha introdotto una regola che prevede l'obbligo per le imprese pubbliche di rivelare i gruppi utilizzati come benchmark per determinare i livelli di retribuzione appropriati. Le variabili utilizzate per costruire un gruppo di pari – tra le società S&P100 – sono industria, reddito, talento e capitalizzazione di mercato. Per quanto riguarda i parametri di confronto dei piani retributivi, invece, i più utilizzati sono capitalizzazione di borsa, reddito, conteggio dei dipendenti, attività e reddito netto (Equilar, 2016). Al fine di fornire un'ulteriore giustificazione nella scelta delle aziende componenti il gruppo di pari, un numero crescente di aziende sta fornendo informazioni riguardo la propria dimensione rispetto a queste (RR Donnelly Commentary, 2016).

6 Peer Criteria Disclosed by S&P 100 Companies, 2015



**Figura 2:** Utilizzo dei criteri di selezione nella decisione dei componenti il *Peer Group* di riferimento per le S&P100. Fonte: Equilar, 2016. *Innovations in Proxy Design: An Analysis of Executive Pay Disclosure.*

9 Ranked Peer Group Criteria, 2015



**Figura 3:** Utilizzo dei parametri di confronto dei piani retributivi per le S&P100. Fonte: Equilar, 2016. *Innovations in Proxy Design: An Analysis of Executive Pay Disclosure.*

L'introduzione dal 2006 di questi nuovi trend nella *disclosure* delle informazioni ha giustificato una revisione anche del design dei *proxy statement* stessi, al fine di rendere il più possibile immediate alla vista le informazioni salienti e guidare il lettore attraverso un documento che, come appena descritto, è sempre più denso.

Il contesto introdotto, dunque, mette in risalto il piano remunerativo, seguendo la Teoria dell'Agenzia, come uno strumento per allineare gli interessi dei manager a quelli dell'impresa. In quest'ottica, risulta di fondamentale importanza stabilire in maniera corretta gli schemi di remunerazione, pianificare il giusto rapporto *pay-performance* e successivamente comunicare tali decisioni all'esterno dell'azienda, sia alla luce delle nuove regole introdotte dalla SEC, sia per il fine strategico di evidenziare agli investitori più informazioni utili possibile.

## CAPITOLO 2 – I COMPONENTI DELLA REMUNERAZIONE

Come afferma Prendergast (1999), la premessa della Teoria dell’Agenzia è che un principale progetta un contratto al fine di guidare azioni appropriate da parte di un agente.

Richiamando il contesto descritto da tale teoria, esso prevede un agente razionale, con il principale obiettivo di massimizzare la propria utilità e avverso sia al rischio sia al lavoro. La combinazione di questi elementi – assieme all’informazione imperfetta – allontana il soggetto dal comportamento cooperativo (Kunz e Pfaff, 2002), a meno che tale comportamento non venga incentivato, al fine di incrementare la sua produttività. L’agente infatti, in linea con i presupposti, accetterà di avere un comportamento cooperativo a fronte di un aumento dell’utilità personale, e questo avverrà solo se l’aumento di utilità atteso dalle sue azioni supera lo sforzo profuso.

Seguendo questa logica, la remunerazione risulta essere uno strumento molto importante per la creazione di valore per l’impresa. Per questo motivo, dunque, è fondamentale stabilire meccanismi di incentivazione efficaci e avvalersi di corretti strumenti di misurazione della performance. L’obiettivo della remunerazione, infatti, è quello di motivare i manager alla creazione di valore e di premiarli in base all’obiettivo raggiunto (Rappaport, 1986). Anche se la realtà delle cose implica diverse variabili e che non vi sia una soluzione univoca, si potrebbe in linea generale auspicare che pagare gli individui per fare X gli faccia fare X (Prendergast, 1999).

Il meccanismo appena descritto è in linea con lo *Shareholder Value Approach*, il quale vede le remunerazioni come un mezzo per mitigare i problemi di agenzia e guidare i manager verso gli obiettivi dell’impresa. È tuttavia doveroso citare anche un altro punto di vista, che vede il meccanismo di remunerazione come un problema in sé, piuttosto che come una soluzione. Secondo questo approccio (che prende il nome di *Managerial Power Approach*), dal meccanismo retributivo gli shareholder uscirebbero svantaggiati, poiché il *Board* tenderà sempre a favorire gli agenti (in particolare, il CEO) nell’allocazione dei compensi. Secondo alcune teorie, d’altro canto, non è detto che un *Board* simpatizzante per il management conduca univocamente ad una situazione sgradevole per gli azionisti (Ferri e Göx, 2018).



Le pratiche retributive delle imprese si articolano in diverse soluzioni, in base agli obiettivi e al contesto.

Ferri e Göx (2018) propongono un modello base, volto a rappresentare le variabili che a prescindere influenzano le decisioni remunerative.

Assumendo che l'agente sia avverso al rischio, siano:

$a \in [0, \bar{a}]$  l'impegno profuso dall'agente;

$X(a) = x(a) + \varepsilon$  il valore per l'impresa (dove  $x(a)$  rappresenta una funzione crescente dell'impegno dell'agente, mentre  $\varepsilon$  rappresenta gli errori residui);

$W(a) = x(a) - c(a)$  il surplus atteso per l'agente;

$c(a)$  la funzione del costo che deve sopportare l'agente per lo sforzo profuso;

$y(a)$  una funzione binaria, che assume valore 1 se la performance è efficace, 0 se la performance è inefficace. Essendo che la possibilità di successo dipenderà dall'impegno dedicato dall'agente,  $prob(y = 1) = a$  e  $prob(y = 0) = 1 - a$ ;

$w$  il salario base;

$b$  il bonus supplementare collegato alla performance.

Con queste assunzioni,

$$s(a) = w + b \cdot a$$

rappresenterà la remunerazione attesa dall'agente, mentre

$$\Pi(a) = x(a) - s(a)$$

e

$$U(a) = u(a) - c(a)$$

saranno le funzioni obiettivo rispettivamente per il principale e per l'agente (dove  $u(a) = E[u(s(a))]$  rappresenta l'utilità che l'agente si aspetta di trarre dalla sua remunerazione).

## 2.1 IL PAY MIX

Jensen e Murphy (2004) evidenziano che un pacchetto remunerativo ben organizzato può attirare i giusti agenti (e trattenere i migliori) al minor costo e motivare tali soggetti a creare valore a lungo termine per l'impresa. Per raggiungere questi obiettivi, tre dimensioni sono particolarmente importanti: i benefici totali attesi dalla mansione o dal posto di lavoro; la relazione tra remunerazione e performance; la composizione del pacchetto remunerativo.

Un pacchetto remunerativo è generalmente composto da una parte fissa e una parte variabile. Esso deve essere pianificato in maniera efficiente: per ogni vantaggio offerto all'agente, il costo totale che deve sostenere l'impresa deve essere minimo. Vale a dire, non vi deve essere un spreco di risorse (Jensen e Murphy, 2004).

### 2.1.1 IL SALARIO BASE

Il salario base rappresenta la parte fissa della remunerazione. Vale a dire che esso di base non comprende elementi di variabilità al suo interno, bensì viene determinato, come descritto da Murphy (1999), sulla base della dimensione dell'azienda, della capitalizzazione di mercato e in rapporto allo standard del settore di appartenenza (*benchmark*). Questa determinazione risulta approssimativa rispetto alle peculiarità dell'azienda e rispetto alle qualità dell'individuo oggetto di remunerazione (età, esperienza, istruzione e rendimento). Inoltre, semplicemente sulla base della percentuale di stipendio base raggiunta rispetto al *benchmark*, un salario può essere considerato competitivo (tra il 50° e il 70° percentile), o sotto lo standard (sotto il 50° percentile). Nonostante i salari base rappresentino una parte solitamente marginale del *pay mix*, i manager prestano notevole attenzione rispetto alla loro formulazione. Questa predisposizione è dovuta all'influenza che questo ha rispetto ad altri componenti della remunerazione: gli accordi di fine rapporto e le prestazioni pensionistiche si basano infatti sull'entità del salario di base e i bonus target sono una percentuale di questo. Inoltre, questa componente è di particolare interesse per i manager anche perché, non contenendo elementi di variabilità, non è soggetta al rischio (che invece contengono gli incentivi). A tale proposito, la letteratura evidenzia uno strumento di incentivazione, conosciuto come *Efficiency Wage*: offrendo un salario base sopra il livello di mercato, questa teoria prevede che l'agente percepirà un valore monetario maggiore rispetto alla mansione svolta e sarà meno propenso a sottrarsi ai suoi doveri, dal momento che alla perdita di lavoro verrebbe associata la perdita di un salario superiore alla media (Prendergast, 1999).

### 2.1.2 I PIANI AZIONARI

I contratti con cui il destinatario ha diritto (ma non l'obbligo) all'acquisto di una quota di azioni ad un prezzo prestabilito (chiamato "prezzo di esercizio") e per un termine prestabilito prendono il nome di stock options (Murphy, 1999). Nel caso delle stock options esecutive, qualora il manager lasciasse l'azienda, avrebbe il diritto di *exercising* solo rispetto alle azioni maturate fino a quel momento, mentre le altre andrebbero perse. Il diritto di *exercising* infatti non può essere fatto valere immediatamente (sebbene esistano delle opzioni di maturazione accelerata), bensì viene maturato nel corso del tempo: ad esempio, negli Stati Uniti il termine viene generalmente fissato a 10 anni mentre nel Regno Unito viene fissato tra i 7 e i 10 anni (Jensen e Murphy, 2004). Le stock option rappresentano quindi una forma di compensazione differita, dove il destinatario possiede una certa discrezionalità rispetto al momento in cui realizzare il reddito imponibile. La concessione (*granting*) di per sé non è un evento imponibile. Tale calcolo viene infatti eseguito nel momento dell'esercizio di queste, a seconda che siano opzioni "qualificate" o "non qualificate" (Murphy, 1999).

