ROMA TRE
UNIVERSITÀ DEGLI STUDI

SCUOLA DOTTORALE

DIRITTO ED ECONOMIA "TULLIO ASCARELLI"

SEZIONE DI DOTTORATO IN ECONOMIA AZIENDALE

XXIII CICLO

LA REMUNERAZIONE DELL'AMMINISTRATORE DELEGATO, PERFORMANCE AZIENDALI E CORPORATE GOVERNANCE: UN'ANALISI EMPIRICA COMPARATA TRA ITALIA E REGNO UNITO

Silvia Gaia

A.A. 2010/2011

Tutor: Prof. Andrea Melis

Coordinatore: Prof.ssa Lidia D'Alessio

INDICE SOMMARIO

pag.

Introduzione 1

Capitolo 1
I MECCANISMI DI INCENTIVAZIONE E DI CONTROLLO: ELEMENTI DI TEORIA

1.1. Introduzione 5
1.2. Il problema di agenzia 7
1.3. Il controllo come soluzione del problema di agenzia. 10
1.3.1. Meccanismi di controllo esterno 11
1.3.2. Meccanismi di controllo interno 14
1.4. Gli incentivi come soluzione del problema di agenzia 16
1.4.1. *Trade-off* tra rischio e incentivi. 17
1.4.2. Principi generali per la redazione di un contratto di incentivazione 18
1.4.3. Problematiche di incentivazione per gli amministratori 21
1.4.4. Principali tipologie di incentivi. 22

Capitolo 2
LA REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI

2.1. Il ruolo della remunerazione 27
2.2. La remunerazione come strumento di incentivazione: elementi critici 29
2.2.1. Grado di esposizione al rischio 30
2.2.2. Legame tra remunerazione e performance. 31
2.2.3. Scelta dell'orizzonte temporale 34
2.3. La valutazione delle performance 35
2.3.1. Sistemi di valutazione oggettiva 36
2.3.2. Sistemi di valutazione soggettiva. 38
2.3.3. Sistemi di valutazione comparativa. 39
2.4. Tipologie di strumenti di remunerazione 40
2.4.1. Il compenso base 41
2.4.2. I bonus 41
2.4.3. I compensi basati su azioni 44
2.4.4. Le altre forme di remunerazione 45
2.5. Le determinanti della remunerazione 46
2.5.1. Le performance aziendali 46
2.5.2. La dimensione aziendale 52
2.5.3. Il rischio di impresa 53
2.5.4. Le opportunità di crescita 54
2.5.5. Il settore industriale 55
2.5.6. La struttura della proprietà e del controllo 55
2.5.7. Le caratteristiche personali dell'amministratore delegato 57
2.5.8. Il ruolo del consiglio di amministrazione 58

Capitolo 3
CORPORATE GOVERNANCE E PROCESSO DI CONFIGURAZIONE DELLA REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI: ITALIA E REGNO UNITO A CONFRONTO

3.1. Introduzione 61
3.2. La struttura proprietaria e il ruolo del mercato dei capitali e del controllo aziendale 62
3.3. Il ruolo e la composizione degli organi di amministrazione e di controllo 65
3.3.1. Gli amministratori non esecutivi 66
3.3.2. Gli amministratori indipendenti. 67
3.3.3. I meccanismi di nomina dei membri del consiglio di amministrazione 69
3.3.4. Il presidente del consiglio di amministrazione 71

3.3.5. Il *lead* (*senior*) *independent director* ... 72
3.4 Il processo di configurazione della remunerazione degli amministratori ... 73
3.4.1. Il ruolo dell'assemblea dei soci ... 73
3.4.2. Il ruolo del comitato per la remunerazione ... 74
3.4.3. Il ruolo del consulente esterno ... 77

