



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**

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

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA E MANAGEMENT**

**PROVA FINALE**

**Incentivi al Top Management: pro e contro**

**RELATORE:**

**Ch.mo Professor Lorenzo Rocco**

**LAUREANDO/A: Annaclaudia Cherubin**

**MATRICOLA N. 1066319**

**ANNO ACCADEMICO 2015 – 2016**

<b>Sommario</b>	
<b>Introduzione – Perché gli incentivi sono tanto importanti?</b>	<b>2</b>
<b>Capitolo 1 – Il problema dell’agenzia</b>	<b>5</b>
<b>Capitolo 2 – Il salario</b>	<b>9</b>
<b>Capitolo 3 - Le componenti del salario</b>	<b>12</b>
<i>Il salario di base.</i>	13
<i>Bonus annuali e di lungo termine.</i>	14
<i>Stock option.</i>	18
<i>Restricted stock e Restricted Stock Units.</i>	21
<i>Piani pensionistici e altri piani.</i>	22
<b>Capitolo 4 – Conseguenze degli incentivi</b>	<b>23</b>
<b>Capitolo 5 – La contrattazione del salario</b>	<b>25</b>
<i>Contratto ex post.</i>	26
<i>Contrattazione ex ante.</i>	27
<i>Contrattazione ex ante con tetto massimo.</i>	28
<b>Capitolo 6 - Il Caso Disney</b>	<b>30</b>
<i>Salario di base.</i>	31
<i>Bonus basati su obiettivi della performance.</i>	31
<i>Compenso legato all’equity.</i>	32
<i>Stock Option.</i>	32
<i>RSU ed RSU basate sulla performance.</i>	32
<i>Altri piani di compensazione.</i>	33
<b>Conclusioni</b>	<b>34</b>
<b>Bibliografia</b>	<b>35</b>
<b>Sitografia</b>	<b>37</b>

## **Introduzione – Perché gli incentivi sono tanto importanti?**

All'interno della letteratura economica dell'ultimo secolo la determinazione del salario del top management delle imprese è un tema ricorrente e quasi certamente rimarrà tale anche nel prossimo futuro.

Solamente negli Stati Uniti, nell'ultimo anno, la paga degli amministratori delegati delle migliori 500 imprese ammonta per lo più a 5,2 miliardi di dollari, in media 10 milioni a testa, con una crescita del circa 16% rispetto al 2014.

La famiglia mediana negli Stati Uniti guadagna, invece, attorno ai 50000 dollari l'anno ed è facile perciò intuire le perplessità dei lavoratori. C'è quindi da chiedersi perché il gap sia così ampio, tanto da far pensare ad una redistribuzione dei salari all'interno delle aziende. Che sia opportuno abbassare le paghe del top management coerentemente a quelle dei lavoratori della stessa impresa, magari stabilendo un tetto massimo per i compensi?

Numerosi studi hanno evidenziato come la crescita dei salari degli executive non sia soltanto legata all'inflazione e all'andamento economico generale, ma anche ad un'evoluzione del mercato del lavoro e alla grandezza delle industrie che assumono questi individui. Infatti, i compensi nel mercato tendono a salire come conseguenza della propensione generale a concentrare le imprese in enormi agglomerati e della derivante crescita di responsabilità e capacità richieste agli executive. Altri studi evidenziano, inoltre, che imporre un tetto massimo agli stipendi del top management rappresenterebbe un fortissimo limite che si ripercuoterebbe negativamente sul mercato del lavoro e sulla performance delle imprese.

A questo proposito, Jensen & Murphy (1990) mostrano come la situazione all'interno del mercato del lavoro possa modificarsi al variare della composizione del salario. Essi sostengono che il compenso manageriale, se più o meno legato alla performance, aiuti ad identificare quale tipo di amministratore si voglia attrarre all'interno dell'azienda, più o meno qualificato. Il ragionamento pone le sue radici sulla presenza di pressioni sociali esterne a cui è sottoposto il consiglio di amministrazione: vi sono elementi (politici piuttosto che sindacali ecc.) che non fanno parte della board ma che ugualmente partecipano, direttamente o indirettamente, alle decisioni del CDA in merito ai salari. Spesso, discutendo dell'ammontare del salario e non della sua composizione, gli elementi esterni portano al tavolo delle trattative argomenti discutibili con i quali fare pressioni sul consiglio. Si può annoverare tra queste motivazioni l'ampio rapporto tra la paga del CEO e quella di un normale lavoratore all'interno dell'azienda - negli USA si parla di un rapporto in media di 204:1.

Il CDA, perché l'impresa possa continuare ad operare nell'ambiente in cui è inserita, è quindi costretto a cedere alle pressioni esterne ed è spinto ad imporre un tetto massimo alla spesa per il salario del CEO, riducendo soprattutto la parte della paga legata alla performance.

Il principale problema di questa pratica è l'appiattimento del salario ad uno standard per cui non vengono remunerate prestazioni eccellenti e non vengono punite prestazioni mediocri. Come conseguenza di ciò, manager talentuosi e non talentuosi percepiscono ingiustamente lo stesso salario. Sensibilizzando i membri che prendono parte alle decisioni del consiglio di amministrazione e utilizzando un sistema che colleghi maggiormente il compenso alla performance, si ridurrebbe drasticamente la paga dei manager meno capaci, poiché si tenderebbe a premiarli o a punirli a seconda del proprio operato. In breve, i salari si discosterebbero dalla paga mediana coerentemente alle capacità dei CEO. Nel lungo periodo, inoltre, i manager di minor talento verrebbero rimpiazzati da executive più capaci, poiché le aziende cercano sempre il meglio che il mercato possa offrire, coerentemente alle loro possibilità economiche. Alla fine, le paghe nel settore aumenterebbero di molto, ma, al solo scopo di guadagnare di più, gli AD avrebbero indubbiamente più incentivi nel migliorare la performance dell'azienda, la quale incrementerebbe in maniera considerevole.

Sotto questa luce la questione cambia: l'importante non è quanto vengano retribuiti gli amministratori delegati, ma come li si paga.

La sfida, quindi, consiste nel collegare la performance del manager con la sua paga, stabilendo un compenso equo in relazione alle azioni intraprese da questo.

Ci si propone, pertanto, di indagare il tema del compenso manageriale dal punto di vista della teoria economica e da quello della teoria aziendale.

Nel primo capitolo si descrive il conflitto di agenzia, che rappresenta il fulcro del problema dal quale nasce la necessità di fare ricorso agli incentivi. Oltre alla teoria di Jensen e Meckling (1976) vengono citati gli studi di Shleifer & Vishny (1997), di Hart & Moore (1990) e di Yancey (2010), per completare la visione d'insieme utile a comprendere appieno il fenomeno della discrepanza tra gli interessi degli azionisti e dell'AD. Infine, si presenta il lavoro di Lazear (1993), il quale all'interno del suo studio sul personale definisce la struttura di bonus e malus, sulla quale si costruiscono i piani di incentivi.

Nel secondo capitolo viene analizzato il tipico salario del CEO, dando particolare valore alla pay per performance sensitivity, ossia la misura che collega performance e salario. Si analizza il lavoro di Jensen e Murphy (1990) aggiornandolo con i dati del più recente studio di Murphy (2012).

Nel terzo capitolo, grazie agli studi di Murphy (1999 & 2012), vengono analizzate tutte le parti che compongono il salario di un CEO, mettendo in luce punti di forza e di debolezza. Per rafforzare quanto sostiene l'autore ed evidenziare altre sfaccettature, ci si avvale dei lavori di Erikson, Hanlon & Maydew (2006), Becker e Hall (1999), Laux (2012), Wiggins (2002), Rajgopal & Shevlin (2002), Wowak, Wowak & Mannor (2014) e Sanders & Hambrick (2007).

Le conseguenze generali dei sistemi di incentivi vengono invece trattate nel capitolo 4. Riportando lo studio di Grossman e Hart (1983), risulta che lo stesso piano di incentivi possa avere conseguenze diverse a seconda dell'avversione al rischio dell'AD. Per annoverare un'ulteriore conseguenza dei piani di incentivazione, si riporta il pensiero di Juegersen (2013), il quale sostiene che gli incentivi impattino anche sulle acquisizioni e sulle fusioni.

Nel sesto capitolo viene presentato il lavoro di Dow & Raposo (2005), i quali avvertono come il prestare attenzione al timing con cui viene deciso il salario sia un buon metodo per contrastare gli effetti indesiderati provocati dagli incentivi.

Infine, nel capitolo 6 si presenta il caso Disney, nel quale viene analizzato il salario del CEO Robert Iger e le motivazioni che l'azienda presenta per le sue scelte.

## Capitolo 1 – Il problema dell'agenzia

‘Non ci si può aspettare che i direttori di queste compagnie [costituite con fondi comuni], essendo amministratori del denaro altrui piuttosto che del proprio, vigilino su questo con la stessa ansiosa diligenza con cui i soci di una compagnia privata così frequentemente vigilano sul proprio denaro. Come il cameriere di un uomo ricco, [gli amministratori] sono propensi a prestare attenzione a piccole questioni che prescindono l'onore del proprio padrone, e molto facilmente si dispensano dal considerarlo. Negligenza e profusione, quindi, prevalgono sempre, a volte di più e altre di meno, nella gestione degli affari di queste compagnie.’

-Adam Smith (1776)

Il problema del legame tra il compenso e la performance manageriale nasce dalla ripartizione dei compiti all'interno dell'azienda, la quale crea inevitabilmente quello che Jensen e Meckling (1975) per primi chiamano ‘conflitto di agenzia’. Si può empiricamente notare come, soprattutto nelle imprese a proprietà diffusa o public companies, il problema del conflitto di agenzia sia particolarmente presente, viste le scarse possibilità degli azionisti di far valere il proprio potere.

La relazione tra proprietà e management si concretizza in un contratto in cui gli azionisti (il principale) permettono al top management (l'agente) di agire per loro conto, attraverso un trasferimento di potere. Il CEO coordina le attività e gli input (investimenti degli azionisti) per derivarne gli output (più ricchezza) e in cambio riceve un compenso determinato dal consiglio di amministrazione, il quale rappresenta gli azionisti, molto spesso non presenti.