Vi sono diversi modi per stabilire il prezzo delle azioni. In generale, questo può essere fissato sopra, sotto o in corrispondenza al prezzo di mercato, oppure può variare nel tempo con l'inflazione o rispetto ai movimenti degli indici azionari generali o con il costo del capitale dell'impresa. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, la prassi (Jensen e Murphy, 2004) è fissare il prezzo di esercizio al valore di borsa al momento della concessione (*grant date*).

L'erogazione di questi piani può essere collegata tramite diverse modalità alle prestazioni del manager: ad esempio, le opzioni potrebbero essere perse a meno che non venga superata una soglia minima di performance (Murphy, 1999). Bisogna specificare tuttavia che gli incentivi derivanti dalle stock option non imitano gli incentivi derivanti dalla proprietà azionaria: le opzioni premiano solo l'apprezzamento delle azioni e non i rendimenti complessivi degli shareholder (che includono i dividendi). Relativamente al valore dell'azione, Murphy (1999) pone in evidenza la percezione diversa che ne hanno principale e agente. Egli infatti sostiene che il costo per la società di concedere l'opzione sia maggiore rispetto a quello che viene percepito dai manager, in quanto la società è chiamata a pagare un ulteriore prezzo collegato alla rischiosità dell'opzione. Va da sé che questo sia un investimento che vale la pena fare nel momento in cui i benefici derivanti dalla prestazione del manager superano i costi sostenuti dalla società. Ovviamente, il costo opportunità con cui la società si deve confrontare sarà il prezzo a cui l'opzione verrebbe acquistata da un investitore esterno. Il valore che viene attribuito dai manager, invece, sarà inferiore in quanto per loro le azioni non sono scambiabili e rappresentano un portafoglio non diversificato. D'altro canto, nel caso delle opzioni indicizzate al costo del capitale, questo può essere sfruttato dall'azienda, come indicatore del

grado di fiducia della componente manageriale nei confronti delle linee strategiche prese dall'impresa e per questo costituisce anche un processo logico di auto-selezione da parte di questi (Jensen e Murphy, 2004).

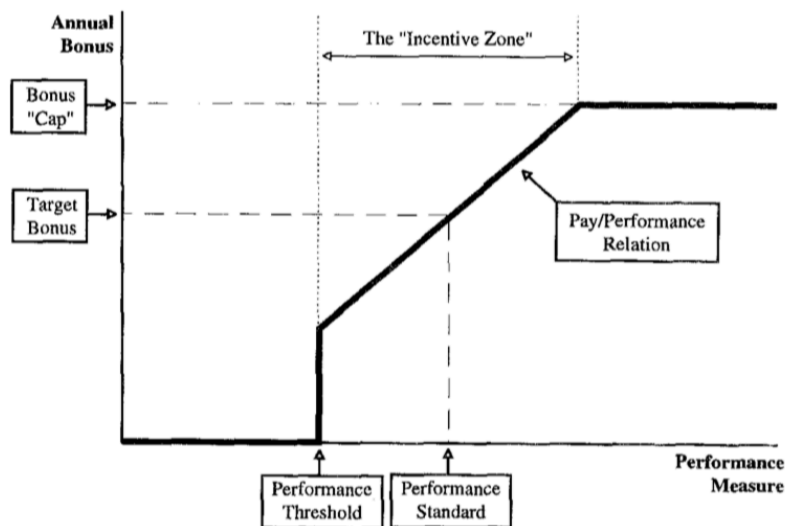
Ulteriori piani azionari utilizzati ai fini remunerativi sono i *restricted stock e le performance shares*: sebbene meno diffusi rispetto alle stock options, il loro utilizzo è abbastanza comune negli Stati Uniti (Jensen e Murphy, 2004). I *restricted stock* presentano una limitazione: le azioni non possono essere vendute o trasferite per un periodo di tempo. Il soggetto che le possiede pertanto, qualora abbandonasse l'azienda prima di questo termine, ne perderebbe l'intero valore (Jensen e Murphy, 2004). Tale possibilità permette un trattamento fiscale favorevole (i dirigenti non pagano le tasse sulle azioni fino alla scadenza delle restrizioni); stessa cosa per il trattamento contabile, dove il costo è ammortizzato durante il periodo di *vesting* e registrato come il prezzo delle azioni della data di assegnazione, anche se i prezzi sono aumentati rispetto alla data di concessione (Murphy, 1990). Infine, per *performance shares* si intendono piani azionari consistenti nella promessa di una futura concessione di azioni nel futuro, condizionata (per definizione) ad una permanenza prolungata in azienda (Jensen e Murphy, 2004).

### 2.1.3 GLI INCENTIVI A BREVE TERMINE

È pratica diffusa tra le aziende quella di offrire un piano di bonus che viene pagato in base alla performance cumulativa annuale dell'agente (Murphy, 1999).

I piani possono coprire solo il CEO fino ad estendersi a tutti i dipendenti e vengono sfruttati per incentivare tali soggetti al raggiungimento degli obiettivi operativi, che porteranno alla creazione di valore per l'impresa (Jensen e Murphy, 2004).

Come descritto da Murphy (1999), i bonus annuali rappresentano una componente variabile della struttura remunerativa, dove il bonus verrà elargito – in misure variabili – a partire dal superamento di una soglia di performance. Al raggiungimento di tale soglia (espressa come percentuale dello standard di rendimento, di cui di seguito) viene fornito un bonus minimo, calcolato come percentuale del *target bonus*. Varcata la *performance threshold*, ci si trova nella zona di incentivazione; all'interno della zona di incentivazione, il miglioramento incrementale della prestazione viene premiato con un miglioramento incrementale del *target bonus*, fino ad arrivare al *bonus cap* (multiplo o percentuale del *target bonus*), cioè il bonus massimo a cui può aspirare il manager. Un piano di bonus “tipico” viene pertanto inteso come in **Figura 4**.



**Figura 4:** Piano di bonus tipico. Fonte: Murphy, 1999. *Executive Compensation*. Handbook of Labor Economics, Volume 3.

Sebbene sia concesso un margine di discrezionalità, i piani di incentivi sono organizzati sulla base di tre parametri: le misure di prestazione, gli standard di performance e la struttura del rapporto *pay-performance*.

Le misure di prestazione si dividono in due macro gruppi: le misure finanziarie e le misure non finanziarie. Le misure finanziarie si basano solitamente sui profitti dell'impresa, ma possono basarsi anche su misure di rendimento oppure sul valore delle azioni; le misure non finanziarie, invece, sono basate principalmente sulla performance individuale relativamente agli obiettivi prestabiliti e alle eventuali valutazioni soggettive da parte di supervisori (Murphy, 1999). In base al tipo di azienda che le adotta, le misure di performance saranno caratterizzate diversamente. Nella maggior parte dei casi, viene utilizzata più di una misura contemporaneamente e queste saranno di tipo additivo, cioè verranno considerate separatamente; in altri casi invece, queste misure vengono intese in senso moltiplicativo (una misura condiziona l'altra) oppure determinati da una apposita matrice (Murphy, 1999). Una valutazione basata su più misure di performance può essere utile da un lato, poiché offre più di un parametro per misurare la prestazione dell'agente. Dall'altro lato, misure molto interdipendenti (come nel caso di quelle moltiplicative) rischiano di estendere l'effetto di comportamenti opportunistici se tali misure sono facilmente influenzabili (in particolare nel caso in cui queste vengano considerate in senso moltiplicativo) potrebbero risultare particolarmente danneggiate nel caso di comportamenti atti ad influenzarne il risultato. Inoltre, le misure che si riferiscono agli incentivi a breve termine rientrano nell'ambito delle misure restrittive, cioè misure a basso rischio ma che non riescono a cogliere una buona parte di interdipendenze; per contro, le misure ampie (come ad esempio le misure relative al gruppo o

alle prestazioni a lungo termine) catturano un maggior numero di interdipendenze, ma sono più rischiose (Jensen e Murphy, 2004). In generale, il parametro principale è dato dai profitti contabili, ma è necessario a tale riguardo evidenziarne i due principali limiti: da un lato, i profitti contabili rappresentano valori di per sé arretrati e di breve periodo. Questo significa che i manager saranno più predisposti a sacrificare quelle attività che non porteranno redditività nel prossimo futuro. Dall'altro lato, i profitti contabili possono essere manipolati tramite aggiustamenti discrezionali e traslando i guadagni da un periodo all'altro (Healy, 1985).

La prestazione misurata, poi, è sempre paragonata a degli standard di performance. Questi valori possono essere di vario tipo: relativi al budget, all'anno precedente, ad un gruppo di pari, ad un valore invariabile, al costo del capitale della società oppure rispetto ad un obiettivo di performance stabilito dal *Board* (Murphy, 1999). Ovviamente, in base alla misura di performance utilizzata, uno standard potrebbe essere più accurato rispetto ad un altro. L'efficacia di uno standard di prestazione è sensibile anche alla misura in cui i manager possono influenzare il processo di definizione dello standard (Jensen e Murphy, 2004). Gli standard particolarmente suscettibili a queste pratiche sono gli standard che si riferiscono all'esercizio precedente: in questo caso, infatti, i manager sono consapevoli del fatto che le buone prestazioni attuali saranno penalizzate con un aumento futuro dello standard (Murphy, 1999).

Relativamente al metodo di remunerazione, infine, anche questo non è esente da una pluralità di soluzioni, come illustra Murphy (1999). Il piano più comune è il cosiddetto piano "80/120": vale a dire che nessun bonus verrà pagato se si trova al di sotto dell'80% dello standard di prestazione, mentre il *cap* sarà posizionato al relativo 120%. Altre possibili combinazioni, meno frequenti, sono 90/110, 50/150, 80/110, 90/120, 80/140 (Murphy, 1999).

Il secondo tipo di piano più comune è il cosiddetto "*Modified Sum-of-Targets*". Questa struttura prevede un *target pool* che rappresenta la somma dei *target bonus* assegnati a ciascun partecipante. Questo *pool* a fine anno potrà essere aggiustato sulla base delle performance di esercizio dell'azienda. Se non raggiunge almeno la soglia minima di bonus, il *pool* sarà valutato a zero. Il bonus, poi, viene diviso tra i partecipanti sulla base dei *target bonus* personali.