Capitolo 4
LA REMUNERAZIONE DELL'AMMINISTRATORE DELEGATO: UN'ANALISI EMPIRICA COMPARATA TRA ITALIA E REGNO UNITO

4.1. Obiettivi e motivazioni alla base dello studio ... 79
4.2. Sviluppo delle ipotesi ... 81
4.2.1. Le determinanti della remunerazione ... 81
4.2.2. L'influenza delle performance aziendali sulle variazioni della remunerazione ... 84
4.2.3. L'influenza del sistema di corporate governance sul legame tra remunerazione e performance nelle imprese in cui è stato distrutto valore per gli azionisti ... 85
4.3. Descrizione del campione e raccolta dei dati ... 86
4.4. Analisi dei dati ... 87
4.4.1. La remunerazione dell'amministratore delegato ... 88
4.4.2. L'analisi delle determinanti della remunerazione ... 89
4.4.3. L'analisi dell'influenza delle performance aziendali sulla remunerazione dell'amministratore delegato ... 94
4.4.4. L'analisi dell'influenza della struttura di corporate governance sull'intensità del legame tra remunerazione e performance ... 96
4.5. Risultati dell'analisi ... 102
4.5.1. Statistica descrittiva ... 102
4.5.2. La remunerazione dell'amministratore delegato: principali determinanti ... 108
4.5.3. Il legame tra remunerazione e performance ... 113
4.5.4. Il legame tra remunerazione e performance nelle imprese in cui è stato distrutto valore per gli azionisti: principali determinanti ... 117
Appendice ... 121

Conclusioni ... 137

Bibliografia ... 141

INTRODUZIONE

Il presente lavoro si pone l'obiettivo di studiare le problematiche economiche e di corporate governance ([1]) connesse con la remunerazione degli amministratori delegati delle imprese italiane e britanniche non finanziarie quotate in mercati regolamentati.

Le politiche di retribuzione degli amministratori costituiscono un importante strumento a disposizione delle imprese per attrarre e trattenere gli amministratori più talentuosi, incentivarli alla creazione di valore per gli azionisti e ricompensarli per il conseguimento dei risultati prestabiliti ([2]).

Secondo la teoria della contrattazione ottimale, la remunerazione costituisce uno strumento in grado di risolvere il problema di agenzia di tipo classico, esistente tra gli azionisti e gli amministratori ai quale è affidata la gestione dell'impresa ([3]). Questi ultimi potrebbero attuare dei comportamenti contrari agli interessi degli azionisti, finalizzati al soddisfacimento di interessi personali. Il problema di agenzia di tipo classico assume rilevanza primaria nelle imprese la cui struttura della proprietà e del controllo è altamente frazionata, mentre ha valenza minore nelle imprese in cui tale struttura presenta un maggiore grado di concentrazione. In queste ultime prevale un problema di agenzia differente, esistente tra gli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza. La remunerazione è in grado di fornire una soluzione al problema di agenzia di tipo classico quando incentiva i beneficiari alla creazione di valore per l'impresa. In tal modo si crea un sistema di remunerazione in grado sia di incentivare gli amministratori al perseguimento degli interessi degli azionisti sia di ricompensare gli amministratori per i risultati raggiunti. Tuttavia, negli ultimi anni, è stata messa in dubbio l'efficacia della remunerazione quale strumento di incentivazione e ricompensa. La remunerazione degli amministratori è stata, infatti, annoverata tra i principali fattori che hanno causato, o per lo meno aggravato, la recente crisi dei mercati finanziari. Inoltre, diversi studi hanno evidenziato come gli elevati guadagni ottenuti dagli amministratori delegati non sempre sono stati giustificati da altrettanto elevati livelli di performance aziendali ([4]).

Tali aspetti costituiscono le principali motivazioni alla base del presente studio, che si propone di analizzare la remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati in un periodo durante il quale si è manifestata la crisi dei mercati finanziari, al fine di individuare le sue principali determinanti e di comprendere se esista un legame tra il suo ammontare e le performance aziendali.