Principale e agente desiderano entrambi massimizzare la propria utilità: gli shareholder desiderano aumentare il valore dell'azienda per massimizzare il valore delle proprie azioni, mentre l'amministratore delegato desidera aumentare il proprio guadagno, sia questo monetario o legato alla sfera economico-sociale. Stabilendo un salario fisso, che quindi non vari al modificarsi della performance aziendale, non vi è correlazione tra le utilità dei due soggetti -se si esclude la possibilità del licenziamento del manager in caso di performance disastrosa. [ Si vuole far notare che l'evenienza del licenziamento, oltre ad essere molto remota, non riporta delle conseguenze così pesanti in termini monetari, spesso infatti comprende un bonus di uscita particolarmente corposo ]. Senza le dovute disposizioni, il manager potrebbe agire soltanto per il proprio conto. È quindi necessario porre dei limiti al suo operato, imponendo un vincolo -il quale preveda un certo livello di benessere per gli azionisti- alla massimizzazione dell'utilità dell'amministratore delegato. Per raggiungere questo obiettivo è necessario un contratto che preveda tutte le possibili situazioni e il comportamento che il manager dovrebbe osservare durante ciascuna di queste evenienze. Un contratto di questo tipo è chiamato contratto completo.

Secondo Shleifer & Vishny (1997) stipulare un contratto completo è tecnicamente inattuabile. Innanzitutto, sarebbe impossibile avere un quadro esaustivo di qualsiasi evenienza e, in secondo luogo, vi sarebbe la necessità di sottoscrivere contratti tanto dettagliati da non richiedere un'interpretazione profonda, in maniera da non lasciare spazio a travisamenti. Questo però comporterebbe la possibilità di prevedere un numero ancora maggiore di situazioni.

Non rimane che utilizzare contratti comprensivi, o incompleti, che prevedano soluzioni di 'second best'.

Un contratto incompleto lascia aperta, però, una certa discrezionalità, la quale va allocata ad un soggetto diverso dagli azionisti. Hart & Moore (1990) nella loro 'teoria della proprietà' chiamano tale discrezionalità 'diritti residuali di decisione' e la descrivono come la possibilità per un soggetto di decidere quale azione compiere da un range di scelte considerate ugualmente lecite. Tali diritti nel formulare il contratto vengono necessariamente allocati al CEO, visto che si tratta dell'unica figura che conosce tutti i dettagli in merito all'andamento dell'azienda e che quindi può prendere la decisione migliore tra le possibili scelte, conoscendone perlomeno la maggior parte.

In un mondo ideale, infatti, gli azionisti, come i manager, conoscono e osservano qualsiasi stato del mondo e le possibili strategie applicabili all'azienda. Nella realtà, spesso per i primi non è possibile ottenere le informazioni necessarie, frequentemente per via dell'inaccessibilità dei dati in maniera diretta. Si crea, quindi, una forte 'asimmetria informativa' che permette al manager di manipolare o nascondere informazioni agli shareholder, perpetuando così un tipo di atteggiamento opportunistico chiamato 'selezione avversa'. Spesso i costi di controllo o di agenzia - costi sostenuti dal principale per sorvegliare l'agente nello svolgimento delle sue mansioni - sono troppo alti, perciò gli azionisti sono costretti a cercare un metodo alternativo per far sì che vengano rispettati i loro interessi. Il metodo più utilizzato e più veloce per raggiungere questo risultato è legare la performance aziendale al salario dell'executive tramite sistemi di incentivi.

Nello studio pubblicato da Yancey (2010) viene evidenziata la superiorità dei piani di incentivi nel garantire una migliore salute finanziaria. Dalla ricerca emerge inoltre che la salute finanziaria migliori anche nel caso in cui i piani siano stati implementati per lunghi periodi di tempo piuttosto che per periodi relativamente brevi. L'autore arriva a questa conclusione analizzando i dati raccolti tramite vari questionari presentati ai direttori delle risorse umane di 210 istituti di credito. Lo studio condotto evidenzia come ci siano compagnie con tendenza inversa a quella presentata in ogni anno preso in oggetto. Ciò è dovuto al fatto che, certamente, non esiste una formula di piano adattabile a qualsiasi azienda in qualsiasi tipo di settore. Inoltre, non è così scontato che per una sola azienda un

unico piano di incentivi possa funzionare in due momenti diversi della sua storia. Gli istituti di credito che si discostano dalla tendenza generale possono presentare differenze radicali nella struttura, nel modus operandi aziendale o nel momento della vita aziendale in cui si trovano.

La prima questione evidente quando si deve determinare un piano che colleghi risultato e salario è se utilizzare un sistema di incentivi in senso stretto o se utilizzare un sistema di disincentivi.

Come argomenta Lazear (1993), ciò dipende dalla funzione di produzione a cui bonus e penalità fanno riferimento. Nello specifico, i bonus si utilizzano in casi in cui l'output sotto un certo livello non ha conseguenze negative, mentre le penalità si utilizzano in casi in cui l'effort impiegato sopra una certa soglia non ha valore. Per questo motivo i contratti del top management comprendono, o almeno dovrebbero, entrambi i tipi di incentivi.

Consideriamo ora due esempi (figura 1 & 2). Si pensi al caso in cui il manager si trovi di fronte ad una scadenza importante (figura 1): il risultato non cambierà, che abbia terminato il suo lavoro appena in tempo o che abbia finito largamente in anticipo. Per questo motivo gli azionisti non saranno disposti a pagare un salario maggiore nel caso di risultati più rapidi. In questa evenienza ciò che è fondamentale è non scendere sotto una soglia minima in termini di performance. Questo è un esempio lampante di una struttura che richiede un sistema di penalità, che quindi vengono utilizzate allo scopo di mantenere l'output sempre sopra il limite inferiore.

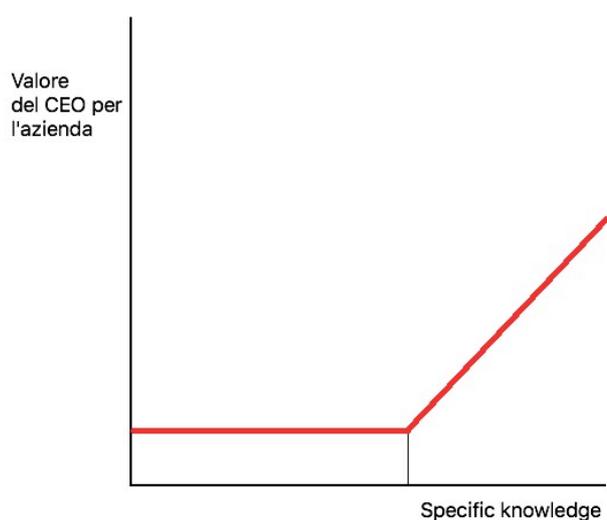


Figura 1

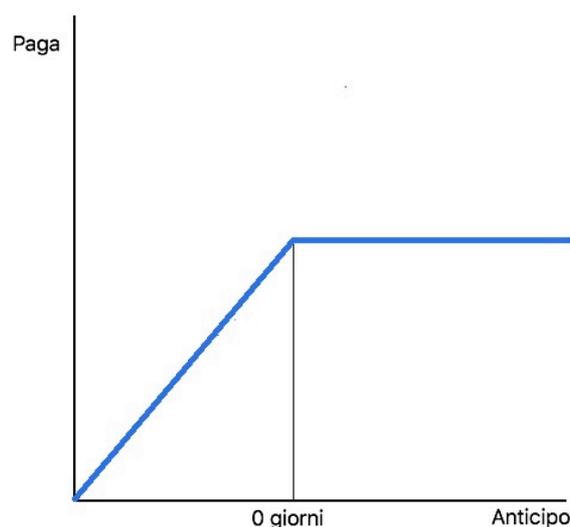


Figura 2

Analizziamo ora il caso in cui si debba assumere un nuovo AD (figura 2): questo sarà dotato di un bagaglio di competenze generiche che possono essere reimpiegate in un gruppo più o meno ampio di aziende. Ciò che è determinante per la gestione di una determinata società, invece, è la conoscenza specifica o specific knowledge rispetto a questa. Senza un certo livello di conoscenza specifica non è possibile dirigere il complesso aziendale, quindi, fino a che non si raggiunge una certa soglia, la quantità di informazioni apprese non è determinante per la performance. Una volta superato il suddetto benchmark, invece, ogni 'unità' di conoscenza acquisita aumenta il valore che ha il CEO per l'azienda, poiché può prendere decisioni migliori e più oculate. Gli azionisti sono in questo caso disposti a pagare di più.

Il sistema ad incentivi in senso stretto fa sì che si lavori tanto da superare la soglia prefissata ed ottenere un compenso addizionale a quello base. Quindi, in questo caso, l'amministratore delegato sarà spinto ad apprendere molto di più, o almeno più velocemente. [Questo è soltanto un esempio, nella realtà i sistemi di incentivi pay-for-knowledge, teorizzati da Gupta, Schweizer e Jenkins (1987) presentano una curva di apprendimento molto diversa da quella della figura, che è stata semplificata per motivi esplicativi.]

## Capitolo 2 – Il salario

Secondo lo studio di Murphy (1999), il livello e la composizione del salario degli executive varia di azienda in azienda, differenziandosi particolarmente tra diversi settori. Per esempio, nelle compagnie di servizi finanziari troviamo salari composti prevalentemente da stock option e azioni, generalmente maggiori rispetto agli altri settori. Inoltre, l'autore sostiene che vi sia una sostanziale differenza tra le corporation americane e le aziende nel resto del mondo, non tanto per la paga totale quanto per la composizione del compenso: negli Stati Uniti gli executive vengono remunerati prevalentemente in azioni e stock option, mentre altrove prevalgono altri incentivi e pagamenti. Il CEO di Apple, Tim Cook, nel 2015 ha ricevuto un salario di base di 2 milioni di dollari, incentivi e bonus per 8 milioni e restricted stock valutate a 64,2 milioni di dollari per un totale di circa 74 milioni di dollari.

Come già accennato, un contratto a salario fisso è controproducente perché non legato alla performance ed è quindi necessario aggiungere a questo altre forme di remunerazione. Per misurare il legame tra compenso variabile e invariabile Jensen e Murphy (1990) individuano nel loro studio la pay-per-performance sensitivity, ossia la sensibilità della ricchezza dell'amministratore delegato alla variazione della performance aziendale, la quale comprende una serie di fattori non necessariamente legati a misure finanziarie.

$$\Delta(\text{ricchezza del CEO relativa alla paga}) = \text{paga totale} + \text{VA} [\Delta(\text{salario} + \text{bonus del CEO})] + \Delta(\text{valore delle stock option}) \quad [1]$$

$$\text{In cui } \Delta(\text{salario} + \text{bonus del CEO}) = a + b_1 \Delta(\text{ricchezza degli shareholder})_t + b_2 \Delta(\text{ricchezza degli shareholder})_{t-1} \quad [2]$$

Secondo il modello di Jensen e Murphy, [1] & [2], la ricchezza dell'amministratore delegato dipende dalla paga concordata al momento dell'assunzione, dalla variazione del valore delle stock option e dal valore attuale del salario e dei bonus. In particolare, viene preso in considerazione nella formula il Valore Attuale poiché si postula che il salario sia aggiustato all'inflazione e che sia quindi necessario attualizzare la variazione dei compensi futuri. Nell'esplicare la variazione di salario e bonus viene stabilito un compenso invariabile,  $a$ , mentre la variazione del valore dell'azienda (espressa tramite la variazione di valore per gli azionisti) moltiplicata per la pay-per-performance sensitivity,  $b=b_1+b_2$ , rappresenta la funzione dei bonus. Quest'ultima in particolare è corretta per la performance passata poiché la strategia implementata dal CEO rende in un tempo

indefinito e nel breve periodo l'operato del manager può non avere un riscontro nel valore delle azioni. Il modello qui proposto rappresenta la base su cui può essere costruito un sistema di incentivi monetari, a cui dovrebbero essere aggiunti degli incentivi non legati alla performance finanziaria.