Infine, altri due piani possibili, sono il piano basato su formula (dato dalla combinazione di *target bonus* e prestazioni individuali) e il piano discrezionale (stabilito soggettivamente dal *Board* sulla base di diversi criteri).

All'interno di questa struttura, vi è anche una parte marginale di discrezionalità. Le valutazioni soggettive da parte di supervisor possono essere utili a una visione più complessiva della performance dell'agente (Jensen e Murphy, 2004), dal momento che le misure di performance oggettive – in particolare nel caso degli incentivi a breve termine – sono limitate e influenzabili

(non sono esenti da questo trattamento, tuttavia, neanche le misure soggettive, come verrà illustrato nel Paragrafo 2.3).

In conclusione, si ritiene importante porre l'accento anche sull'aspetto della responsabilità: generalmente si ritiene che i manager non debbano essere ritenuti responsabili dei fattori che sfuggono al loro controllo; è tuttavia più corretto dire che i manager sono responsabili anche di questi ultimi, nel momento in cui hanno la possibilità di manovrarli o influenzarne l'impatto (Jensen e Murphy, 2004).

#### 2.1.4 GLI INCENTIVI A LUNGO TERMINE

Nella maggior parte dei casi, le relazioni principali-agente sono ripetute. In questo tipo di relazioni, i piani di incentivazione possono essere strutturati secondo un'ottica di lungo periodo: in genere essi si basano su prestazioni cumulative di tre o cinque anni (Murphy, 1999), dove il contratto di un anno dipenderà dal contratto e dalle prestazioni dell'anno precedente (Prendergast, 1999).

Quando si guarda al rapporto di agenzia come ad una relazione dinamica e duratura nel tempo, sorgono nuove sfaccettature, derivanti dalla ripetitività nel tempo delle azioni compiute. Ad esempio, in un'ottica di lungo termine, il lavoratore sarà interessato allo sviluppo della propria carriera e alla posizione – sia formale, sia percepita – che si può guadagnare all'interno dell'impresa. Va da sé, che tali preoccupazioni, altresì chiamate *career concerns*, spingano l'agente ad assumere comportamenti auspicabilmente meritevoli di fiducia e ad accettare un meccanismo retributivo che preveda un sostanziale ritardo nelle gratificazioni monetarie. Tale meccanismo prende il nome di “compensazione differita”, cioè un meccanismo retributivo che tende a trattenere gli incentivi ai lavoratori più giovani al fine di elargire un compenso maggiore in un secondo momento (Prendergast, 1999). Si potrebbe dire quindi, che i contratti multi-periodo abbiano una memoria (Baiman, 1990). Questo si presuppone che possa spingere il soggetto a lavorare nell'ottica di raggiungimento di un determinato livello di compenso nel futuro, il che dovrebbe causare una tensione ad un comportamento leale nei confronti dell'impresa.

Grazie a questa tendenza ad assumere comportamenti meno scorretti, il meccanismo di incentivazione a lungo termine un utilizzo meno rischioso dei meccanismi di valutazione soggettiva della prestazione e una maggiore osservabilità dei comportamenti degli agenti. Grazie a tali implicazioni, pertanto, il lavoratore sarà interessato anche a condizionare la percezione che gli altri hanno di lui; per questo motivo, una prestazione più intensa potrebbe essere riscontrata anche in assenza di incentivi che la giustificano (Prendergast, 1999).

### 2.1.5 ALTRI MECCANISMI DI INCENTIVAZIONE

Altri meccanismi di incentivazione possono essere le promozioni, i *fringe benefits* (tra cui i piani pensionistici) e la minaccia di licenziamento.

Per quanto riguarda le promozioni, va da sé che nel momento in cui un individuo lavora nell'ottica di lungo termine ed è interessato alla sua carriera, punterà ad una promozione. Le promozioni portano con sé una serie di vantaggi. In primo luogo, più alta è la posizione all'interno della gerarchia aziendale e più alto sarà l'incentivo elargito all'individuo (Prendergast, 1999). Questo perché ci si aspetta che ad una posizione superiore corrispondano anche responsabilità maggiori. La letteratura evidenzia come in questo contesto si possa sviluppare un meccanismo che prende il nome di *tournament*. I soggetti interessati, infatti, tenderanno a porsi in competizione gli uni con gli altri al fine di raggiungere il premio (vale a dire, la promozione e i vantaggi associati), a patto che quest'ultimo possa giustificare lo sforzo profuso (Prendergast, 1999).

Una seconda possibilità di incentivo sono i *fringe benefits*: per *fringe benefit* si intendono meccanismi di remunerazione non finanziaria che possono essere forniti dalla impresa al lavoratore. Questi possono includere, ad esempio, assicurazioni sanitarie, o più in generale previdenza sociale, o altri tipi di facilitazioni, tra cui i piani pensionistici. I piani pensionistici sono solitamente basati sul salario, per cui ogni aumento di quest'ultimo si ripercuoterà positivamente su tale piano. I manager possono beneficiare inoltre di piani pensionistici supplementari (SERP), basati sugli anni di servizio accreditati o sul rendimento aziendale (Murphy, 1999).

Un ultimo meccanismo di incentivazione, probabilmente il più comune, è la minaccia di licenziamento in caso di prestazione non soddisfacente. La minaccia di licenziamento può essere intesa infatti come un meccanismo non lineare di incentivazione, dove – qualora non venisse raggiunto un certo livello di performance – il lavoratore non avrebbe più accesso ai benefici futuri che otterrebbe qualora mantenesse il posto di lavoro (Prenderast, 1999). Anche in questo caso, questo meccanismo deve essere letto nell'ottica delle prestazioni ripetute.

## 2.2 LE VARIABILI DA TENERE IN CONSIDERAZIONE

Gli incentivi, monetari e non, hanno lo scopo di migliorare l'efficacia delle prestazioni all'interno di un'organizzazione. Vi sono tuttavia alcune variabili da tenere in considerazione – quando si pianificano i bonus monetari – poiché possono modificare sensibilmente la percezione che i soggetti hanno di questi.



Di seguito verranno illustrate tali variabili, seguendo la linea teorica proposta da Bonner e Sprinkle (2002). In particolare, gli autori propongono una visione della performance come funzione di variabili personali, di *task*, ambientali e di incentivi).

### 2.2.1 LE VARIABILI PERSONALI

Le variabili personali sono degli attributi individuali, piuttosto che una linea di condotta, che influenzano il modo in cui l'individuo svolge il proprio compito. Questi fattori (come ad esempio motivazione, abilità, conoscenza, propensione al rischio ...) possono quindi modificare l'effetto che un incentivo può avere sull'individuo e per questo sono importanti da individuare.

Un primo esempio di fattore altamente condizionante è l'abilità dell'individuo. L'abilità (cioè la conoscenza e l'organizzazione di questa attorno a concetti significativi, la capacità di *problem solving* ...) può migliorare in via diretta, a prescindere dagli incentivi, le prestazioni attorno ad una mansione; qualora il soggetto mancasse delle abilità adeguate, infatti, a prescindere dagli incentivi potrebbe non essere in grado di portare a termine il compito affidatogli. Il ruolo indiretto di questa variabile personale di conseguenza è che può fungere di per sé come meccanismo di autoselezione. Gli incentivi infatti possono aumentare lo sforzo, ma tra lo sforzo e una performance efficace è necessaria anche una certa misura di abilità: se gli individui non ritengono di poter raggiungere l'obiettivo meritevole di bonus, non intraprenderanno lo sforzo. D'altro canto, Bonner e Sprinkle (2002) sostengono anche che di per sé l'abilità non garantisca alti livelli di rendimento, ma che debba essere supportata dai giusti meccanismi motivazionali. Per questo motivo, abilità e incentivi monetari possono essere intesi come complementari. Questo meccanismo può essere particolarmente evidente nel meccanismo di *tournament* descritto nel paragrafo precedente, poiché nel momento in cui gli individui si auto-valuteranno non in grado di conseguire l'obiettivo nel rispetto delle proprie abilità (o in confronto agli altri) si auto-elimineranno dalla competizione.

Un'altra variabile che può essere presa in considerazione, è il tipo di necessità che l'individuo si aspetta di soddisfare. Individui particolarmente motivati, infatti, saranno potenzialmente meno sensibili agli incentivi, poiché probabilmente il loro sforzo sarebbe elevato indipendentemente dalla situazione. Al contrario invece, individui con un basso bisogno di successo, potrebbero essere particolarmente reattivi al meccanismo incentivante.

### 2.2.2 LE VARIABILI DI TASK

Comprendere il tipo di attività che si deve incentivare è profondamente importante. Le variabili che vi sono collegate possono variare dalle caratteristiche funzionali dell'attività alla attrattività

di questa. Bonner e Sprinkle (2002) in particolare, si concentrano sulla complessità del compito. Per complessità del compito, si intende la quantità di attenzione necessaria al processo di elaborazione di questo, alla chiarezza delle informazioni disponibili e al suo grado di strutturazione. Di conseguenza, meno è strutturata la *task* – e più attenzione è necessaria – e più questa verrà ritenuta complessa. Viene evidenziato come di base la complessità del compito tenda a modificare l'efficacia degli incentivi. Questo avviene principalmente rispetto a tre fattori: la durata e l'intensità dello sforzo, lo sviluppo della strategia (al conseguimento dell'obiettivo preposto), la performance. In generale, si considera che la probabilità che gli incentivi influenzino positivamente la performance diminuisca all'aumentare della complessità dell'attività. All'interno di queste considerazioni, bisogna tuttavia tenere conto che l'abilità mantiene un ruolo preponderante, in quanto influenza le modalità di risoluzione di una *task* complessa. L'analisi proseguirà tuttavia non considerando quest'ultima variabile, al fine di mettere in luce ciascun elemento in maniera incondizionata.