Un ulteriore aspetto inerente la remunerazione degli amministratori che appare opportuno approfondire concerne la sua configurazione. La remunerazione costituisce per le imprese una problematica particolarmente delicata, sia a causa delle difficoltà insite nel configurare una remunerazione che sia effettivamente in grado di incentivare gli amministratori alla creazione di valore per gli azionisti e di costituire un efficace strumento di ricompensa, sia a causa del conflitto di interesse che la remunerazione origina tra gli amministratori e gli azionisti. Nella prassi, il

---

(1) Con il termine corporate governance ci si riferisce al sistema attraverso il quale le imprese sono dirette e controllate. Cfr. CADBURY REPORT, *The Financial Aspects of Corporate Governance*, Gee, 1992, par. 2.5.

(2) A riguardo si vedano: P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, Prentice-Hall, 1992, p. 390; M. JENSEN, K. MURPHY, E. WRUCK, *Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, ECGI Finance Working Paper N. 44, 2004, p. 19.

(3) Su tutti, si veda: M. JENSEN, W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure,* in Journal of Financial Economics, Vol. 3, N. 4, 1976, pp. 305-360

(4) In merito, si veda: L. BEBCHUK, J. FRIED, D. WALKER, *Managerial Power and Rent extraction in the Design of Executive Compensation*, in University of Chicago Law Review, Vol. 69, 2002, pp. 751-846.

processo di configurazione della remunerazione compete al consiglio di amministrazione, o ad un gruppo ristretto dei suoi membri. Affinché la remunerazione sia configurata in maniera da assolvere efficacemente alle funzioni precedentemente illustrate appare opportuno che tali soggetti siano in possesso di adeguate competenze in materia e di una sufficiente indipendenza dai soggetti che beneficeranno di tale remunerazione. Per tale motivo si ritiene importante studiare l'influenza che tali requisiti, ovvero la competenza e l'indipendenza dei soggetti che configurano la remunerazione, esercitano nella configurazione di una remunerazione in grado di assolvere in maniera efficace le funzioni di incentivazione e di ricompensa.

Le problematiche in esame assumono particolare rilevanza nell'ambito degli studi di Economia aziendale ([5]). La natura empirica che caratterizza tale scienza impone al ricercatore, che studia fenomeni ad essa riconducibili, di dimostrare empiricamente le teorie avanzate ([6]), ossia di valutare la validità di queste ultime in base alla loro capacità di spiegare i fenomeni che si manifestano nella realtà. La realtà non costituisce un fenomeno oggettivo ([7]), il ricercatore nell'analizzare tale realtà non può limitarsi alla semplice descrizione dei fenomeni, ma deve essere in grado di fornire un'interpretazione degli stessi ([8]). L'interpretazione della realtà può essere effettuata seguendo un approccio induttivo o un approccio deduttivo. Seguendo il primo approccio, la ricerca si basa sullo studio della realtà al fine di trarre una teoria generale ([9]). Seguendo, invece, un approccio deduttivo si formulano delle ipotesi la cui validità viene testata sulla realtà oggetto di studio attraverso l'utilizzo di strumenti statistici ([10]). Quest'ultimo approccio è quello seguito nel presente studio. Sulla base dello studio della dottrina di riferimento sono state costruite delle ipotesi, la cui validità è stata verificata empiricamente, nei contesti di riferimento, mediante l'utilizzo di una metodologia di tipo quantitativo. L'analisi effettuata è di tipo comparato: i contesti di riferimento dell'analisi sono quello italiano e quello britannico. Le realtà aziendali operanti in tali contesti si caratterizzano per la presenza importanti differenze, che potrebbero influenzare le modalità in cui il fenomeno oggetto di analisi si sviluppa. Una delle principali differenze è costituita dalla diversa rilevanza assunta dal problema di agenzia di tipo classico. Tale problema assume rilevanza primaria nelle imprese operanti nel Regno Unito, le quali si caratterizzano per un elevato grado di separazione della proprietà dal controllo, e solo secondaria nelle imprese italiane, nelle quali, a causa della presenza di struttura proprietaria altamente concentrata, il problema di agenzia prevalente è quello esistente tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza. Tale differenza potrebbe essere alla base dell'adozione di politiche di remunerazione differenti da parte delle imprese operanti nei due Paesi. Ulteriori differenze rilevanti tra i due contesti riguardano lo sviluppo del mercato dei capitali e il livello di sofisticazione delle pratiche di corporate governance, entrambi maggiori nel Regno Unito. Tali fattori potrebbero incidere sulla capacità di configurare una remunerazione che costituisca un efficace meccanismo di incentivazione e ricompensa e la loro analisi potrebbe favorire la comprensione delle differenze esistenti tra i due Paesi. Inoltre, poiché le imprese del Regno Unito