Grazie ad uno studio empirico condotto sui dati di Forbes in merito al compenso dai manager di 1295 compagnie in dodici anni, gli autori sono riusciti, tramite regressione lineare -la cui formula corrisponde al modello sopra riportato [1] & [2]-, a calcolare il valore di  $b$ . Questo valore per gli autori si aggira attorno allo 0,325%, che indica una variazione positiva e statisticamente rilevante, coerente alla teoria dell'agenzia, ma piccolissima. Si fa presente che, vista la necessità di porre un vincolo alle azioni del manager relativa alla ricchezza degli investitori, un contratto completo prevedrebbe  $b=1$  poiché sarebbe necessaria una corrispondenza totale tra il guadagno dei due soggetti. L'unico modo per raggiungere questo risultato è però far coincidere proprietà con management, traguardo impossibile da raggiungere nella grande maggioranza dei casi. Come affermano Jensen e Murphy (1990), "più grande è la porzione di azioni detenuta dal CEO e dal senior management, più sostanziale è il collegamento tra la ricchezza degli AD e quella degli azionisti". I dati qui presentati denotano quindi una scarsissima correlazione tra risultato e compenso, aspetto che secondo gli autori dovrebbe essere decisamente corretto.

Studi più recenti hanno calcolato una misura per gli incentivi chiamata Effective Percentage Ownership, la quale è considerata da Murphy (2012) una buona approssimazione della pay-per-

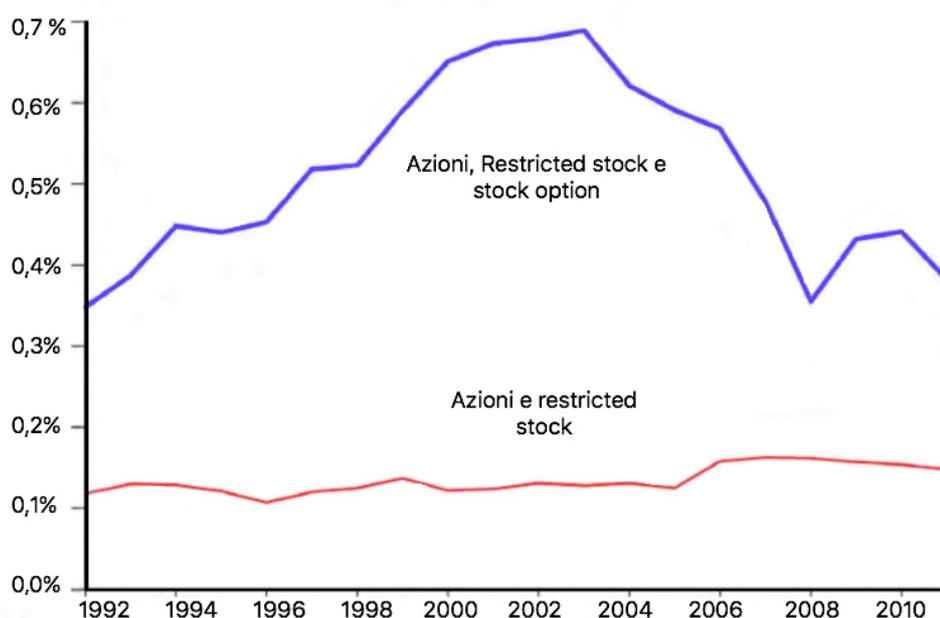


Figura 3

performance sensitivity,  $b$ , anche se questa misura non contiene gli altri tipi di incentivi -oltre ad azioni, restricted stock e stock option- che erano stati citati da Jensen e Murphy (1990) nel loro lavoro. Lo studio di Murphy (2012) utilizza il database S&P 500, con dati dal 1992 al 2011, per mostrare l'andamento della Effective Percentage Ownership nel tempo. Possiamo notare che la EPO nel 1992, circa lo 0,35%, non si discosta molto dalla stessa misura nel 2011, circa lo 0,37% (figura 3). Ciò significa che la situazione è rimasta la stessa circa il collegamento tra risultato e il salario. Tuttavia, non bisogna dimenticare che, nonostante il dato sia molto simile, la composizione dei piani di incentivi è cambiata in maniera drastica, vista la forte regolamentazione introdotta nell'ultimo decennio in seguito alla crisi economica.

### Capitolo 3 - Le componenti del salario

Secondo la definizione di Forbes, il compenso totale varia di anno in anno, ma include generalmente il salario, i bonus annuali e a lungo termine, il valore delle restricted stock, i piani di risparmio, altri piani e altri benefici.

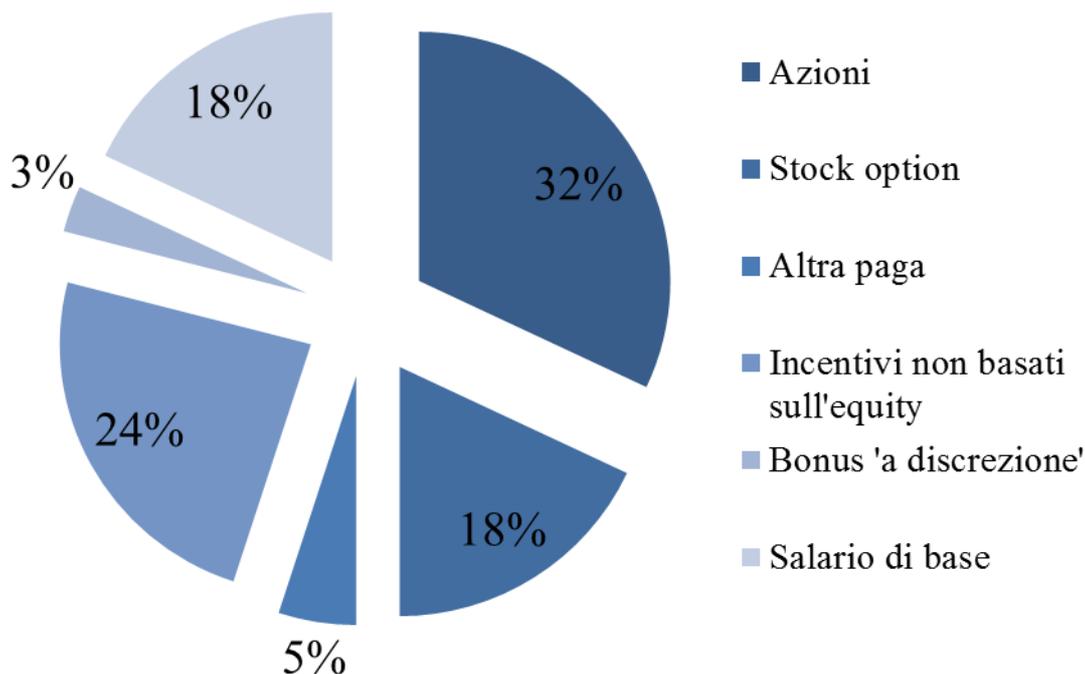


Figura 4

La figura 4 mostra la composizione della paga media di un CEO. I dati fanno riferimento al database ExecuComp di Standard & Poors (si veda Murphy (2012)) e rappresentano una grandezza flusso misurata tra il giugno 2011 e il maggio 2012. Le percentuali si riferiscono ad un totale di circa 12,3 milioni di dollari.

La situazione presentata, che non si discosta molto da quella attuale, fa riferimento alla paga mediana dei CEO delle più grandi aziende, misurata sul criterio della paga realizzata. Come si può facilmente notare, le azioni sono la forma di compensazione più utilizzata, seguita dagli incentivi non basati sull'equity (con questa definizione si intendono tutti i piani di bonus escludendo quelli determinati con standard discrezionali inseriti nella voce 'bonus a discrezione').

Analizzeremo ora ciascuno di questi componenti, mettendo in luce le caratteristiche ed evidenziando punti di forza e punti critici.

Si premette che negli ultimi anni, dopo scandali del calibro di ‘Lehman Brothers’, la sensibilità verso la retribuzione per mezzo delle stock option e altri bonus è cambiata notevolmente, soprattutto nel mercato americano, e, conseguentemente, anche la composizione del salario totale è variata notevolmente. Ciononostante, non sono variate le componenti della paga, per cui, ai fini dell’analisi, si ritiene di procedere dal lavoro di Murphy (1999), aggiornandolo con uno studio più recente dello stesso autore (2012).

### **Il salario di base.**

La prima componente che analizzeremo è il salario di base, ossia ciò che viene stabilito dal CDA al momento dell’assunzione dell’executive.

Il salario di base è spesso determinato da un benchmark competitivo che si basa soprattutto su dati raccolti da sondaggi circa i salari all’interno del settore di appartenenza dell’azienda e sull’analisi dettagliata di aziende scelte (spesso secondo similarità del servizio/prodotto o similarità sul piano finanziario) o di settori particolari a cui si può fare riferimento. Questi questionari aggiustano i valori alla grandezza della compagnia, misurata sui ricavi o in base alla capitalizzazione di mercato. L’aggiustamento avviene in quanto si ritiene comunemente che la dimensione sia una buona approssimazione per complessità dei compiti, per le competenze richieste e per ampiezza del controllo. Secondo Murphy (1999), determinare il salario in base ai sondaggi può portare a diverse conseguenze, anche indesiderate. Innanzitutto l’aggiustamento per la grandezza dell’azienda porta a formalizzare e rinforzare il legame tra dimensione e salario, senza inoltre prendere in considerazione altri aspetti che molti economisti considerano fondamentali. Inoltre, il sondaggio può portare all’uniformazione dei salari: questo, infatti, è condotto in maniera da ordinare i compensi per generosità, determinando dei percentili. Tutti i salari non uniformati a quello situato nel cinquantesimo percentile sono considerati non competitivi o troppo alti. Dato che in equilibrio si tende a pagare il CEO abbastanza da non fargli abbandonare il posto, nel lungo periodo si tenderà ad una appiattimento, all’interno dei vari settori, del livello dei salari, con riferimento a quello situato nel cinquantesimo percentile.