Nel momento in cui viene proposta una attività complessa, gli individui pondereranno in maniera analitica lo sforzo che verrebbe richiesto e lo confronteranno ai benefici ottenibili. Chiaramente, qualora l'attività venga considerata eccessivamente complessa a fronte dei relativi bonus, gli agenti saranno meno propensi a dedicarvi tempo e impegno, attenuando la relazione positiva incentivo-sforzo. Il secondo fattore che entra in gioco all'aumentare della complessità dell'attività è lo sviluppo della strategia di risoluzione di tale complessità. Lo sforzo diretto nel trovare una soluzione comporta l'elaborazione di nuove strategie di esecuzione e questo è indice di una maggiore intensità dell'impegno profuso. Allo stesso tempo, una dedizione maggiore nel trovare vie alternative comporta un costo maggiore associato alla soluzione della *task*. Infine, l'effetto della complessità sulla performance si presenta in quanto, oltre ad un maggiore sforzo, viene richiesta anche una maggiore competenza. Da questa ultima variabile sono inscindibili le considerazioni sull'abilità, in quanto il soggetto, qualora non fosse dotato delle abilità necessarie, si auto-escluderebbe dall'adempimento del compito e (e dal guadagno dei relativi benefici).

Una seconda variabile di *task* che si potrebbe menzionare riguarda il modo in cui l'attività viene presentata e quindi percepita. Essendo che le preferenze nei confronti di un'attività saranno coerenti con la relativa possibilità di portare a termine il compito, se la *task* viene presentata come poco attrattiva o esageratamente complessa sarà più difficile che venga efficacemente presa a carico. In questo contesto gli incentivi sono utili nel minimizzare i problemi percepiti. Al contrario, qualora l'attività apparisse di per sé attrattiva, inserirvi la componente bonus potrebbe limitarne la motivazione e l'iniziativa.

### 2.2.3 LE VARIABILI AMBIENTALI

Le variabili ambientali includono fattori come gli obiettivi prestabiliti, il feedback, le variabili contabili. Anche gli incentivi, sebbene vengano trattati separatamente da Bonner e Sprinkle (2002), rientrano in questa categoria. In generale, una variabile ambientale si può identificare in ogni fattore che influenzi le circostanze in cui un individuo sta operando (Bonner, 1999). In particolare, l'obiettivo degli autori è mettere in luce altre variabili ambientali – oltre agli incentivi monetari – che possono influenzare la prestazione di un individuo attorno ad una certa *task*.

Come primo elemento di analisi vengono presi in considerazione gli obiettivi assegnati. Gli obiettivi assegnati possono essere di breve o di lungo termine, vengono continuamente rivisti e sono un importante strumento di controllo, soprattutto dal punto di vista contabile (obiettivi di profitto, di costo di produzione ...). In particolare, assumendo tali obiettivi come *benchmark* rispetto alle prestazioni degli agenti, questi risulteranno motivati a dirigersi gli sforzi. L'assegnazione di obiettivi, inoltre, instaura un meccanismo di individuazione di nuove strategie per portare a termine l'attività, sviluppo degli obiettivi personali e considerazioni sull'auto-efficacia. La difficoltà dell'obiettivo ben specificato si ritiene correlata positivamente alla prestazione (tramite un innalzamento dello standard di riferimento e una corrispondente dedizione) fino al punto in cui viene considerato raggiungibile; dopo questo punto, l'effetto sarà opposto. Per questi motivi, si ritiene che gli obiettivi contabili prefissati abbiano un effetto positivo congiunto, ma non sostitutivo, agli incentivi monetari.

Una seconda variabile ambientale presa in considerazione è il *feedback*. L'obiettivo di questo fattore è offrire ad un individuo una revisione della sua prestazione. Oltre ad avere una componente motivante, si presuppone che il *feedback* abbia l'obiettivo di far apprendere al soggetto come rendere qualitativamente più efficace il proprio sforzo, anche se non è chiaro – a detta degli autori – in che misura questo sia effettivo e se vada in qualche modo ad influenzare la riuscita degli incentivi monetari. In generale, si può considerare la possibilità che *feedback* e incentivi monetari lavorino come complementi: vale a dire, vista l'indubbia utilità delle informazioni che questo fattore offre al fine di migliorare l'apprendimento e le prestazioni, gli incentivi monetari possono fungere da supporto per far sì che questo surplus di informazioni venga effettivamente utilizzato, coerentemente con gli obiettivi dell'impresa.

### 2.2.4 LE VARIABILI DI INCENTIVI

Analizzare separatamente come i piani di incentivazione possano influenzare la prestazione di un individuo può aiutare a individuare tramite quali schemi si può contribuire ad un allineamento efficace degli interessi all'interno dell'impresa. Nella progettazione dei piani è

importante tenere in considerazione quali processi cognitivi e motivazionali vengono coinvolti nello svolgimento di una determinata performance. In particolare, lo schema di incentivi può influenzare il rapporto tra incentivi e sforzo e quello tra sforzo e performance.

Sprinkle e Bonner (2002) analizzano dapprima la dimensione di performance che viene premiata dal piano di bonus. Questo avviene perché le performance oggetto di incentivo possono essere intrinsecamente diverse tra di loro (per dimensione, difficoltà, metodo di valutazione ...). Vista l'eterogeneità delle attività che caratterizzano i processi aziendali, gli incentivi possono apportare un duplice contributo: da un lato i già citati meccanismi di motivazione, dall'altro possono svolgere un ruolo informativo e di indirizzamento degli sforzi degli individui verso gli obiettivi individuati. La valutazione di quale dimensione incentivare può essere tuttavia complessa in contesti multidimensionali, dove l'individuo è portato a svolgere più compiti complessi e deve essere condotta con attenzione: innanzitutto, premiando una dimensione piuttosto che un'altra si corre il rischio di provocare una allocazione inefficiente degli sforzi rispetto alle attività non incentivate; in secondo luogo, è necessario riuscire ad indurre correttamente all'assunzione di un determinato livello di rischio, nella presa in carico di un progetto, da parte dei manager.

Un secondo fattore da tenere in considerazione è il livello della retribuzione. È di particolare interesse infatti l'individuazione di un livello che possa da un lato minimizzare i costi da parte dell'impresa e dall'altro assicurare una performance efficace da parte dell'agente. Tuttavia, mentre è chiaro che la retribuzione abbia un potere incentivante rispetto alle prestazioni di un individuo, non è chiaro con quale intensità avvenga questa influenza. Dalla Teoria dell'Agenzia abbiamo ricavato che un incentivo è efficace qualora i benefici percepiti dal lavoratore superino i costi associati; all'analisi condotta in precedenza possiamo aggiungere che abilità ed efficacia sono caratteristiche intrinseche dell'individuo che condizionano le probabilità che egli porti a termine correttamente la prestazione.

Anche la tempistica con cui un incentivo monetario viene introdotto può modificare la sua efficacia. Gli incentivi possono essere infatti essere introdotti prima o dopo che il soggetto abbia stabilito le linee di condotta rispetto ad una certa attività. Va da sé che, laddove la produttività sia particolarmente sensibile allo sforzo profuso, gli incentivi saranno più efficaci se introdotti a priori.

### 2.3 I COSTI POTENZIALI

È stato illustrato come stabilire un piano remunerativo, supportato dai relativi schemi di incentivi, richieda complesse considerazioni riguardo ad una moltitudine di variabili. Fino a questo punto sono stati evidenziati alcuni potenziali benefici che il manager e l'azienda potrebbero trarre da ciascuna alternativa. Nel seguente paragrafo, invece, si cercherà di evidenziare quelli che sono i principali costi, che fanno da contraltare a quanto descritto in precedenza.

Il problema che fa da scheletro ai costi che verranno illustrati ha origine nella relazione di agenzia tra manager e shareholder. Tale relazione causa inevitabilmente una condizione di asimmetria informativa, dovuta al fatto che non tutte le azioni dell'agente possono essere osservabili. Da ciò, consegue a sua volta la visione del problema di agenzia come un problema di azzardo morale (Hölmstrom, 1979).

A prescindere dal deficit di informazioni a disposizione, esse vengono utilizzate comunque come supporto alla creazione dei piani remunerativi. Esse infatti, seppure scarse, contribuiscono alla creazione di tali profili (Hölmstrom, 1979). Un primo tipo di costo che si può riscontrare in questo contesto è generato dall'opportunismo pre-contrattuale che potrebbe motivare l'agente a non rivelare informazioni utili in fase di disegno del contratto remunerativo. Ad esempio, in fase di decisione degli obiettivi di budget, i manager potrebbero essere tentati di presentare programmi meno propositivi rispetto a quello che si potrebbe e si dovrebbe fare, al fine che gli vengano affidati obiettivi meno esigenti (Prendergast, 1999). Lo stesso può avvenire in ambito di decisione dei valori di soglia e di *cap* dei bonus, e del relativo target, abbassando gli standard di prestazione. Prendergast (1999) individua una possibile soluzione a questo nella linearizzazione del rapporto *pay-performance*, impegnandosi a non modificare questo rapporto annualmente in base al budget di esercizio. In questo modo i manager non avrebbero incentivi a mentire nel processo di definizione degli obiettivi oggetto di bonus, dal momento che questo non ne condizionerebbe gli incentivi. Oltre alla linearizzazione del rapporto *pay-performance*, un'altra possibile soluzione è quella di ricercare gli standard di prestazione in misure oggettive che vadano al di là del controllo diretto dei manager. Un secondo tipo di opportunismo, sempre generato dalla mancanza di informazioni sufficienti a prevedere il comportamento dell'agente, nasce in seguito alla decisione dei piani di incentivi. In presenza di attività complesse da portare a termine e contratti oggettivi, infatti, l'agente tendenzialmente preferirà le attività oggetto di incentivo, prestando meno attenzione alle altre. Questo problema prende il nome di *multitasking* (Prendergast, 1999). Poiché è difficile specificare – tramite un contratto basato su misure oggettive – tutti gli aspetti rilevanti delle mansioni di un manager, un metodo per fornire una visione più complessiva potrebbe essere

includere nella valutazione elementi di soggettività. Va da sé tuttavia che la presenza di elementi soggettivi nella valutazione causerà ulteriori comportamenti inefficienti sia dal lato del manager sia da quello del supervisore. Ad esempio, Prendergast (1999) indica che il supervisore potrebbe volutamente sottovalutare le prestazioni del manager in maniera che il costo dei bonus da elargire sia inferiore; oppure, al contrario, esso potrebbe sovrastimare il lavoro oggetto di giudizio, in quanto condizionato dai lavoratori stessi o per la semplice volontà di evitare di dare giudizi negativi. Sicuramente, un modo per arginare questi problemi, causati dalla mancanza sostanziale di informazioni appena descritta, è investire le proprie risorse in sistemi di monitoraggio (Hölmstrom, 1979).