---

(5) « La scienza che studia le condizioni di esistenza e le manifestazioni di vita delle aziende, la scienza ossia dell'amministrazione economica delle aziende è l'economia aziendale ». G. ZAPPA, *Tendenze nuove negli studi di Ragioneria*, Istituto Editoriale Scientifico, 1927, p. 30.

(6) *Ibidem*, p. 11 e ss.

(7) In merito, si veda: M. WEBER, *The Methodology of the social sciences*, Free press, 1949.

Tale concezione di realtà, sostenuta da coloro della scuola di pensiero dell'interpretativismo, si contrappone alla concezione di tipo positivistica secondo la quale la realtà è una e oggettiva e può essere osservata dal ricercatore, in maniera oggettiva, senza avere un'influenza su di essa. Cfr. M. FRIEDMAN, *The Methodology of Positive economics*, in *Essays In Positive Economics*, University of Chicago Press, 1966, p. 4; E. GUBA, Y. LINCOLN, *Competing Paradigms in Qualitative Research*, in N. DENZIN, Y. LINCOLN (edited by), *Handbook of qualitative research*, Sage, 1994, p. 109.

(8) « Non esiste una realtà assolutamente "vera", né una realtà oggettiva, esistono solo differenti rappresentazioni di essa basate su aspetti diversi e non si può ritenere giustificabile una posizione che escluda a priori l'una via o l'altra ». R. FERRARIS FRANCESCHI, *Elementi di criticità negli studi di Economia aziendale. La sfida della ricerca qualitativa*, in E. ZANINOTTO (a cura di), *Presente e futuro degli studi di Economia e Management in Italia*, Il Mulino, 2006.

(9) Cfr. G. FATTORE, *Metodi di ricerca in economia aziendale*, Egea, 2005. p. 28.

(10) *Ibidem*, p. 27.

sono di considerate esempi di *best practice* ([11]), tale confronto potrebbe essere utile al fine di individuare possibili soluzioni da applicare alla realtà italiana sulla base di quanto osservato nel contesto britannico.

Il presente lavoro si articolerà in quattro capitoli.

Il primo capitolo fornisce una descrizione del quadro concettuale di riferimento, illustrando i caratteri principali della teoria dell'agenzia e dei meccanismi di incentivazione e controllo che, secondo la dottrina economica, costituiscono i principali strumenti in grado di fornire una soluzione al problema di agenzia esistente tra gli azionisti e gli amministratori delle imprese quotate. Nell'ambito dei meccanismi di incentivazione un ruolo centrale è ricoperto dalla remunerazione, la quale costituisce non solo uno strumento in grado di allineare gli interessi degli amministratori con quelli degli azionisti, ma anche uno strumento per ricompensare gli amministratori per i risultati conseguiti.

La remunerazione costituisce l'oggetto del secondo capitolo, nel quale sono illustrate non solo le funzioni che tale strumento è in grado di assolvere e le modalità secondo cui la remunerazione può essere configurata, ma anche quelle, che secondo la dottrina economica, costituiscono le sue principali determinanti, ovvero i fattori in grado di influenzare l'ammontare e le modalità di configurazione della remunerazione stessa.

Il terzo capitolo descrive i caratteri principali dei contesti istituzionali oggetto della successiva analisi, rappresentati dall'Italia e del Regno Unito, e le problematiche di corporate governance che possono influenzare le modalità di remunerazione degli amministratori delle imprese quotate operanti in tali contesti.

Infine, il quarto capitolo illustra l'analisi empirica condotta sulle imprese italiane e britanniche non finanziarie quotate in mercati regolamentati, finalizzata all'individuazione dei fattori in grado di influenzare la remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati, soffermando particolare attenzione sulle performance aziendali, e a comprendere quale ruolo esercita il sistema di corporate governance di un'impresa nella configurazione di una remunerazione legata con le performance aziendali.