Gli executive tendono a prestare molta attenzione a questo elemento del compenso, poiché molte componenti sono misurate sul livello del salario di base. Conseguentemente, qualsiasi variazione della ‘base’ si ripercuote, positivamente o negativamente, sugli altri fattori che concorrono a formare il compenso totale.

## Bonus annuali e di lungo termine.

I bonus sono la parte del salario strettamente dipendente da una certa misura della performance. Sono composti da tre elementi di base [Murphy (1999)]: l'unità di misura della performance, lo standard della performance e la relazione che intercorre tra la paga e il risultato (figura 5).

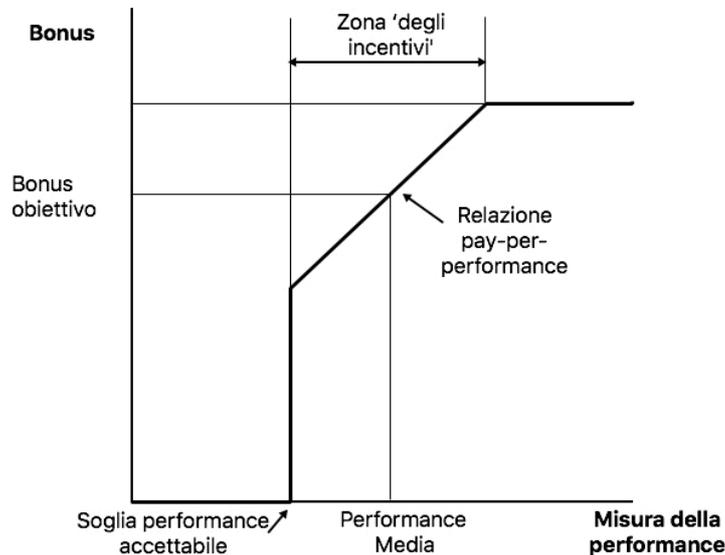


Figura 5

In generale la struttura dei bonus è semplice. Come è stato descritto nel precedente capitolo, i bonus sono assegnati soltanto al raggiungimento di un certo risultato. Diversamente da quanto prima riportato, però, la maggior parte dei bonus ha anche un limite superiore, il quale rappresenta un livello per cui il bonus concesso ha costi superiori dei benefici che ne ricavano gli azionisti. Anche in questo caso si vuole far notare che il grafico proposto è stato semplificato per motivi esemplificativi. Nella realtà vengono concessi bonus non lineari in relazione alla performance, la cui non linearità impatta anche sui comportamenti del CEO.

Le aziende non utilizzano quasi mai una singola misura per la performance. Per questo motivo Murphy (1999) sostiene che nella maggior parte dei casi queste misure siano utilizzate insieme. Questo può significare che siano utilizzate in maniera additiva, nel senso che possono essere trattate come piani di incentivi separati, o in maniera moltiplicativa, nel senso che sono strettamente correlate nell'ottenimento del bonus: questi possono essere aumentati o diminuiti dipendentemente dal raggiungimento degli stessi bonus secondo un'altra misura. In questo ultimo caso si determina la risultante con una matrice. Le misure moltiplicative presentano un grande punto di forza: è molto

difficile per i manager calcolare quale sia la soglia della performance da superare per ottenere il bonus. Non vi è la possibilità di attuare comportamenti opportunistici.

Le misure per la performance possono essere di tipo finanziario o contabile e non finanziario. Spesso le aziende si basano su misure contabili, tra le quali possiamo annoverare ROE, ROA, operating profit, utile e utile prima delle imposte. Questo tipo di misure porta delle informazioni inequivocabili e sono reperibili in maniera immediata. Anche queste però possono avere dei lati negativi.

Il primo di questi è la possibilità di manipolazione delle informazioni, fornite tramite il bilancio, da parte del manager. È ormai consuetudine per gli amministratori delegati adottare stratagemmi per ‘correggere’ le voci di bilancio come, ad esempio, rimandare una spesa necessaria ma corposa per alzare il profitto, orientandosi soltanto al breve. È prevalentemente per questo motivo che l’opinione pubblica si pronuncia contraria ai bonus e per cui vengono fatte pressioni sulle board, che preferiscono ridurre l’impatto di questi incentivi sul salario totale. A contraddire questa tesi vi è però lo studio pubblicato da Erickson, Hanlon e Maydew (2006) che mostra l’inesistenza di evidenze empiriche che colleghino bonus e frode contabile.

Si può migliorare la situazione correggendo i bonus, utilizzando misure moltiplicative che tengano conto anche delle voci del bilancio che guardano il lungo periodo, come ad esempio l’investimento in R&D o in asset durevoli.

La seconda possibile conseguenza indesiderata delle misure performance di tipo contabile/finanziario è la variabilità dell’impegno che i manager possono impiegare nel raggiungimento degli obiettivi, trattandosi nella maggior parte dei casi di incentivi non lineari. Essendo queste delle misure facilmente osservabili dagli executive, oltre che dagli azionisti, è possibile osservare il punto in cui ci si trova rispetto alla performance media e variare l’intensità dello sforzo di conseguenza. Se ad esempio alla fine del periodo ci si trova appena sotto la soglia della performance, il CEO farà di tutto per raggiungerla impegnandosi di più o mettendo in atto strategie poco ortodosse. Se invece la performance è ben al di sotto del minimo per il bonus, il CEO sarà meno incentivato a provare a migliorare il risultato nel breve, ma investirà in asset per migliorare il risultato nel lungo periodo.

Meno utilizzate, rispetto alle misure finanziarie, sono le misure non finanziarie, anche se si stanno affermando progressivamente. Tra queste ci sono misure legate alle persone, alla qualità del prodotto, alla soddisfazione del cliente e alla quota di mercato. Si fa presente che, concettualmente, la contribuzione del CEO alla ricchezza dell’azienda è la misura migliore per collegare e agente ed

è quindi intuitivo che siano preferibili misure che non siano modificabili direttamente da questo. Diversi studi suggeriscono come le aziende che utilizzano soltanto misure finanziarie per la performance siano superate nei risultati da aziende che utilizzano entrambe le misure o soltanto quelle non finanziarie. Per questo motivo le misure non finanziarie sono considerate più affidabili nel lungo termine: aiutano i manager a focalizzarsi sugli obiettivi che mirano alla crescita dell'azienda. Tra i numerosi studi pubblicati sulla questione si cita quello di Banker, Potter, e Srinivasan (2000). Questi autori, nonostante la difficoltà nel provare la correlazione tra misure non finanziarie e risultati finanziari, prendendo come gruppo di riferimento una catena di alberghi, sono riusciti a dimostrare la bontà degli incentivi basati su misure non finanziarie.

Anche queste misure però hanno punti deboli non trascurabili. Innanzitutto è innegabile il problema della rilevazione empirica: come valutare la qualità di un prodotto o la soddisfazione del cliente in maniera obiettiva? Si tratta di rilevazioni soggettive e di difficile misurazione, che sono difficili da verificare. In secondo luogo, è possibile che queste misure non siano del tutto affidabili: vi è il forte rischio che chi esprime la propria preferenza nel valutare la performance non sia dotato di razionalità (intesa nel suo significato economico).

L'utilizzo di misure finanziarie o non dipende largamente dal tipo di settore e dalla struttura organizzativa della compagnia. Per esempio, è maggiormente consigliabile utilizzare performance finanziarie in un'azienda nel settore manifatturiero, piuttosto che in un'impresa che gestisce servizi finanziari, poiché è più difficile variare la propria strategia in corso d'opera a causa del raggiungimento o meno del bonus.

Quando si parla di misure della performance, come abbiamo già accennato, è necessario operare un distinguo tra i diversi tipi di imprese. Per confrontare due imprese che abbiano diversa dimensione in termini di apparato aziendale, fatturato o Equity, è necessario individuare una misura della paga in relazione alla performance che possa funzionare per entrambe le imprese. Nella pratica, la misura degli incentivi delle grandi aziende si discosta molto da quella delle piccole aziende. Lo studio di Baker e Hall (1999) chiarisce alcuni punti in merito alla questione. Secondo questo studio, non esiste una misura appropriata per qualsiasi situazione: in un confronto è determinata largamente dall'attività del CEO considerata. I risultati empirici mostrati denotano una sostanziale differenza se si utilizzano la misura dollaro su dollaro (quella che abbiamo sopra descritto con  $b$ , ossia quanto impatta un dollaro di incremento della ricchezza degli azionisti sulla ricchezza dei CEO) o un'altra misura che si basa sui diritti del CEO rispetto all'equity (in percentuale). In particolare, la prima riflette un rapporto di 10:1 nell'impatto degli incentivi, mentre la seconda circa 1:1.

Se prendiamo come esempio l'acquisto di un asset aziendale, l'impatto monetario sarà lo stesso per la piccola o la grande compagnia, perciò la misura dollaro su dollaro è adeguata. Ci saranno però in questo caso maggiori costi di agenzia per la grande azienda, in quanto in percentuale l'asset impatta in maniera minore e vi è quindi più discrezionalità nell'acquisto. Nel caso in cui le attività impattino nella stessa percentuale sul capitale dell'azienda, come una riforma dell'apparato organizzativo, la misura che prende in considerazione i diritti del CEO rispetto all'equity è la più adeguata, in quanto l'impatto monetario è decisamente differente.

Stabilire un'unità di misura per la performance non è abbastanza: è necessario un punto di riferimento per stabilire il raggiungimento o meno del bonus. Lo standard è la performance media che serve allo scopo di benchmark.

Gli standard della performance sono standard individuati dal CDA per stabilire le soglie della performance entro le quali viene percepito il bonus. Murphy (1999) individua sei categorie di standard. I budget standard sono stabiliti utilizzando obiettivi e piani di budget, gli standard prior-year sono basati sulla crescita annuale dell'azienda, i discretionary standard sono fissati a discrezione della board e i peer-group standard sono misurati in relazione ad altri collaboratori o in relazione al mercato del lavoro. Infine i timeless standard sono standard fissi e i cost of capital standard sono fissati sul valore dell'azienda. Chiaramente la determinazione dello standard, come per la misura della performance, dipende largamente dal tipo di settore in cui si trova l'azienda e dall'ambiente in cui opera. Ad esempio, per una compagnia che operi in un contesto turbolento e soggetto a molti cambiamenti, che quindi non avrà profitti certi ogni anno, è improbabile poter utilizzare uno standard di tipo timeless, con il quale si rischia di sopravvalutare o sottovalutare l'operato del manager. È quindi necessario l'utilizzo di standard che possano variare congruamente all'ambiente: l'utilizzo di standard peer-group in questo caso può essere consigliabile.