Un'altra categoria di problemi nasce invece a causa della rischiosità intrinseca ai programmi di incentivi. In questo contesto vale la pena richiamare nuovamente che, secondo la Teoria dell'Agenzia, essendo gli agenti avversi al rischio, essi si impegneranno a svolgere una determinata attività solo se i benefici conseguibili superano i costi che si dovrebbero sopportare altrimenti. Per garantire ciò, deve essere pagato a tali individui un adeguato premio per il rischio, che li spinga nella direzione degli obiettivi dell'impresa. In questo modo, gli incentivi monetari genereranno una risposta positiva in termini di sforzo e performance (Bonner e Sprinkle, 2002). Ovviamente, la decisione di elargire il suddetto premio per il rischio deve essere correlata alle aspettative, da parte dei principali, che questo si traduca in una performance efficace. Anche in questo caso, può essere utile avvalersi di un metro di giudizio che contenga elementi di valutazione soggettiva (Jensen e Murphy, 2004).

Il problema della rischiosità è particolarmente presente nel meccanismo remunerativo tramite piani azionari. A causa della rischiosità di questi, infatti, vi sarà una sostanziale differenza tra il valore remunerativo effettivamente offerto dai piani azionari e quello percepito dai manager. I manager infatti, non potendo diversificare il rischio, chiederanno un premio per il rischio che si traduce in salari più alti da pagare da parte dei principali (Jensen e Murphy, 2004). Gli shareholder si troveranno pertanto di fronte alla valutazione del costo-opportunità di questi piani azionari, nel caso in cui fossero proposti a investitori esterni (Murphy, 1999). L'alternativa sarebbe offrire una remunerazione fissa senza rischi, ma i piani di incentivi che contengono una parte di rischio sono utili a fornire ulteriori informazioni sugli agenti: infatti, si potrà presupporre che, qualora venga presa in carico un'iniziativa rischiosa, il manager abbia una sostanziale fiducia nella riuscita di questa (Jensen e Murphy, 2004).

Una parte di letteratura sostiene che i suddetti problemi siano intrinseci anche ai meccanismi di *pay-performance* meglio progettati (Frey e Osterloh, 2005 e Benz e Frey, 2007). Questo nasce – secondo tali autori – dalla visione scorretta proposta dalla Teoria dell'Agenzia secondo la

quale l'impresa sia un *nexus* di contratti tra manager e shareholder, dove i primi devono essere spinti a soddisfare gli interessi dei secondi tramite i giusti incentivi. Al contrario, l'impresa dovrebbe essere definita come un insieme di individui strettamente interdipendenti, i cui input *firm-specific* generano un surplus per l'impresa che il lavoro svolto individualmente non sarebbe in grado di creare (Frey e Osterloh, 2005). Questa teoria prende il nome di *Common Pool Approach*. Secondo questa visione collettivistica, gli individui possono essere indirizzati a perseguire gli interessi dell'impresa sia da organismi di monitoraggio sia dalla motivazione intrinseca a perseguire interessi pro-sociali, lasciando al meccanismo di incentivazione *pay-performance* un ruolo marginale.

Al fine di evitare tali problematiche di manipolazione dei piani remunerativi e di sistemi di incentivi legati in gran parte a fattori variabili – e quindi rischiosi – questa parte di letteratura propone da un lato il ritorno ad un meccanismo di compensazione fondamentalmente basato sulla componente fissa della remunerazione, lasciando a quella variabile una funzione marginale; dall'altro evidenzia l'importanza di assicurare una netta divisione dei poteri all'interno dell'impresa (Benz e Frey, 2007). La prima soluzione infatti, garantisce una rischiosità notevolmente inferiore della remunerazione, essendo il salario base regolato sull'andamento di mercato, sulle politiche remunerative attuate dalle altre aziende prese come benchmark e in parte su caratteristiche particolari della sua mansione come ad esempio il grado di conoscenze richiesto dalla stessa o la gravità della responsabilità affidatagli; inoltre, questo meccanismo porterebbe gli individui a concentrarsi maggiormente sul contenuto del proprio lavoro. Anche la divisione dei poteri, dal suo canto, contribuirebbe a prevenire la possibilità che un individuo influisca nelle decisioni riguardanti la propria remunerazione (Frey e Osterloh, 2005 e Benz e Frey, 2007).

In questo capitolo, dunque, si è cercato di mettere in evidenza l'eterogeneità dei fattori da considerare di fronte alla necessità di stabilire un piano remunerativo che allinei le necessità dei manager a quelle degli shareholder e le relative difficoltà.

L'interesse a questo punto verterà su come possa essere organizzata la struttura remunerativa – alla luce delle considerazioni appena fatte – all'interno di aziende che si distinguono per l'attenzione ai fattori ESG.

## CAPITOLO 3 – I PIANI REMUNERATIVI NELLE AZIENDE SOSTENIBILI: ANALISI EMPIRICA

### 3.1 I SUSTAINABILITY TARGET

In questo capitolo, si assume che l'impresa persegua come obiettivo la cosiddetta *Enlightened Value Maximization*. L'impresa, dunque, si presuppone abbia come obiettivo di lungo termine la massimizzazione del proprio valore, alla luce delle necessità di tutti i suoi stakeholder, dove per valore non è più corretto indicare la mera massimizzazione dei profitti. È necessario infatti prendere una via interpretativa più ampia che coinvolga i diversi interlocutori dell'azienda (Jensen e Murphy, 2004).

In questo senso, nel perseguimento degli obiettivi aziendali stanno assumendo un'importanza crescente le tematiche relative ai fattori ESG (vale a dire, variabili ambientali, sociali e di governance). Questi elementi, se da un lato sono un fattore di differenziazione e quindi di vantaggio competitivo, dall'altro sono un impegno da perseguire e monitorare con attenzione. Essi inoltre non si limitano ad un obiettivo specifico, ma diventano una variabile che influenza i *core business* dell'impresa. Per questo motivo, la *disclosure* relativa ai temi di sostenibilità si distribuisce trasversalmente nelle varie sezioni dei report che vengono resi disponibili al pubblico dalle imprese stesse. Pertanto, oltre che ad un'apposita sezione, dove vengono evidenziati i progetti di tipo ESG e le responsabilità assunte, tali aspetti verranno evidenziati anche in relazione agli obiettivi strategici dalle aziende.

In questa direzione, viene riconosciuta una spinta da parte di varie organizzazioni – come GRI (*Global Reporting Initiative*), WBCSD (*World Business Council for Sustainable Development*), PRI (*Principles of Responsible Investment*) – a sviluppare un'apposita *disclosure* attorno ai possibili SRI e ai mezzi con cui si intende portarli a termine.

In particolare, viene dedicata particolare attenzione ai fattori ESG all'interno dei piani remunerativi, come si può riscontrare nella guida proposta dall'organizzazione PRI (2012). Tale guida offre delle indicazioni riguardo a come scegliere le giuste misure ESG nel disegno dei piani remunerativi, come legarle correttamente alla performance dei manager e come comunicare all'esterno dell'impresa tali pratiche. Tale guida è stata presa come riferimento in un'analisi svolta dalla medesima associazione (2016), riguardo a 84 aziende operanti nel settore estrattivo e delle *utilities*, in cui sono state confrontate variabili come la presenza dei fattori ESG all'interno delle decisioni remunerative, i target scelti per la valutazione di tali fattori e le relative decisioni di *disclosure*.



In questa relazione, si propone un'analisi di alcuni report (relativi agli anni 2016-2018) delle *Top 25 Sustainable Companies 2018*, individuate dalla rivista economica Forbes (2018), al fine di verificare se all'interno dei piani remunerativi siano state incluse queste tematiche.

La scelta di tali imprese (riportate secondo la classifica proposta da Forbes, in **Figura 5**) nasce dal presupposto che queste, vista la classifica sotto riportata, dedichino un'attenzione particolare a queste tematiche.

13. Merck	U.S.	Pharmaceuticals	1. Dassault Systemes	France	Software
14. Natura Cosmeticos	Brazil	Personal Products	2. Neste	Finland	Oil, Gas & Consumable Fuels
15. Pearson	UK	Media	3. Valeo	France	Auto Components
16. Amadeus IT Group	Spain	IT Services	4. Ucb	Belgium	Pharmaceuticals
17. Bayerische Motoren Werke	Germany	Automobiles	5. Outotec	Finland	Construction & Engineering
18. Companhia Energetica de Minas Gerais CEMIG	Brazil	Electric Utilities	6. Amundi	France	Capital Markets
19. Koninklijke Philips	Netherlands	Industrial Conglomerate	7. Cisco Systems	U.S.	Communications Equipment
20. Allergan	U.S.	Pharmaceuticals	8. Autodesk	U.S.	Software
21. Honda Motor Co	Japan	Automobiles	9. Siemens	Germany	Industrial Conglomerates
22. Sanofi SA	France	Pharmaceuticals	10. Samsung SDI	S. Korea	Electronics, Instruments & Components
23. McCormick	U.S.	Food Products	11. Aareal Bank	Germany	Thriffs & Mortgage Finance
24. Commonwealth Bank of Australia	Australia	Banks	12. Enbridge	Canada	Oil, Gas & Consumable Fuels
25. Vivendi	France	Media			

**Figura 5:** Top 25 Sustainable Companies 2018. Fonte: Strauss, 2018. *The World's Most Sustainable Companies, 2018*. Forbes

In particolare, la sezione che si andrà ad analizzare riguarda la parte variabile della remunerazione, cioè quella soggetta alla regola *pay for performance*.