---

(11) In merito, si vedano i risultati seguenti studi: HEIDRICK & STRUGGLES, *CEO & Board practice*, Heidrick & Struggles International, Inc., 2009; EIRIS, *How global is good corporate governance?*, EIRIS Ltd, 2005.

Capitolo 1

I MECCANISMI DI INCENTIVAZIONE E DI CONTROLLO: ELEMENTI DI TEORIA

SOMMARIO: 1.1. Introduzione. — 1.2. Il problema di agenzia. — 1.3. Il controllo come soluzione del problema di agenzia. — 1.3.1. Meccanismi di controllo esterno. — 1.3.2. Meccanismi di controllo interno. — 1.4. Gli incentivi come soluzione del problema di agenzia. — 1.4.1. *Trade-off* tra rischio e incentivi. — 1.4.2. Principi generali per la redazione di un contratto di incentivazione. — 1.4.3. Problematiche di incentivazione per gli amministratori. — 1.4.4. Principali tipologie di incentivi.

1.1. Introduzione

Le problematiche di incentivazione assumono rilevanza nell'ambito degli studi di economia aziendale a causa della razionalità limitata e dell'opportunismo che caratterizzano i soggetti umani e che possono influenzarne i comportamenti in maniera rilevante.

La dottrina economica distingue la razionalità dei soggetti umani in forte e semiforte ([1]). La razionalità forte assume che soggetti umani siano in possesso di un'informazione perfetta che viene elaborata da essi in maniera ottimale al fine di attuare dei comportamenti massimizzanti, tipici del cosiddetto « uomo economico ». La razionalità semiforte, o razionalità limitata, assume, invece, che i soggetti umani pongano in essere comportamenti secondo una logica di « massimizzazione intenzionale » ([2]). Nelle realtà aziendali la condizione di informazione completa, cara alle teorie economiche neoclassiche, non è riscontrabile ([3]). Per tale motivo, e a causa della complessità e della rapida mutevolezza che caratterizzano le realtà aziendali, i soggetti aziendali utilizzano una logica selettiva nell'analisi dei problemi che devono risolvere. Secondo tale logica il soggetto si crea una rappresentazione semplificata della realtà in cui include un numero limitato di fenomeni che caratterizzano la gestione aziendale (e l'ambiente esterno) e solo una parte delle conseguenze che possono scaturire da ciascuna alternativa ([4]). Ne consegue che, in tale prospettiva, il soggetto, non essendo in grado di scegliere l'alternativa ottimale, sceglie che ritiene "soddisfacente" fra quelle individuate ([5]). Ne consegue che la razionalità limitata sia in grado di fornire una migliore interpretazione delle realtà aziendali. Pertanto, ai fini del presente lavoro, si assumerà che i soggetti umani siano sufficientemente razionali nelle intenzioni, tendendo a perseguire i propri inte-

---

(1) È stato individuato anche un'ulteriore tipo di razionalità, la cosiddetta razionalità « debole , la quale però si riferisce ai processi evoluzionistici, piuttosto che ai soggetti umani. In merito si rinvia, su tutti, a: O. WILLIAMSON, *The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting*, The Free Press, 1985, Cap. 2.

(2) Cfr. L. CASELLI, *Teoria dell'organizzazione e processi decisionali nell'impresa*, Giappichelli, 1966, p. 94.

(3) A riguardo è stato osservato che le « capacità conoscitive » dei soggetti che gestiscono le imprese «...non sono perfette e le informazioni necessarie per le decisioni devono essere ricercate » ... « Il comportamento amministrativo non può essere "obiettivamente razionale" » ... « Il gruppo imprenditoriale non opera in condizioni di conoscenza perfetta ». G. ZANDA, *La grande impresa. Caratteristiche strutturali e di comportamento*, Giuffrè, 1974, pp. X-XI.