Per far sì che misura e standard della performance acquistino un significato, è necessario stabilire una relazione che colleghi bonus e misura della performance. Questa relazione si concretizza in diverse modalità di retribuzione. La più utilizzata e la più semplice è la 80/120: una volta stabilito uno standard per la performance, il CEO può accedere al bonus soltanto raggiungendo l'80% dello standard fissato e il bonus viene aumentato fino al raggiungimento del 120% della performance media, che costituisce il limite superiore del bonus. Queste misure possono essere variate a discrezione di chi formula i piani di retribuzione dei bonus. Spesso questa operazione è così delicata e complicata che le aziende si appoggiano a società di consulenza per assicurarsi la competenza necessaria. Vi sono piani per la retribuzione molto differenti da questo (bonus pool e modified sum

of targets), concettualmente molto più complicati ma quantitativamente molto vicini al piano 80/120.

I piani di bonus che presentano le componenti sopra descritte, si possono classificare secondo l'orientamento temporale: possono essere annuali o di lungo periodo. La struttura di queste due tipologie di bonus è molto simile, con l'unica differenza dell'implementazione. Spesso lo standard dei piani di lungo periodo si basa su 3 o 5 anni di performance in maniera cumulativa, mentre quello dei piani annuali si basa soltanto su un anno. I 'long term bonus plans' tendono a legare il manager per più tempo all'azienda e sono quindi preferiti ai piani annuali perché rendono i manager più 'affidabili' in termine di commitment verso la compagnia.

### **Stock option.**

Le stock option sono contratti che prevedono la retribuzione di un soggetto per mezzo di diritti di opzione su un determinato numero di azioni. Al top management viene garantita la possibilità di acquistare delle azioni della compagnia o di controllate ad un prezzo predeterminato, o Strike Price. Le opzioni possono essere esercitate nel caso in cui lo strike price sia minore del valore di mercato, altrimenti perdono la propria validità. Tipicamente le stock option garantite al top management possono essere esercitate dopo un certo lasso di tempo e non sono scambiabili sul mercato. Inoltre, nel caso in cui il CEO si allontanasse dall'azienda, volontariamente o involontariamente, queste verrebbero rinegoziate per evitare che un soggetto esterno alla compagnia si appropri di uno strumento molto dispendioso per gli azionisti. Questo tipo di opzioni ha inoltre un termine, che consiste per quasi tutte le stock option in tre, cinque o dieci anni. Viene dato un termine per evitare che l'apprezzamento dell'azione cresca in maniera spropositata rispetto allo strike price, minando così la ricchezza degli azionisti.

Tra la data in cui le opzioni sono assegnate e la data in cui possono essere esercitate vi è il periodo di vesting, in cui le opzioni non possono essere riscattate. La lunghezza di questo periodo è subordinata allo scopo del piano di incentivazione: più breve nel caso si voglia raggiungere un risultato immediato e più lungo nel caso si voglia incentivare la crescita futura o legare in maniera più stretta il manager all'azienda. Come il lavoro di Laux (2012) ci riporta, non è da ignorare che, anche se l'orientamento al lungo termine potrebbe portare una profittabilità più alta, potrebbe non essere egualmente ottimale investire soltanto in progetti con questo orizzonte temporale. Infatti, i progetti di breve e medio periodo riportano generalmente dei feedback sulle abilità dei CEO,

rendendo i membri della board capaci di prendere decisioni più oculate in termini di rimpiazzo dell'executive.

I piani di incentivo per mezzo delle stock option e per mezzo di azioni vincolate rappresentano il modo più immediato di legare il benessere di manager e azionisti poiché si lega direttamente la ricchezza degli azionisti al compenso, seppure indiretto, dei manager. Come Murphy (1999) afferma nel suo elaborato, con l'utilizzo delle stock option viene remunerato soltanto l'apprezzamento prezzo-azione e non tutta la creazione di ricchezza dell'impresa, compresi i dividendi garantiti ai detentori di azioni. Ciò porta inevitabilmente a una distribuzione molto inferiore dei dividendi da parte dei manager, con lo scopo di aumentare il valore delle proprie azioni. Le stock option differiscono dalle azioni anche per l'aumento del loro valore quando aumenta la volatilità del prezzo delle azioni: i manager che ricevono più stock option sono maggiormente incentivati ad investimenti rischiosi.

Nel suo studio, Murphy (1999) dimostra che le stock option rappresentano un costo elevato per gli azionisti più che una risorsa preziosa per gli amministratori che le ricevono. Queste dovrebbero quindi essere garantite soltanto nel caso in cui l'effetto degli incentivi -ossia il miglioramento della performance che viene determinato dal piano- è maggiore della differenza tra il costo per gli azionisti e il valore per i manager. Questa discrepanza nel valore per i due soggetti deriva dal costo opportunità delle azioni per cui le stock option sono state garantite. Infatti, il costo opportunità dell'azione per gli shareholder è quanto gli investitori esterni sarebbero disposti a pagarla, si tratta quindi del valore mercato. Gli investitori esterni sono generalmente liberi di scambiare le azioni nel mercato, potendo anche intraprendere azioni per eliminare il rischio dell'opzione, come il vendere le azioni a breve -fare short-selling-. Agli executive non è permesso intraprendere questi comportamenti. Inoltre, gli investitori esterni tendono ad avere portafogli diversificati, detenendo quote minime all'interno di una grande varietà di compagnie, mentre i manager detengono un portafoglio poco diversificato avendo investito gran parte del proprio capitale finanziario e umano all'interno della stessa impresa. Per queste ragioni i manager attribuiscono un valore molto inferiore alle stock option della propria azienda rispetto a quello attribuitogli da investitori esterni.

Le stock option sono frequentemente valutate con la formula Black-Scholes. Questa prevede, sotto il presupposto della neutralità al rischio, che il valore delle opzioni possa essere stimato prevedendo il valore dell'azione al momento dell'esercizio -assumendo che il ritorno dell'azione corrisponda al tasso di interesse risk-free- e scontando questo valore atteso al tasso risk-free. Si presuppone in

questa formula che la compagnia distribuisca dividendi costanti nel tempo e che l'opzione venga esercitata alla sua scadenza.

Molto spesso però, i manager sono avversi al rischio e per questo motivo esercitano l'opzione subito dopo il periodo di vesting, il che diminuisce il valore di mercato all'esercizio e quindi l'effettività del piano di incentivi.

Non vi è invece una metodologia per calcolare il valore delle stock option dal punto di vista dei manager. In maniera intuitiva la valutazione dipende dall'avversione al rischio del manager, dalla sua ricchezza, dalla frazione della ricchezza investita in azioni dell'azienda ed infine dalla probabilità con cui l'executive rimarrà all'interno dell'azienda una volta esercitate le opzioni.

Le stock option sono utilizzate non soltanto per la loro versatilità in termini di incentivi ma anche per il loro trattamento fiscale favorevole. Le opzioni non concorrono, infatti, a formare il reddito imponibile una volta ricevute, ma soltanto una volta esercitate e solamente per la plusvalenza realizzata. Negli Stati Uniti la tassazione varia a seconda che le stock option facciano parte o meno di un piano di incentivi per i dipendenti. Se sono qualificate per entrare in uno di questi piani, la plusvalenza realizzata viene trattata come un capital gain, altrimenti la plusvalenza viene considerata facente parte del reddito imponibile e tassata di conseguenza.

Quando si parla degli effetti degli incentivi - Murphy (1999)-, è chiaro che le stock option provochino una risposta forte da parte dei CEO. La natura di questa risposta è però molto meno chiara. Diversi studi hanno dimostrato come queste risposte siano positive nel lungo termine. Tra questi, si può annoverare quello di Ryan e Wiggins (2002), in cui gli autori dimostrano un aumento nella spesa di ricerca e sviluppo, e quello di Rajgopal e Shevlin (2002), in cui si dimostra che tramite l'uso delle opzioni vi è un decremento nell'uso dei derivati da parte degli AD per alzare il rischio finanziario.

Altri studi riportano, però, conseguenze decisamente negative. In effetti il risultato in questi casi è quello contrario a cui si punta con l'introduzione delle opzioni. Il lavoro di A. Wowak, K. Wowak e Mannor (2014) manifesta la possibilità che le opzioni provochino mancanza di prudenza da parte del manager e che i comportamenti adottati possano portare ad un problema di sicurezza del prodotto. Questo avviene perché le opzioni, che offrono un bonus illimitato all'esercizio e nessuna penalità, incoraggiano il manager a focalizzarsi sulle cosiddette 'big wins' o grandi vittorie -enormi investimenti con un rischio piuttosto alto- e a non prestare troppa attenzione ad una possibile 'grande perdita'. Gli AD privilegiano quindi programmi rivolti alla riduzione dei costi piuttosto che programmi rivolti alla miglioria dei processi. Lo studio evidenzia che gli effetti variano

dependentemente dal CEO a cui si guarda: dalle caratteristiche personali, dalle proprie mansioni ecc.

A supportare il lavoro di Wowak, Mannon e Wowak (2014) è lo studio condotto da Sanders e Hambrick (2007), i quali sostengono che le stock option incoraggiano i CEO ad investire in categorie rischiose di investimenti come R&D e acquisizioni. Inoltre, come Wowak, Mannon e Wowak (2014) riportano nel loro studio, Sanders e Hambrick sostengono che le opzioni portino la performance aziendale agli estremi, facendo sopraggiungere soprattutto grandi perdite. Si sostiene infatti che l'interazione tra gli alti livelli di stock option e gli alti livelli di investimento possano avere un effetto moltiplicativo, causando investimenti non soltanto maggiori, ma anche caratterizzati da una varianza elevata.

### **Restricted stock e Restricted Stock Units.**

Le restricted stock o azioni vincolate sono una quota di azioni garantite ad un impiegato, o in questo caso ad un manager, la cui vendita è proibita per un certo lasso di tempo. La maggior parte delle azioni garantite ai manager sono chiamate anche 'nonvested shares' perché sono soggette a speciali condizioni di vesting per avere il diritto sull'azione, assomigliando da questo punto di vista alle stock option. Spesso, quando si parla di azioni vincolate, si parla di azioni non fruibili.

Anche le restricted stock units (RSU) o unità di azioni vincolate rappresentano il patto secondo il quale la board si impegna a concedere delle azioni dopo un certo periodo di vesting. Diversamente dalle restricted stock, le RSU costituiscono soltanto un diritto sull'azione e non il possesso, per questo motivo non vi è il diritto di voto e conseguentemente chi riceve le RSU non può partecipare alle decisioni nella compagnia come gli altri azionisti.