Ci si potrebbe aspettare infatti che, nel caso in cui la sostenibilità venisse presa in considerazione come parte degli obiettivi aziendali, anche questa sarebbe enumerata tra i target in base ai quali valutare la performance manageriale.

Tuttavia, se da un lato si presume che tali comportamenti vengano in qualche modo indirizzati tramite il piano di incentivi, dall'altro ci si potrebbe aspettare che tale meccanismo non venga implementato, al fine di evitare l'effetto di *crowding out* (Frey e Osterloh, 2005). Secondo tale effetto, è deleterio incentivare un comportamento pro-sociale che potrebbe nascere a prescindere, grazie all'inclinazione naturale dell'individuo.

Questo perché incentivare monetariamente un'azione, di per sé mossa dalla volontà personale di attuare un comportamento socialmente utile, tende a sminuirne il significato intrinseco.

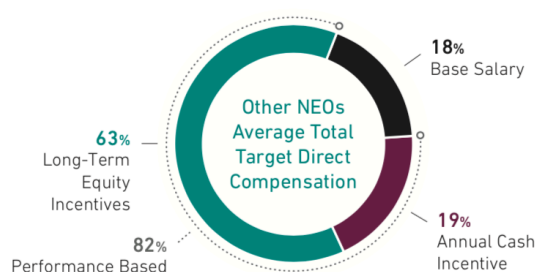
All'interno dei piani remunerativi delle aziende prese in considerazione, la presenza di obiettivi di sostenibilità verrà analizzata secondo i seguenti aspetti:

- La percentuale di imprese che hanno preso in considerazione fattori di tipo ESG nei loro piani remunerativi
- Il peso di tali fattori, se presenti, sulle componenti variabili della remunerazione
- L'enfasi sui fattori ESG, nella decisione dei metodi di incentivazione, rispetto agli obiettivi di breve periodo
- Il peso, nella valutazione della remunerazione, del contributo individuale agli obiettivi di tipo ESG

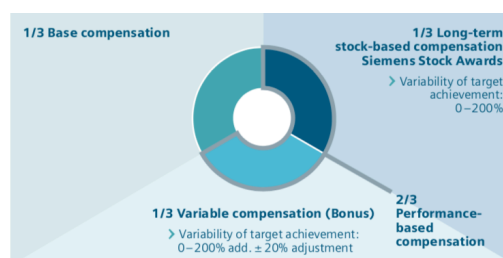
Tali punti verranno presi in considerazione per provare a valutare se e come i piani remunerativi contribuiscono alla creazione di valore per l'azienda e per i suoi stakeholder. L'obiettivo quindi non sarà tanto di verificare come tali aziende implementano i loro programmi di CSR, quanto di analizzare come tali comportamenti sono (o potrebbero essere) incentivati.

### 3.2 ANALISI E COMMENTO AI RISULTATI

Nell'approccio all'analisi sono state fatte due considerazioni di carattere preliminare. In primo luogo, si è cercato di verificare se vi fosse qualche rimando, nella scelta dei gruppi di pari, a fattori ESG. Tuttavia, dal momento che i gruppi di pari sono stati confrontati dalle imprese per valutare il salario base, non erano presenti considerazioni relative a questi fattori. In secondo luogo, si è notato un approccio variabile rispetto alla presenza dei fattori del *pay mix* all'interno dei piani di remunerazione. In generale, la maggior parte delle aziende ha optato per una netta preponderanza della componente rischiosa *performance based*. Le **Figure 6 e 7** offrono un esempio a riguardo.



**Figura 6:** Piano remunerativo dei NEO di Merck, 2017. Fonte: 2018 Notice Of Annual Meeting And Proxy Statement, Merck.



**Figura 7:** Piano remunerativo dei NEO di Siemens, 2017. Fonte: Siemens Annual Report 2017, Siemens.

Da una visione dei piani remunerativi, descritti all'interno dei report, si riscontrano pertanto diversi meccanismi sia di incentivazione sia di *disclosure* di questi.

Nonostante la maggioranza delle sezioni dedichino una parte alle considerazioni ambientali, sociali e di governance, non sono sempre presenti riferimenti ai fattori ESG nelle considerazioni sulla remunerazione. Nel caso delle aziende menzionate, infatti, solo il 60% richiama tali obiettivi nel descrivere la struttura dei piani di compensazione dei manager, come si può vedere nella tabella riassuntiva (**Figura 8**).

IMPRESA	PAESE	SETTORE	RICHIAMO AI FATTORI ESG
Aareal Bank	Germany	Thriffs & Mortgage Finance	No
Allergan	U.S.	Pharmaceuticals	Si
Amadeus IT Group	Spain	IT Services	No
Amundi	France	Capital Markets	No
Autodesk	U.S.	Software	No
Bayerische Motoren Werke	Germany	Automobiles	Si
Cisco Systems	U.S.	Communications Equipment	Si
Commonwealth Bank of Australia	Australia	Banks	Si
Companhia Energetica de Minas Gerais CEMIG	Brazil	Electric Utilities	No
Dassault Systemes	France	Software	Si
Enbridge	Canada	Oil, Gas & Consumable Fuels	Si
Honda Motor Co	Japan	Automobiles	Si
Koninklijke Philips	Netherlands	Industrial Conglomerates	Si
McCormick	U.S.	Food Products	No
Merck	U.S.	Pharmaceuticals	Si
Natura Cosmetics	Brazil	Personal Products	No
Neste	Finland	Oil, Gas & Consumable Fuels	Si
Outotec	Finland	Construction & Engineering	No
Pearson	UK	Media	Si
Samsung SDI	S. Korea	Electronics, Instruments & Components	No
Sanofi SA	France	Pharmaceuticals	Si
Siemens	Germany	Industrial Conglomerates	Si
Ucb	Belgium	Pharmaceuticals	Si
Valeo	France	Auto Components	No
Vivendi	France	Media	Si

**Figura 8:** Richiamo ai fattori ESG nei piani remunerativi delle Top 25 *Sustainable Companies* 2018 secondo Forbes, a cura dell'autrice della relazione.

Inoltre, nonostante l'interesse rivelato ad allineare le azioni dei manager alle politiche sostenibili delle imprese, solo l'8% di queste riferisce in che misura questo dovrebbe avvenire. In particolare, solo Vivendi rivela (nel suo *Annual Report* 2017) che la percentuale della remunerazione variabile conferita ai manager nel 2018 sarà riferita per il 5% al conseguimento degli obiettivi RSI da parte del gruppo. L'altra azienda in questione invece (BMW) comunica il peso che hanno le misure qualitative (tra cui il contributo al perseguimento degli obiettivi di sostenibilità) nelle valutazioni della performance, senza tuttavia dare indicazioni precise riguardo a tali parametri. All'interno del relativo *Annual Report* (2017) viene infatti specificato che tali criteri riguardano fattori come innovazione, leadership, posizionamento nel mercato e cultura aziendale e che il relativo fattore di rendimento sia compreso tra 0 e 1,8.

Altre aziende (come CEMIG, Natura Cosmetics e Amundi), invece, pur distinguendosi per l'ammontare di *disclosure* presentata rispetto ai fattori ambientali, sociali e di governance (in

buona parte relativi al trattamento eguale dei lavoratori, come descritto nei relativi report annuali 2017), non accennano alla presenza di tali variabili nelle decisioni di remunerazione. Relativamente alla presenza di fattori ESG nelle decisioni di incentivazione di breve periodo, questi vengono messi in evidenza nel 16% delle aziende: le imprese Enbridge, Pearson, Siemens e Ucb evidenziano infatti l'importanza conferita al contributo che si può dare alla creazione di *enlightened value* anche nel breve periodo. Nel caso di Pearson, tuttavia, l'enfasi sugli incentivi di breve periodo potrebbe derivare dal periodo di trasformazione che l'impresa sta subendo.

Infine, nel 20% dei casi gli obiettivi da raggiungere al fine di conseguire i bonus sono stati legati in una certa misura alla performance personale, oltre che a quella dell'azienda: ad esempio, nel caso di Philips il 20% degli obiettivi sono riferiti alla performance individuale del manager, mentre per Sanofi ammonta al 60% e per Siemens al 33%. Ucb e Enbridge, invece, indicano dei moltiplicatori della performance individuale (IPM), per misurare la performance individuale di breve periodo (rispettivamente da 0 a 1,75 e da 1 a 1,75).

Dalla ricerca svolta non risultano dunque evidenze rilevanti riguardo all'utilizzo dei fattori ESG nei piani remunerativi delle imprese, né la *disclosure* effettuata da queste permette di trarre conclusioni soddisfacenti. In generale, la remunerazione rimane focalizzata sulla performance finanziaria e non particolarmente sugli indicatori non monetari presi in considerazione.

Una giustificazione potrebbe essere che tali informazioni su cui basare la remunerazione non vengano rivelate per decisioni strategiche, come sostenuto da Dassault Systemes nel suo *Annual Report* (2017). Ciò che emerge comunque è che, a prescindere dall'attenzione prestata da queste imprese ai problemi di sostenibilità, i sistemi di incentivazione non mostrano particolari evidenze di allineamento ai relativi obiettivi.

In linea con il rapporto tra principale e agente assunto in questa relazione, al fine di indirizzare gli interessi dei manager a quelli dei vari stakeholder – e creare di conseguenza valore a lungo termine per l'azienda – risulta necessario prendere in considerazione anche queste tematiche nella scelta degli incentivi.

Una seconda considerazione che potrebbe essere avanzata è la scarsa fiducia verso i meccanismi di incentivazione con riguardo ai comportamenti pro-sociali. Infatti, incentivare questo tipo di comportamenti potrebbe degenerare in un effetto di *crowding-out*. Allo stesso tempo, il *relative price effect* dimostra che un aumento degli incentivi si può tradurre in un aumento degli sforzi da parte degli agenti, per cui l'effetto finale risulta difficilmente prevedibile a priori (Frey e Osterloh, 2005).