(4) In merito è stato evidenziato quanto segue: «...limitazioni della mente umana sono,..., rilevanti sia riguardo allo sviluppo di comportamenti alternativi, sia relativamente all'individuazione delle conseguenze di ogni singola alternativa ». Un soggetto aziendale «...non considera la realtà nella sua interezza, ma si crea un'immagine di questa in cui sono inseriti solo un certo numero di fenomeni che caratterizzano l'ambiente e solo una porzione dei ventagli di conseguenze corrispondenti alle varie alternative ». *Ibidem*, p. 348.

(5) Il cosiddetto « uomo amministrativo » non è in grado di individuare l'alternativa "ottimale", ma si accontenta di perseguire ciò che considera "soddisfacente". Per ulteriori approfondimenti in merito a tali problematiche si vedano, su tutti, in ordine cronologico, i seguenti contributi: H. SIMON, *A Behavioral Model of Rational Choice*, in Quarterly Journal of Economics, Vol. 69, N. 1, 1955, pp. 99-118; H. SIMON, *Administrative Behavior*, 2nd edition, MacMillan, 1961; G. ZANDA, *La grande impresa. Caratteristiche strutturali e di comportamento*, cit., p. 340 ss; O. WILLIAMSON, *The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting*, cit., p. 44 ss.

ressi, ma limitatamente razionali nei comportamenti.

Con riferimento al perseguimento delle finalità egoistiche da parte dei soggetti umani la dottrina economica distingue ([6]):

- l'opportunismo, che costituisce l'insieme di comportamenti attuati da un soggetto umano al fine di perseguire le proprie finalità egoistiche anche in modo sleale e, se necessario, con l'inganno ([7]);
- il perseguimento di finalità egoistiche in maniera leale;
- l'obbedienza, che indica le situazioni in cui non si perseguono finalità egoistiche.

Nel presente lavoro si assume che i soggetti aziendali presentino un dato grado (seppur indefinito) di opportunismo. Tale assunzione non implica necessariamente ritenere che i soggetti che operano nelle grandi imprese quotate ([8]), le quali rappresentano le realtà oggetto del presente studio, si caratterizzino sempre e in maniera continuativa per la presenza di opportunismo, ma è necessaria al fine di studiare le problematiche di configurazione dei meccanismi di incentivazione e di controllo che costituiscono l'oggetto del presente lavoro.

L'opportunismo trae origine dalla presenza di asimmetria informativa fra i soggetti coinvolti in un accordo ([9]), ovvero dall'esistenza di informazioni rilevanti che non sono pienamente condivise tra i soggetti coinvolti in un accordo. Ne consegue che il soggetto che dispone di maggiori informazioni rispetto al resto dei partecipanti possa cercare di ottenere dei vantaggi personali. La dottrina economica ha individuato due principali tipologie di comportamenti opportunistici:

- l'opportunismo pre-contrattuale (o *adverse selection*), che indica quell'insieme di comportamenti attuati nelle fasi precedenti o concomitanti alla stipula di un accordo, mediante i quali da un soggetto, al fine di ingannare la controparte, omette di comunicare a quest'ultima le informazioni private di cui è in possesso ([10]);
- l'opportunismo post-contrattuale (o *moral hazard*), che individua l'insieme di comportamenti posti in essere nelle fasi successive alla stipula di un accordo, mediante i quali un soggetto, a causa dell'incapacità della controparte nel verificarne l'operato, decide di non adempiere quanto concordato al fine di perseguire un interesse personale ([11]).

Ai fini del presente lavoro, rilevano le problematiche connesse con l'opportunismo post-contrattuale poiché influiscono sul problema di incentivazione (e di successiva valutazione)

---

(6) Cfr. O. WILLIAMSON, *The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting*, cit., p. 47 ss.