Larga parte del salario è costituita da azioni conferite ai manager, tra cui hanno spazio soprattutto le azioni vincolate e le RSU. In generale le restricted stock e le RSU sono preferite alle stock option per i risvolti negativi che queste ultime possono avere. Come precedentemente affermato, le stock option non fanno corrispondere una penalità per i CEO ad una grande perdita per l'azienda. Le azioni vincolate, invece, fanno sì che vi sia questa corrispondenza, facendo coincidere azionisti e amministratori e massimizzando il valore del coefficiente della pay-per-performance (si veda il capitolo 2). Infine, le restricted stock e le RSU, attraverso l'introduzione del periodo di vesting, legano l'executive all'azienda, eliminando la possibilità che questo intraprenda manovre finanziarie che potrebbero compromettere il benessere degli azionisti.

Questo tipo di incentivi ha però una tassazione più sfavorevole rispetto alle opzioni sulle azioni: le azioni vincolate sono soggette a tassazione nel momento in cui sono garantite all'executive e concorrono a formare il reddito imponibile, il che le rende meno appetibili dal punto di vista di chi le riceve.

### **Piani pensionistici e altri piani.**

Piani di incentivi diversi da quelli fino ad ora presentati possono essere di natura molto eterogenea. Qui ci soffermeremo brevemente sui piani pensionistici perché sono in un certo senso rappresentativi degli altri piani.

I piani pensionistici sono piani addizionali a quelli previsti dallo stato e per larga parte si basano sugli anni di servizio accreditati (in misura minore su quelli effettivi). I benefici di questo tipo di piano sono di immediata comprensione: l'AD è spinto a migliorare la performance perché questa può impattare anche negli anni futuri, in cui non presterà servizio come executive.

Questi piani sono di difficile misurazione ed è arduo calcolarne il valore attuale. Per questo motivo sono spesso ignorati nel calcolo del salario, anche se presenti in moltissime realtà aziendali.

## Capitolo 4 – Conseguenze degli incentivi

Abbiamo finora affrontato le conseguenze specifiche di ciascuna componente del salario. È necessario precisare che legare la performance al salario del CEO comporta, in generale, altri effetti oltre a quelli elencati.

Per comprendere il meccanismo di queste conseguenze, bisogna tenere a mente che gli amministratori sono più avversi al rischio degli azionisti, in quanto questi ultimi detengono un portafoglio diversificato e desiderano che si massimizzi la performance dell'azienda. Fare sì che i manager intraprendano degli investimenti più corposi e con un payoff maggiore è il principale obiettivo del sistema di retribuzione per incentivi, anche se questa può aumentare la possibilità di comportamenti poco prudenti.

Un tipico modello di Hidden Action, presente in diversi studi tra cui si annovera quello di Grossman e Hart (1983), teorizza la misura ottimale dell'impatto degli incentivi al variare del rischio che l'amministratore è disposto a sopportare.

Secondo il modello, il CEO prende iniziative  $a$ , volte a produrre un valore per gli azionisti  $x(a)$ . L'AD riceve un compenso  $w(x,z)$  -in cui  $z$  si riferisce ad altre variabili che determinano il compenso- e la sua utilità è definita secondo la funzione  $U(w,a)$ . Il contratto ottimale fa sì che si massimizzi la ricchezza degli azionisti  $x(a) - w(x,z)$  e allo stesso tempo l'utilità dell'amministratore.

Il valore della compagnia è  $x = e + \varepsilon$  dove  $e$  è lo sforzo dell'executive mentre  $\varepsilon$  rappresenta gli eventi incontrollabili che impattano la performance. Si presume che  $\varepsilon$  sia distribuito normalmente, quindi  $\varepsilon \sim N(\mu, \sigma^2)$ . I contratti prendono la semplice formula lineare  $w(x) = s + bx$ , in cui  $s$  è il salario fisso mentre  $b$  è la misura della pay-per-performance sensitivity.

Assumendo che l'executive abbia un'utilità esponenziale  $U(x) = \exp [r( wc(e) )]$  in cui  $r$  è l'avversione assoluta al rischio e  $c(e)$  è la disutilità convessa allo sforzo, la misura ottimale di  $b$  è data da:

$$b = 1 / (1 + r\sigma^2 c'') \quad [3]$$

Questo implica che il coefficiente della pay-per-performance sensitivity è ottimale, ossia  $b = 1$  soltanto se l'output è certo -quindi la varianza  $\sigma$  è uguale a zero- oppure se l'executive è neutrale al rischio ( $r = 0$ ). Gli incentivi saranno senz'altro minori per gli executive più avversi al rischio per la condizione  $\partial b / \partial r < 0$  e saranno minori anche nel caso di un numero maggiore di eventi incontrollabili per la condizione  $\partial b / \partial \sigma < 0$ . Questa conclusione ci permette di affermare che gli

effetti degli incentivi non sono uguali per tutti, e, non potendo conoscere l'avversione al rischio dell'executive, si corre il rischio di legare in maniera troppo stretta rischio e performance, destinando agli incentivi una porzione troppo sostanziosa della paga, nel caso in cui l'executive sia più neutrale al rischio, o il contrario.

Il lavoro di Becher e Juergens (2013) studia il meccanismo con cui i piani di incentivi che formano il salario del CEO impattano nell'approvazione di acquisizioni e fusioni.

Coerentemente con quanto sostiene la teoria della hidden action, l'autore asserisce che la composizione della ricchezza del manager pre-acquisizione dovrebbe impattare sulla tolleranza del rischio del manager e quindi portare il CEO a voler intraprendere investimenti maggiori e più rischiosi. All'aumentare del compenso legato alla performance, i manager sono più propensi a voler espandere le loro compagnie, inglobando altre imprese, e a pagare premi più alti per l'acquisizione, subendo però un calo della performance subito dopo l'acquisizione. Con il sistema ad incentivi, l'AD riceve una retribuzione che aumenta progressivamente al crescere dello sforzo necessario per intraprendere un progetto e al crescere del valore prodotto dal progetto medesimo. Questo spinge il CEO ad investimenti più corposi anche se non di valore per gli azionisti.

Il risultato trovato è diventato ancora più limpido dopo la crisi finanziaria.

È possibile che alcune variabili omesse possano modificare i risultati ottenuti. Questi reggono, infatti, se si regola il modello tenendo conto dell'eccesso di confidenza manageriale: un CEO troppo sicuro di sé potrebbe essere spinto per prestigio personale ad aumentare la taglia della compagnia, non considerando attentamente i pro e i contro di tale mossa. Inoltre, gli autori postulano che nei casi presi in considerazione per lo studio non vengano garantiti incentivi al manager con lo scopo di implementare la fusione o l'acquisizione.

Per costruire un sistema di incentivi che funzioni bisogna quindi valutare i pro e i contro di ogni singola componente di incentivo all'interno del salario e i pro e i contro dei piani di incentivo in generale. La valutazione deve essere fatta caso per caso, considerando anche tutte le altre variabili in gioco.

## Capitolo 5 – La contrattazione del salario

Oltre al valutare attentamente le conseguenze di ciascun piano, agire sul momento della contrattazione è un altro modo di controllare gli effetti degli incentivi, per evitare che producano conseguenze indesiderate.

Lo studio di Dow e Raposo (2005) sostiene che la paga connessa alla performance crei un incentivo ad implementare strategie troppo ambiziose e più difficili da mettere in pratica. Questa situazione può essere corretta, secondo gli autori, dalla tempistica con cui si stabilisce il compenso dell'AD.

In questo studio si postula che il manager, non possedendo risorse finanziarie personali ed essendo neutrale al rischio, formuli la strategia e poi la implementi in due momenti diversi. Il CDA può decidere la retribuzione del manager in due momenti differenti: prima o dopo la formulazione della strategia.

L'outcome è influenzato non soltanto dalla performance del manager, ma anche da eventi esterni: questi si combinano in maniera tale da far formare un set di strategie possibili, dalle quali il manager deve sceglierne una. Anche in questo modello, il contesto strategico in cui si trova l'azienda è conosciuto meglio dal CEO rispetto agli azionisti.

Si indica con  $p$  la probabilità di incorrere in uno scenario contenente le alternative allo scenario di status quo e con  $(1 - p)$  la probabilità di incorrere in uno scenario B (business as usual) di status quo. Le strategie alternative allo status quo possono essere essenzialmente due: quella in cui si può implementare un cambiamento moderato, M, e quella in cui si può implementare un cambiamento drammatico, D. Si possono avere situazioni in cui vi è soltanto un'alternativa o entrambe. I possibili scenari contenenti alternative a B sono:

- . BM, se M è l'unica alternativa e quindi  $p = p_M$
- . BD, se D è l'unica alternativa e quindi  $p = p_D$
- . BDM, se entrambe le alternative sono presenti e quindi  $p = p_D + p_M$

Una volta scelta la strategia, scartando le altre possibili, il manager deve presentarla agli azionisti, i quali però non possono sapere se, nel caso di scelta di una delle due alternative, fosse presente anche l'altra alternativa.

La strategia  $i$  con  $i = M, D$  necessita, per essere implementata, di uno sforzo  $e_i$  ed ha la probabilità  $\pi_i$  di avere successo, nel cui caso l'azienda assume il valore  $V_i$ . Lo sforzo del manager aumenta a

seconda che la strategia da implementare sia più radicale. Quindi  $e_B < e_M < e_D$ . Inoltre si assume che più massivo sia il cambiamento, più alta sia la probabilità di successo quindi  $\pi_B < \pi_M < \pi_D$ .

Si assume che ci siano ritorni marginali decrescenti ossia che è sempre più costoso, in termini di effort su probabilità di successo, implementare una strategia più drastica: i cambiamenti molto importanti sono i più cari da portare a termine.

Gli azionisti sono disposti a remunerare il CEO se il progetto ha valore positivo. Uno sforzo insufficiente o un evento non previsto danno un payoff uguale a zero e una remunerazione pari a zero [non sono previsti pagamenti negativi perché il manager non dispone di risorse finanziarie proprie]. Inoltre gli azionisti sono disposti a remunerare il CEO per lo sforzo impiegato ad implementare le strategie M o D se proposte come alternativa allo status quo B, preferendo tra M e D l'alternativa M. [In questo studio si assume che la strategia M sia preferibile a D perché il costo per implementare quest'ultima è troppo alto rispetto al valore che produrrebbe].

Non è possibile basare la retribuzione sulla strategia, poiché il set è osservabile soltanto dall'AD. Inoltre il CEO può presentare la strategia alternativa alla board, ma lasciare in un secondo luogo le cose allo status quo.