Appare importante tuttavia, vista l'attualità della questione, trovare un modo efficace che indirizzi i manager verso lo sviluppo sostenibile. Oltre ad essere una responsabilità, infatti, una politica di RSI ben strutturata può divenire una leva efficace per guadagnare vantaggio competitivo (Maas e Rosendaal, 2016).

## CONCLUSIONI

L'analisi proposta in questa relazione si è posta l'obiettivo, in primo luogo, di evidenziare il contesto teorico a cui si riconducono i piani remunerativi (e i relativi meccanismi di incentivazione); in secondo luogo di accompagnare a tali premesse una ricerca empirica nel particolare contesto delle imprese che includono tra i loro *core business* obiettivi di carattere ambientale o sociale.

È stato visto come le relazioni all'interno dell'impresa possano essere ricondotte al rapporto *principal – agent* proposto dalla Teoria dell'Agenzia e che, nel caso specifico del rapporto tra manager a stakeholder, i problemi derivino dalla relativa separazione tra possesso e controllo. A tal fine, la remunerazione è vista come un mezzo per allineare gli interessi degli shareholder a quelli dei manager, che altrimenti tenderebbero a massimizzare l'utilità personale a discapito degli obiettivi dell'impresa. Si è passato successivamente ad analizzare cosa significhi massimizzare lo *Shareholder Value* e come questa accezione sia cambiata a seguito di una maggiore attenzione alle preoccupazioni sociali e ambientali. Ne deriva che pianificare un piano di remunerazione in maniera efficace sia un meccanismo tanto importante, quanto complesso, vista la varietà di possibilità a disposizione. Con lo scopo di incentivare il manager a raggiungere determinati obiettivi, che possono essere stabiliti ed elargiti tramite diversi criteri, il meccanismo remunerativo di *pay-for-performance* si focalizza sulla parte variabile della compensazione. Oltre alla varietà dei meccanismi che possono essere utilizzati, inoltre, vi sono diverse variabili che possono influenzare la riuscita di questi. Infatti fattori ambientali, personali e relativi alla *task* possono condizionare l'efficacia dell'incentivo monetario al raggiungimento di un determinato obiettivo di performance. Tale metodo inoltre non è esente da diversi difetti, tra cui un'attenzione esclusivamente diretta alle attività oggetto di bonus, se non addirittura il rischio di manipolazione dei criteri in base ai quali si misura la performance e una crescita esagerata dei compensi dei vertici aziendali (Frey e Osterloh, 2005). Nonostante sia stata riscontrata negli ultimi anni una maggiore trasparenza nella valutazione meccanismi remunerativi (si veda, ad esempio, l'introduzione del voto consultivo di *Say on Pay*) e nella *disclosure* di questi, tali problemi vengono considerati da una parte della letteratura come non superabili (Frey e Osterloh, 2005 e Benz e Frey, 2007). Secondo questo punto di vista, infatti, la soluzione è quella di abbandonare la visione dell'impresa, proposta dalla Teoria dell'Agenzia, come un insieme di contratti stipulati tra individui interessati a massimizzare l'utilità personale, e assumere che l'impresa sia composta da un insieme di individui legati da complesse interdipendenze, il cui lavoro congiunto genera un ulteriore surplus per l'impresa. In quest'ottica viene di conseguenza lasciato uno spazio piuttosto marginale ai meccanismi di incentivazione e si propone un sostanziale ritorno ad un piano remunerativo prevalentemente

basato sulle componenti non variabili.

L'analisi empirica che è stata svolta sulla base delle *Top 25 Sustainable Companies* del 2018 (Forbes, 2018) si è focalizzata sui meccanismi di *pay-for-performance* e ha cercato di valutare, sulla base del materiale esaminato, se vi fosse qualche nesso tra gli obiettivi di sostenibilità dell'azienda e le scelte di incentivazione dei manager. Dalla ricerca condotta sulla base dei report delle aziende menzionate, si può riscontrare che in più della metà dei casi venga fatto cenno all'utilizzo di *sustainability target*. Tuttavia, dalla *disclosure* operata dalle aziende riguardo a questi fattori non è possibile trarre ulteriori conclusioni soddisfacenti.

A tale riguardo, sono presenti diverse organizzazioni che si pongono il fine di offrire dei criteri in base ai quali inserire questo tipo di considerazioni all'interno dei piani remunerativi e che spingono le aziende alla *disclosure* dei relativi dati. In generale, infine, si crede che dovrebbe essere fatta ulteriore ricerca su tale argomento, vista l'attualità della questione e l'impatto che hanno questo tipo di decisioni non solo sulle imprese stesse, ma anche sui soggetti che si rapportano, direttamente o indirettamente a queste<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> 12836 parole

## BIBLIOGRAFIA

AAREAL BANK GROUP AG (2017). *Annual Report 2017* [Online]. Disponibile Su: <[https://www.aareal-bank.com/fileadmin/user\\_upload/171231\\_Gb\\_En.Pdf](https://www.aareal-bank.com/fileadmin/user_upload/171231_Gb_En.Pdf)> [Data Di Accesso: 15/10/2018]

ALLERGAN PLC (2017). *2018 Annual General Meeting Of Shareholders And Proxy Statement*. [Online]. Disponibile Su: <<https://allergan-web-cdn-prod.azureedge.net/actavis/actavis/media/allergan-pdf-documents/investors/proxy%20materials/2018-poxy-statement.pdf>> [Data Di Accesso: 15/10/2018]

AMADEUS SA (2017). *Annual Report On The Remuneration Of Directors Of Listed Companies*. [Online]. Disponibile Su: <<https://corporate.amadeus.com/documents/en/investors/2018/cnmv-and-other-regulations/final-directors-remuneration-report-2017-english-.pdf>> [Data Di Accesso: 15/10/2018]

AMUNDI SA (2017). *Annual Report*. [Online]. Disponibile Su: <[http://rapportannuel.amundi.com/pdf/amundi\\_ra\\_gb\\_2017.pdf](http://rapportannuel.amundi.com/pdf/amundi_ra_gb_2017.pdf)> [Data Di Accesso: 15/10/2018]

AUER B.R. e SCHUHMACHER F., 2015. *Do Socially (Ir)Responsible Investments Pay? New Evidence From International Esg Data*. Germania: *The Quarterly Review Of Economics And Finance* 59 (2016) pp. 51–62. Elsevier B.V.

AUTODESK INC. (2017) *Annual Report. Notice Of Annual Meeting And Proxy Statement*. [Online]. Disponibile Su: <<https://investors.autodesk.com/static-files/474b9e4b-c869-44b0-991f-05226d08220f>> [Data Di Accesso: 15/10/2018]

BAIMAN S., 1990. *Agency Research In Managerial Accounting: A Second Look. Great Britain*. *Accounting Organization And Society*, Vol 15, N. 4, pp341-371. (s.l.): Pergamon Press Plc.



BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG (2017). *Annual Report 2017*. [Online]. Disponibile Su: <<https://www.press.bmwgroup.com/global/article/detail/T0279390en/Bmw-Group-Annual-Report-2017?Language=En>> [Data Di Accesso: 15/10/2018]

BENZ M. e FREY B.S., 2007. *Corporate Governance: What Can We Learn From Public Governance?*, Vol. 32, No. 1, pp 92–104. *Academy Of Management Review*, (s.l.).

BIERMAN H., 1990. *A Review Of Alfred Rappaport's Creating Shareholder Value*. *Journal Of Accounting Research*, pp140-154, (s.l.).

BONNER, 1999. Bonner, S. E. (1999). *Judgment And Decision-Making Research In Accounting*. *Accounting Horizons*. pp 13, 385–398 (s.l.). In: BONNER S.E. E SPRINKLE G.B., 2002: *The Effects Of Monetary Incentives On Effort And Task Performance: Theories, Evidence, And A Framework For Research*. *Accounting, Organizations And Society* pp. 303–345. Elsevier Science.

BONNER S.E. e SPRINKLE G.B., 2002: *The Effects Of Monetary Incentives On Effort And Task Performance: Theories, Evidence, And A Framework For Research*. *Accounting, Organizations And Society* pp. 303–345. (s.l.): Elsevier Science.

BURKE e LOGSDON (1996). *Lee Burke And Jeanne M. Logsdon. How Corporate Social Responsibility Pays Off*. *Long Range Planning*, Vol. 29, No.4, Pp. 495 - 502. (s.l.): Elsevier Science.

CEMIG (2017). *Annual And Sustainability Report 2017*. [Online]. Disponibile Su: <<http://www.cemig.com.br/2017report/paginas/ras-2017-en.pdf>> [Data Di Accesso: 15/10/2018]

CISCO SYSTEMS INC. (2017) *Notice Of Annual Meeting Of Shareholders And Proxy Statement*. [Online]. Disponibile Su: <<https://investor.cisco.com/investor-relations/financial-information/sec-filings/default.aspx>> [Data Di Accesso: 15/10/2018]

COMMONWEALTH BANK OF AUSTRALIA (2017). *Annual Report 2017*. [Online].

Disponibile Su:

<[https://www.commbank.com.au/content/dam/commbank/about-us/shareholders/pdfs/annual-reports/annual\\_report\\_2017\\_14\\_aug\\_2017.pdf](https://www.commbank.com.au/content/dam/commbank/about-us/shareholders/pdfs/annual-reports/annual_report_2017_14_aug_2017.pdf)> [Data Di Accesso: 15/10/2018]

DASSAULT SYSTEMES. *Annual Report 2017*. [Online]. Disponibile Su:

<<https://www.3ds.com/fileadmin/Company/Investors/Annual-Reports/Pdf/2017-3ds-Documents-De-Reference-En.Pdf>> [Data Di Accesso: 15/10/2018]

ENBRIDGE INC. (2018) *Notice Of 2018 Annual Meeting Of Shareholders And Proxy Statement* [Online]. Disponibile Su: <[http://www.enbridge.com/investment-center/~media/enb/documents/investor%20relations/2018/2018\\_enb\\_proxystmt\\_eng.pdf](http://www.enbridge.com/investment-center/~media/enb/documents/investor%20relations/2018/2018_enb_proxystmt_eng.pdf)>

[Data Di Accesso: 15/10/2018]

EQUILAR (2016) *Innovations In Proxy Design: An Analysis Of Executive Pay Disclosures*.