(7) La dottrina economica definisce l'opportunismo come: «...more than simple self-interest seeking. It is self-interest seeking with guile: agents who are skilled at dissembling realize transactional advantages. Economic man, assessed with respect to his transactional characteristics, is thus a more subtle and devious creature than usual self-interest seeking assumption reveals » (O. WILLIAMSON, *Markets and Hierarchies. Analysis and Antitrust Implications*, The Free Press, 1975, p. 255) e rappresenta «...self-interest with guile. This includes but it is scarcely limited to more blatant forms, such as lying, stealing, and cheating. Opportunism more often involves more subtle forms of deceit » ... « More generally, opportunism refers to the incomplete or distorted disclosure of information, especially to calculated efforts to mislead, distort, disguise, obfuscate, or otherwise confuse. It is responsible for real or contrived conditions of information asymmetry ». O. WILLIAMSON, *The Economic Institutions of Capitalism. Firms Markets, Relational Contracting*, cit., p. 47.

(8) La « grande impresa » è stata definita come: «...sistema organizzativo aperto, finalizzato, eccessivamente complesso, probabilistico, dotato di particolari processi di regolazione, capace di influenzare l'ambiente esterno ed il cui comportamento è definibile mediante un modello di razionalità limitata ». G. ZANDA, *La grande impresa. Caratteristiche strutturali e di comportamento*, cit., p. IX.

(9) Cfr. O. WILLIAMSON, *The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting*, cit., p. 47 ss.

(10) Per maggiori approfondimenti si vedano: P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, Prentice-Hall, 1992, pp. 166-203; M. ZILIOTTI, *L'economia dell'informazione*, Il Mulino, 2001, pp. 79-97, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

(11) Appare opportuno evidenziare come la non verificabilità dell'operato di un soggetto possa essere sia di natura tecnica (effettiva impossibilità), sia economica (non convenienza). Per maggiori approfondimento in merito, si rimanda a quanto scritto nel paragrafo successivo e ai seguenti contributi: K. ARROW, *The Economics of Moral Hazard: Further Comment*, in The American Economic Review, Vol. 58, N. 3, Part 1, 1968, pp. 537-539; M. PAULY, *The Economics of Moral Hazard: Comment*, in The American Economic Review, Vol. 58, N. 3, Part 1, 1968, pp. 531-537; M. SPENCE, R. ZECKHAUSER, *Insurance, Information, and Individual Action*, in The American Economic Review, Vol. 61, N. 2, 1971, pp. 380-387; B. HOLMSTRÖM, *Moral Hazard and Observability*, in The Bell Journal of Economics, Vol. 10, N. 1, 1979, pp. 74-91; B. HOLMSTRÖM, *Moral Hazard in Teams*, in The Bell Journal of Economics, Vol. 13, N. 2, 1982, pp. 324-340; O. WILLIAMSON, *The Economic Institutions of Capitalism. Firms Markets, Relational Contracting*, cit., p. 47; M. DARROUGH, N. STOUGHTON, *Moral Hazard and Adverse Selection: The Question of Financial Structure*, in The Journal of Finance, Vol. 41, N. 2, 1986, p. 501; P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., pp. 166-204; J. MIRRLEES, *The Theory of Moral Hazard and Unobservable Behaviour: Part* I, in The Review of Economic Studies, Vol. 66, N. 1, 1999, pp. 3-21.

dell'operato degli amministratori, mentre quelle relative all'opportunismo pre-contrattuale non sono rilevanti in quanto legate prevalentemente al processo di selezione degli amministratori. Pertanto, solo le problematiche dell'opportunismo post-contrattuale saranno oggetto di maggiori approfondimenti nel prosieguo del lavoro.

1.2. Il problema di agenzia

La teoria dell'agenzia studia le relazioni in cui un soggetto, denominato principale, delega lo svolgimento di talune attività ad un altro soggetto, denominato agente, il quale dovrebbe porre in essere comportamenti volti a perseguire gli interessi del primo ([12]). La relazione che lega principale ed agente si basa sul dovere fiduciario di quest'ultimo nei confronti del principale e presenta i seguenti caratteri:

- non perfetto allineamento degli interessi dell'agente con quelli del principale;
- attuazione da parte dell'agente e del principale di comportamenti volti a perseguire i propri interessi personali;
- asimmetria informativa tra le parti, ossia possesso da parte dell'agente di informazioni che il principale non può conoscere se non attraverso il sostenimento di un costo;
- differente propensione al rischio delle due parti ([13]).