Come si è precedentemente accennato, è possibile per il CDA stabilire il contratto prima o dopo la fase di stipulazione della strategia. Può anche decidere il compenso prima della scelta della strategia e formulare poi un aggiustamento. Analizziamo ora i vari casi.

### **Contratto ex post.**

In questo caso la contrattazione avviene dopo la formulazione della strategia. Gli shareholder offrono un compenso  $m_i$  nel caso in cui la strategia funzioni. Per far sì che il manager sia incentivato ad intraprendere una qualsiasi strategia la probabilità di percepire un salario più alto deve essere maggiore dello sforzo per ottenerlo. In altre parole  $m \pi - e > 0$ . Inoltre, coerentemente con quanto definito nelle ipotesi,  $m_i \pi_i - e_i > m_B \pi_B - e_B$  perché gli azionisti sono pronti a remunerare strategie che fanno acquisire alla compagnia un valore più alto. L'utilità  $U$  del CEO è data da un maggiore compenso quindi  $U = (e_i - e_B) / (\pi_i - \pi_B)$ . Perversamente il CEO preferisce quindi una strategia che richieda uno sforzo più ampio e che abbia una probabilità di successo più bassa (figura 6).

Si ricorda che M in questo studio è la soluzione preferita dagli azionisti o soluzione di first best perché D è molto costosa da implementare. Quindi  $(V_M - m_M) \pi_M > (V_D - m_D) \pi_D$ . Questo significa

che nella situazione in cui si verifichi BMD, vi è un conflitto di interessi tra shareholder e CEO del quale i primi non sono a conoscenza.

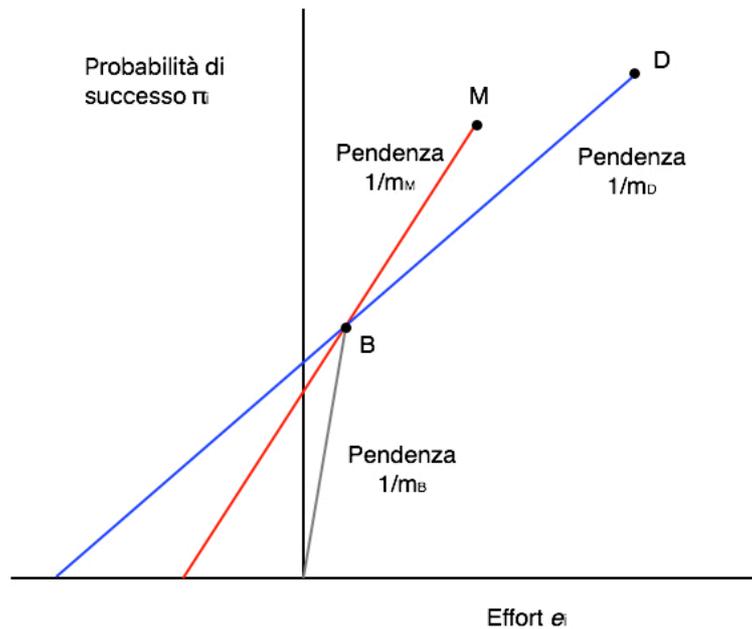


Figura 6

### Contrattazione ex ante.

Si può prevedere la situazione sopra descritta anticipando la contrattazione prima della scelta della strategia. In questo particolare caso la board definisce il compenso iniziale  $m^*$  prima della definizione della strategia e concede al CEO la possibilità di rinegoziare con dei salari  $m_B^*$ ,  $m_M^*$ ,  $m_D^* \geq m^*$ . Questa ultima condizione è determinata dal fatto che i CEO non vorrebbero rinegoziare. Il salario finale è quello maggiore tra il salario definito in fase iniziale e quello definito nella contrattazione ex post. Quindi:

$$m_B^* = \{ m^*, m_B \} \qquad m_M^* = \{ m^*, m_M \} \qquad m_D^* = \{ m^*, m_D \} \quad [3]$$

Si è prima dimostrato come nel caso in cui l'AD possa scegliere tra D ed M, questo scelga sempre D per via del più alto compenso. Se si alza il compenso in maniera tale da rendere l'amministratore indifferente rispetto alle due utilità che derivano dalla scelta delle due strategie si ottiene:

$$U_M^* = m^* \pi_M - e_M = m_D \pi_D - e_D = U_D^* \quad [4]$$

Il compenso  $m^*$  è sicuramente minore del compenso  $m_D$  poiché D necessita di uno sforzo notevolmente maggiore per essere implementato. Quindi  $m_M < m^* < m_D$ .

Se il CEO deve ricevere inizialmente  $m^*$  e la situazione è B o BM, allora sceglierà rispettivamente B ed M e riceverà  $m^*$ . Se invece il CEO si trova nella situazione BD, il salario verrà rinegoziato e il CEO verrà pagato  $m_D$ . Infine nella situazione BMD il CEO sarà indifferente nello scegliere la propria strategia e quindi implementerà la strategia di first best preferita dagli azionisti.

Il problema di questo tipo di contrattazione è il costo: nelle situazioni B e BM si avrà un salario  $m^*$  maggiore dei salari concessi nel caso della contrattazione ex post.

### Contrattazione ex ante con tetto massimo.

L'ultima contrattazione possibile è quella che avviene ex ante stabilendo un tetto massimo per la determinazione del salario. Questo avviene per evitare che l'AD sia interessato a perseguire soltanto obiettivi iperambiziosi. Non vi è rinegoziazione.

Secondo questa metodologia viene offerto al CEO un compenso massimo  $m_M$ . In questo modo nella situazione BMD viene scelta la strategia M, la quale è la soluzione di first best. Il problema sorge quando il CEO si trova davanti alla situazione BD: la strategia D rappresenterebbe il first best, ma viene scelta B poiché lo sforzo richiesto per D non sarebbe ripagato da un salario adeguato. Vi è quindi una situazione di understrategy.

	Scenario			
Strategie disponibili	B	BM	BD	BMD
Strategia di first best	B	M	D	M
Contratto Ex post	$B ; \pi_B(V - m_B)$	$M ; \pi_M(V - m_M)$	$D ; \pi_D(V - m_D)$	$D ; \pi_D(V - m_D)$
Contratto Ex ante	$B ; \pi_B(V - m^*)$	$M ; \pi_M(V - m^*)$	$D ; \pi_D(V - m_D)$	$M ; \pi_M(V - m^*)$
Tetto massimo	$B ; \pi_B(V - m_B)$	$M ; \pi_M(V - m_M)$	$B ; \pi_B(V - m_B)$	$M ; \pi_M(V - m_M)$

Tabella 1

Nella tabella 1 si rappresentano le strategie implementate e i payoff nelle varie situazioni.

In conclusione si può affermare che nel caso in cui l'azienda operi in un contesto turbolento e fortemente instabile, è preferibile stabilire un contratto ex ante che preveda la rinegoziazione del

contratto dopo la scelta della strategia. Nel caso di un'impresa che operi in un ambiente placido e tranquillo, in cui sono poco probabili cambiamenti repentini di strategia, è conveniente, invece, utilizzare una tipologia di contratto a tetto massimo.

## Capitolo 6 - Il Caso Disney

‘Progettiamo la paga dei nostri amministratori in maniera da creare un valore nel lungo termine. Facciamo questo connettendo il compenso agli obiettivi della performance che promuovono la creazione di valore per gli azionisti e progettando il compenso in maniera da attrarre i migliori amministratori sul competitivo mercato del lavoro’.

- The Walt Disney Company (2015)

Analizzeremo ora il compenso dell’amministratore delegato di ‘The Walt Disney company’, Robert Iger. La scelta è ricaduta su questa azienda perché gli obiettivi di Disney nello stabilire il compenso dei suoi manager è perfettamente allineato con quelli di questo elaborato: produrre un contratto in grado di eliminare, o almeno di mitigare in gran parte, il problema del conflitto di agenzia e stabilire un compenso equo per lo sforzo degli amministratori. Inoltre, il caso offre una panoramica esaustiva sui componenti analizzati prima. I dati presentati provengono dal documento ‘Proxy statement 2016’, il quale contiene tutte le informazioni relative alla paga del Top Management.

Disney lega alla performance circa il 92% del compenso (figura 7), bilanciando incentivi legati al breve ed al lungo termine e facendo in modo che ne risulti ugualmente un salario molto competitivo. Per la precisione, nel 2015 Bob Iger ha ricevuto 2.5 milioni di dollari grazie al salario di base, azioni valutate a 8.9 milioni, altri 8.4 milioni in opzioni sulle azioni e la bellezza di 22.3 milioni dovuti a bonus legati alla performance, oltre ad altri tipi di compensazione legati al welfare.

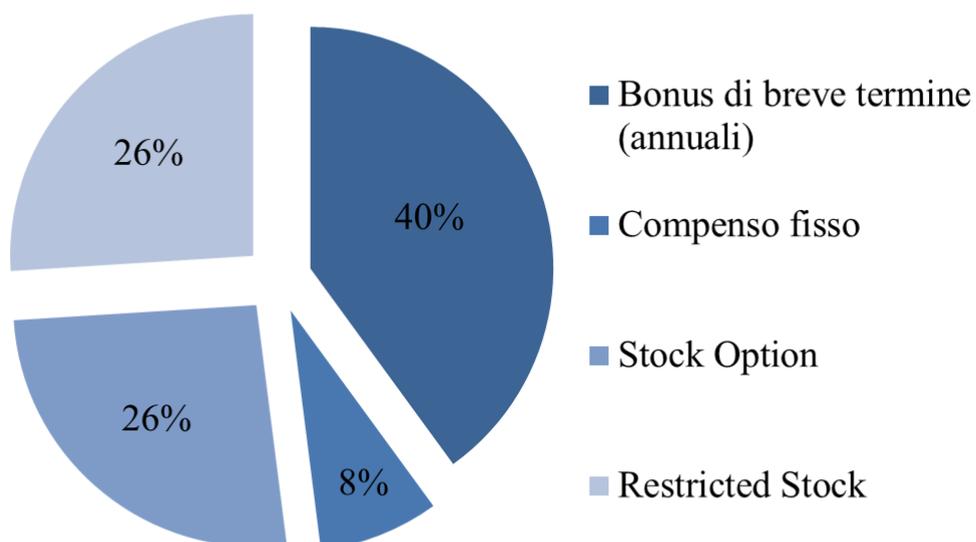


Figura 7

## Salario di base.

In Disney il salario minimo è stabilito dal contratto di base, il quale costituisce circa l'8% del salario di Iger. La commissione per i salari si riserva la discrezione di aggiustare il compenso annualmente basandosi sull'esperienza acquisita, sulla responsabilità della posizione e rispetto ad altre considerazioni sulla competitività del salario nel mercato. La competitività del salario sul mercato è valutata guardando tre gruppi di aziende comparabili a cui Disney può fare riferimento: alcune compagnie del settore mediatico (CBS, Comcast, Twenty-first Century Fox, Time Warner e Viacom), ventiquattro compagnie di tutti i settori con taglia simile con un forte orientamento al cliente o con una forte brand recognition, l'indice S&P 500.