[online]. Disponibile su: <<http://marketing.equilar.com/2016-innovations-in-proxy-design>>

[data di accesso: 28/09/2018]

FAMA, E. F. e JENSEN, M. C., 1983. *Separation Of Ownership And Control*. The Journal Of Law And Economics, pp 301-325, (s.l.).

FERRI F. e GÖX R.F., 2018, *Executive Compensation, Corporate Governance, And Say On Pay*. Foundations And Trends In Accounting. Vol. 12, No. 1, pp 1–103 (s.l.).

FREY B.S. e OSTERLOH M., 2005. *Yes, Managers Should Be Paid Like Bureaucrats*. Journal Of Management Inquiry, Vol. 14 No. 1, (s.l.)

FRIEDMAN M., 1970. *The Social Responsibility Of Business Is To Increase Its Profits*. New York Times Magazine, 32. In: HART E ZINGALES, 2017. *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*. ECGI Working Paper Series In Finance. Working Paper N° 521/2017, (s.l.)

HART e ZINGALES, 2017. *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*. Ecgi Working Paper Series In Finance. Working Paper N° 521/2017, (s.l.)

HEALY P.M., 1985. *The Effect Of Bonus Schemes On Accounting Decisions*. J. Acc. Econ., 7:1-3, Pp. 85-107. In: PRENDERGAST C., 1999. *The Provision Of Incentives In Firms*. Journal Of Economic Literature. Vol. Xxxvii. pp. 7-63, (s.l.)

HENDRY, 2005. *Beyond Self-Interest: Agency Theory And The Board In A Satisficing World*. British Journal Of Management, Vol. 16, pp. 55-63, (s.l.): British Academy Of Management.

HÖLMSTROM B., 1979. *Moral Hazard And Observability*. The Bell Journal Of Economics, Vol. 10, No. 1. pp. 74-91, (s.l.).

HUSTED B.W. E ALLEN D.B., 2009. *Strategic Corporate Social Responsibility And Value Creation. A Study Of Multinational Enterprises In Mexico*. Management International Review, (s.l.).

HONDA MOTOR & CO. LTD (2017). *Corporate Governance Honda Motor Co., Ltd*. [Online]. Disponibile Su:

<[https://Global.Honda/Content/Dam/Site/Global/Investors/Cq\\_Img/Policy/Governance/20180622\\_Corporate\\_Governance\\_Report\\_2\\_E.Pdf](https://global.honda/content/dam/site/global/investors/cq_img/policy/governance/20180622_corporate_governance_report_2_e.pdf)> [Data Di Accesso: 15/10/2018]

JENSEN M.C. e MURPHY K.J. , 2004. *Remuneration: Where We've Been, How We Got To Here, What Are The Problems, And How To Fix Them*. ECGI Working Paper Series In Finance. Working Paper N°. 44/2004, (s.l.).

KLETTNER, A., CLARKE, T., e BOERSMA, M. (2013). *The governance of corporate sustainability: Empirical insights into the development, leadership and implementation of responsible business strategy*. Journal of Business Ethics, 122(1), 145-165, (s.l.).

KUNZ A.H. e PFAFF D., (2002). *Agency Theory, Performance Evaluation, And The Hypothetical Construct Of Intrinsic Motivation*. Accounting, Organizations And Society pp. 275-295. (s.l.): Elsevier Science.

MAAS K. e ROSENDAAL S. (2015). *Sustainability Targets in Executive Remuneration: Targets, Time Frame, Country and Sector Specification*. Business Strategy And The Environment. (s.l.): Wiley Online Library.

MCCORMICK LTD (2016). *Annual Report 2016*. [Online]. Disponibile Su:  
< [Http://Www.Annualreports.Com/Company/Mccormick-Company-Inc](http://www.annualreports.com/company/mccormick-company-inc)> [Data Di Accesso: 15/10/2018]

MERCK & CO. INC. (2018). *Proxy Statement*. [Online]. Disponibile Su:  
< [Https://S21.Q4cdn.Com/488056881/Files/Doc\\_Financials/2017/Merck\\_2018-Proxy-Statement\\_Bookmarked.Pdf](https://s21.q4cdn.com/488056881/files/doc_financials/2017/merck_2018-proxy-statement_bookmarked.pdf)> [Data Di Accesso: 15/10/2018]

MURPHY K.J., 1990. *Executive Compensation*. Handbook Of Labor Economics, Volume 3. (s.l.): Elsevier Science.

NATURA COSMETICOS S.A. (2017) *Annual Report 2017*. [Online]. Disponibile Su:  
< [Https://Natu.Infoinvest.Com.Br/Enu/6628/Relatorio%20anual%202017%20-%20ing.Pdf](https://natu.infoinvest.com.br/enu/6628/relatorio%20anual%202017%20-%20ing.pdf)>  
[Data Di Accesso: 15/10/2018]

NESTE INC. (2017). *Annual Report*. [Online]. Disponibile Su:  
< [Https://Www.Neste.Com/Corporate-Info/News-Inspiration/Material-Uploads/Annual-Reports](https://www.neste.com/corporate-info/news-inspiration/material-uploads/annual-reports)> [Data Di Accesso: 15/10/2018]

OUTOTEC (2017). *Code Of Conduct*. [Online]. Disponibile Su:  
< [Https://Www.Outotec.Com/Globalassets/Company/About-Outotec/Qehs/Outotec -Coc.Pdf](https://www.outotec.com/globalassets/company/about-outotec/qehs/outotec-coc.pdf)> [Data Di Accesso: 15/10/2018]

PAY GOVERNANCE COMMENTARY (2016), In: EQUILAR (2016) *Innovations In Proxy Design: An Analysis Of Executive Pay Disclosures*. [online]. Disponibile su:  
([Http://Marketing.Equilar.Com/2016-Innovations-In-Proxy-Design](http://marketing.equilar.com/2016-innovations-in-proxy-design)) [data di accesso: 28/09/2018]

PEARSON PLC (2017). *Annual Report And Accounts 2017*. [Online]. Disponibile Su:  
< [Https://Www.Pearson.Com/Corporate/Ar2017.Html](https://www.pearson.com/corporate/ar2017.html)> [Data Di Accesso: 15/10/2018]

KONINKLIJKE PHILIPS N.V. (2017). *Full Annual Report 2017*. [Online]. Disponibile Su: <<https://www.philips.com/static/annualresults/2017/philipsfullannualreport2017-english.pdf>> [Data Di Accesso: 15/10/2018]

PRENDERGAST C., 1999. *The Provision Of Incentives In Firms*. Journal Of Economic Literature. Vol. Xxxvii, 37(1) pp. 7–63, (s.l.).

PRI (2012). *Integrating Esg Issues Into Executive Pay. A Review Of Global Utility And Extractive Companies*. [online]. Disponibile su: <<https://www.unpri.org/download?ac=1798>> [data di accesso. 17/10/2018]

RAPPAPORT A. (2006) *Ten Ways To Create Shareholder Value*. Harvard Business Review.

RAPPAPORT A., 1986. *Creating Shareholder Value*. New York: The Free Press. In: Bierman H., 1990. *A Review Of Alfred Rappaport's Creating Shareholder Value*. Journal Of Accounting Research Pp.140-154.

RR DONNELLY COMMENTARY, 2016. In: EQUILAR (2016). *Innovations In Proxy Design: An Analysis Of Executive Pay Disclosures* [online]. Disponibile su: <http://marketing.equilar.com/2016-innovations-in-proxy-design> [data di accesso: 28/09/2018]

SAMSUNG SDI (2017). *Sustainability Report 2017*. [Online]. Disponibile Su: <[http://www.samsungsdi.co.kr/upload/download/sustainable-management/2017\\_samsung\\_sdi\\_sustainability\\_report\\_english.pdf](http://www.samsungsdi.co.kr/upload/download/sustainable-management/2017_samsung_sdi_sustainability_report_english.pdf)> [Data Di Accesso: 15/10/2018]

SANOFI SA (2017). *Annual Report On Form 20-F* [Online]. Disponibile Su: <[http://www.annualreports.com/Hosteddata/Annualreports/Pdf/Nyse\\_Sny\\_2017.pdf](http://www.annualreports.com/Hosteddata/Annualreports/Pdf/Nyse_Sny_2017.pdf)> [Data Di Accesso: 15/10/2018]

STRAUSS K., (2018). *Top 25 Sustainable Companies* 2018. Forbes. [Online]. Disponibile Su:

<<https://www.forbes.com/sites/karstenstrauss/2018/01/23/the-worlds-most-sustainable-companies-2018/#6925944232b0>> [Data Di Accesso: 15/10/2018]

SIEMENS S.p.A. (2017). Compensation Report 2017 [Online]. Disponibile Su:

<<https://www.siemens.com/investor/pool/en/investor-relations/siemens-ar2017-compensationreport.pdf>> [Data Di Accesso: 15/10/2018]

UCB (2017). Annual Report 2017 [Online]. Disponibile Su:

<[https://www.ucb.com/up/ucb\\_com\\_ir/documents/2017%20annual%20report%20-%20eng.pdf](https://www.ucb.com/up/ucb_com_ir/documents/2017%20annual%20report%20-%20eng.pdf)> [Data Di Accesso: 15/10/2018]

VALEO PLC (2017). Registration Document [Online]. Disponibile Su:

<<https://www.valeo.com/wp-content/uploads/2018/03/Valeo-2017-Registration-Document.pdf>> [Data Di Accesso: 15/10/2018]

VIVENDI SA. Annual Report 2017 [Online]. Disponibile Su:

<[https://www.vivendi.com/wp-content/uploads/2018/03/20180326\\_Vivendi\\_Annual\\_Report\\_2017.pdf](https://www.vivendi.com/wp-content/uploads/2018/03/20180326_Vivendi_Annual_Report_2017.pdf)> [Data Di Accesso: 15/10/2018]