## Bonus basati su obiettivi della performance.

Per quanto riguarda i bonus annuali e di lungo termine, la commissione per i salari ne stabilisce l'obiettivo, focalizzandosi sulla performance finanziaria dell'anno precedente o degli anni precedenti. Si ritiene che in questo modo si possano stabilire obiettivi di crescita coerenti nel lungo termine. I target bonus per ciascun CEO sono definiti dalla Commissione durante l'anno fiscale, tenendo conto degli accordi in fase di assunzione, di considerazioni riguardo alla competitività rispetto al mercato del lavoro e di altri fattori che la commissione ritiene appropriato.

Il 70% del bonus (misurato sullo standard della performance) è determinato secondo misure finanziarie mentre il restante 30% (misurato sullo standard della performance) sulla misurazione di altri obiettivi della performance. In particolare, troviamo tra le varie misure finanziarie il Segment operating income, l'EPS, il FCF dopo le tasse e il ROIC.

Inoltre, Iger potrebbe ricevere un 'retention bonus' basato sulla performance qualora decidesse di rimanere all'interno della compagnia nel 2018.

Misura della performance	Performance nel 2014 (target attuale)	Intervallo per il raggiungimento del bonus
Segment Operating Income	\$13005	\$11162-\$14545
Adjusted EPS	\$4.32	\$3.60-\$4.98
Free cash flow dopo le tasse	\$7,580	\$4,138-\$10,910
ROIC	12,1%	10,3%-13,0%

Tabella 2

### **Compenso legato all'equity.**

La paga legata all'equity ha la funzione di eliminare il conflitto di agenzia collegando direttamente la ricchezza di azionisti e amministratori. Alla Disney il compenso legato all'Equity è costituito da stock option, RSU basate sulla performance ed RSU.

Il periodo di vesting di questi strumenti dura fino a quattro anni. Il valore combinato delle opzioni, delle unità della performance e delle unità temporali sono definiti dalla Commissione durante l'anno fiscale, tenendo conto degli accordi in fase di assunzione, di considerazioni riguardo alla competitività rispetto al mercato del lavoro e di altri fattori che la commissione ritiene appropriato. L'allocazione degli incentivi di lungo termine per il CEO risponde al seguente schema: 50% in stock option e 50% in restricted stock units.

### **Stock Option.**

Il prezzo all'esercizio garantito dall'azienda è uguale alla media del valore più alto e del valore più basso assunto dall'azione nel giorno della concessione del diritto. La variazione del prezzo all'esercizio è proibita se non vi è l'approvazione degli azionisti.

Le stock option concesse hanno un termine di 10 anni ed ogni anno si possono esercitare progressivamente il 25% delle opzioni.

### **RSU ed RSU basate sulla performance.**

Il valore delle RSU è legato strettamente alla performance dell'indice S&P 500. Le RSU basate su un limite temporale hanno un termine di 10 anni ed ogni anno si possono esercitare progressivamente il 25% delle opzioni.

Le RSU basate sulla performance sono garantite soltanto se viene raggiunta una certa soglia della performance. Questo particolare tipo di RSU ha un periodo di vesting lungo 3 anni. Le RSU sono esercitabili alla vesting date sulla base dell'indice S&P500: per la metà maturano basandosi sull'utile totale per gli azionisti, per l'altra metà maturano sulla base dell'utile per azione. Nessuna matura se la performance è sotto il 25esimo percentile. A partire da una performance uguale o superiore al 25esimo percentile si sblocca il 50% delle unità, fino ad arrivare a sbloccare tutte le azioni concesse alla soglia del 75esimo percentile.

**Altri piani di compensazione.**

Altri piani sganciati dalla performance sono garantiti al CEO come welfare. Tra questi viene garantito un piano pensionistico che ammonta a circa 21 milioni di dollari, valutato al valore attuale netto alla fine del 2015.

## **Conclusioni**

La composizione del salario degli Amministratori Delegati può essere un tema di grande dibattito, anche se può rivelarsi un argomento estremamente complicato. L'obiettivo dell'elaborato è mettere in luce i punti salienti di ciascuna componente di un piano di incentivi riguardo la determinazione del salario di un CEO.

Ciò che rende interessante e complicato l'argomento è infatti la coesistenza di molteplici fattori: tra più significativi le pressioni socio politiche riguardo alle decisioni del CDA, il forte potere discrezionale del CEO e la necessità di instaurare una contrattazione efficiente per legare gli interessi di azionisti e top management.

Nella composizione del salario assumono un ruolo determinante le azioni vincolate e le stock option, assieme ai piani di bonus. Ciascuna di queste componenti presenta vantaggi e svantaggi specifici che devono essere stimati caso per caso. In particolare, è necessario prendere in considerazione alcuni aspetti, in particolare il momento della vita aziendale in cui l'impresa si trova, la sua grandezza, la sua struttura finanziaria e una serie di altri fattori che determinano l'unicità dell'impresa in oggetto. Inoltre, viene dimostrato che gli incentivi impattano in maniera differente sull'operato del CEO a seconda della sua propensione al rischio. Questo dà adito ad altre valutazioni.

Introducendo dei piani di incentivi si può circoscrivere il problema dell'agenzia e portare ulteriori benefici all'azienda. Tuttavia si possono verificare alcune complicazioni: la sopportazione di un rischio eccessivo da parte dell'impresa ed una propensione ad impegnarsi in fusioni ed acquisizioni, anche se queste ultime non portano un valore maggiore per gli azionisti. Viene dimostrato, però, che questi aspetti negativi possono essere mitigati agendo sulla tempistica della contrattazione del salario.

Il compenso del CEO di Disney, Robert Iger, riflette le considerazioni precedenti. Anche se non rientra nella media dei compensi, questo tipo di retribuzione rappresenta una soluzione valida per legare in maniera fortissima amministratore delegato e azionisti, bilanciando le possibili conseguenze dei diversi tipi di incentivi.

## Bibliografia

- Baker, G., Hall, B., CEO Incentives and Firm Size, 2004. *Journal of Labor Economics* Vol. 22, No. 4 (Ottobre 2004), pp: 767-798
  
- Banker R., Potter G., Srinivasan D., An Empirical Investigation of an Incentive Plan that Includes Nonfinancial Performance Measures, 2000. *The Accounting Review*, Vol. 75, No. 1 (Gennaio 2000), pp: 65-92
  
- Becher, D., Juergens, J., *Do Acquirer CEO Incentives Impact Mergers?*, 2013. Drexel University, Department of Finance
  
- Dow, J., Raposo, C., CEO Compensation, Change, and Corporate Strategy, 2005. *The Journal Of Finance*, Vol. Lx, No. 6, pp: 2701-2728.
  
- Erickson, M., Hanlon, M., e Maydew, E., Is There a Link between Executive Equity Incentives and Accounting Fraud?, 2005. *Journal of Accounting Research* Vol. 44 No. 1 March 2006
  
- Grossman, S., Hart O., An analysis of the principal-agent problem, 1983. *Econometrica* 51: 745.
  
- Gupta, N., Schweizer, T., Jenkins D., *Pay-for-knowledge compensation plans: hypotheses and survey results*, 1986. College of Business Administration, University of Arkansas
  
- Hart, O., Moore, J., Property rights and the nature of the firm, 1990. *Journal of Political Economy* Vol. 98(6), pp: 1119- 1158.
  
- Jensen, M., Murphy, K., Performance Pay and Top-Management Incentives, 1990. *Journal of Political Economy*, vol. 98, no. 2 pp: 225-264
  
- Jensen, M., Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership structure, 1976. *Journal of Financial Economics*, October, 1976, V. 3, No. 4, pp: 305-360
  
- Laux, V., Stock option vesting conditions, CEO turnover, and myopic investment, 2011 *Journal of Financial Economics* 106 (2012) pp: 513–526
  
- Lazear, E., *The new Economics of Personnel*, 1992. Hoover Institution and Graduate School of Business, Stanford University, California, U.S.A.

- Murphy, K., Executive compensation: where we are and how we got there, 2012. University of Southern California - Marshall School of Business
- Murphy, K., Executive compensation, 1999. *Handbook of Labor Economics*, Volume 3, cap.38, Elsevier Science
- Rajgopal, S., Shevlin, T., Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking, 2002. *Journal of Accounting & Economics* **33**(2) pp: 145 – 171.
- Ryan, H., Wiggins, R., The interactions between R&D investment decisions and compensation policy, 2002. *Financial Management Journal*, **31**(1) pp: 5–29.
- Sanders, WM., Hambrick, D., Swinging For The Fences: The Effects Of Ceo Stock Options On Company Risk Taking And Performance, 2007. *The Academy of Management Journal*, Vol. 50, No. 5 (Ottobre 2007), pp: 1055-1078
- Shleifer, A., Vishny, R., A Survey of Corporate Governance, 1997. *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2. (Jun., 1997), pp: 737-783.
- Smith, A., *The Wealth of Nations*, 1776. Pubblicato da S. M. Soares. MetaLibri Digital Library, May 2007.
- Wowak, A., Mannor, J., Wowak, K., Throwing Caution To The Wind: The Effect Of Ceo Stock Option Pay On The Incidence Of Product Safety Problems, 2013. *Strategic Management Journal* (Aprile 2014)
- Yancey, G., *Aligning the CEO's Incentive Plan With Criteria That Drive Organizational Performance*, 2010. Emporia State University.

## Sitografia

- Borsa Italiana, Stock Option Sotto la lente, reperibile all'indirizzo:  
<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/stockoption203.htm>

- 2016 Forbes Media LLC, Highest paid bosses, reperibile all'indirizzo:  
<http://www.forbes.com/pictures/eggh45jef/highest-paid-bosses/>

- IRS, Topic 427 - Stock Option, reperibile all'indirizzo: <https://www.irs.gov/taxtopics/tc427.html>

- Melin, A., Satariano, Apple's Top Five Executives Under Cook Were Paid Equally, reperibile all'indirizzo: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-01-07/apple-s-top-five-aside-from-ceo-paid-25-million-each-for-2015>

- The Walt Disney Company, 2016 Proxy statement, reperibile all'indirizzo: <https://ditm-twdc-us.storage.googleapis.com/2016-Proxy-Statement.pdf>