La presenza dei suddetti elementi può dare origine a conflitti tra principale ed agente. L'obiettivo della teoria dell'agenzia ([14]) è quello di risolvere tali conflitti attraverso la predisposizione di un contratto « ottimale » ([15]), ovvero di un contratto in grado di massimizzare l'utilità per il principale ([16]), minimizzando, al contempo, i costi di contrattazione.

Nella dottrina economica è stato evidenziato che il problema che prevale nell'ambito della relazione di agenzia è costituito dalla possibilità che l'agente ponga in essere dei comportamenti dif-

---

(12) Cfr. M. JENSEN, W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, cit., p. 310.

(13) Per un'analisi dei principali aspetti del problema di agenzia si vedano: M. JENSEN, W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, cit., pp. 305-360; E. FAMA, M. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, in Journal of Law and Economics, Vol. 26, N. 2, 1983, pp. 301-325; D. LEVINTHAL, *A Survey of Agency Models of Organizations*, in Journal of Economic Behavior & Organization, Vol. 9, N. 2, 1988, pp. 153-185; K. EISENHARDT, *Agency Theory: An Assessment and Review,* in Academy of Management Review, Vol. 14, N. 1, 1989, pp. 57-74; H. TOSI, *Quo vadis? Suggestions for future corporate governance research*, in Journal of Management and Governance, Vol. 12, N. 2, 2008, pp. 153–169.

(14) Gli studi relativi alla teoria dell'agenzia possono essere distinti principalmente in due filoni: la *positivist agency theory* e la *principal-agent research*. Entrambi studiano la teoria dell'agenzia basandosi sulla presenza di un rapporto tra principale ed agente e condividono le medesime assunzioni con riferimento ai comportamenti degli individui, delle organizzazioni e sul ruolo delle informazioni. Differiscono nel metodo di analisi e nel contesto in cui la relazione di agenzia viene studiata. Gli studiosi della *positivist agency theory* ricorrono a metodi di analisi non matematici, che analizzano la realtà nella sua complessità e si focalizzano, in particolare, sullo studio del problema di agenzia esistente tra azionisti ed amministratori diffuso nelle *public companies*. La *principal-agent research* predilige un'impostazione basata sulla elaborazione di modelli matematici che assumono una realtà semplificata e non si limitano alla sola osservazione della relazione di agenzia tra azionisti e manager, ma studiano le problematiche di agenzia in tutti i contesti, aziendali e non, in cui si possono manifestare. Cfr. M. JENSEN, *Organization theory and methodology,* in The Accounting Review, Vol. 50, N. 2, 1983, pp. 319-339; K. EISENHARDT, *Agency Theory: An Assessment and Review,* cit., pp. 57-74.

Per un'analisi della dottrina sulla *positivist agency theory* si vedano, su tutti, i seguenti lavori: M. JENSEN, W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, cit., pp. 305-360; E. FAMA, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in Journal of Political Economy, Vol. 88, N. 2, 1980, pp. 288-307; E. FAMA, M. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, cit., pp. 301-325.

Per un'analisi della *principal-agent research* si vedano: S. ROSS, *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, in The American Economic Review, Vol. 63, N. 2, 1973, pp. 134-139; M. HARRIS, A. RAVIV, *Optimal Incentive Contracts with Imperfect Information*, in Journal of Economic Theory, Vol. 20, N. 2, 1979, pp. 231-259; S. GROSSMAN, O. HART, *An Analysis of the Principal-Agent Problem*, in Econometrica, Vol. 51, N. 1, 1983, pp. 7-45; D. LEVINTHAL, *A Survey of Agency Models of Organizations*, cit., pp. 153-185.

(15) Il contratto "ottimale" è quello in grado di minimizzare i costi di agenzia. Per un approfondimento si veda: J. CORE, W. GUAY, D. LARKER, *Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey*, in Economic Policy Review, Vol. 9, N.1, 2003, pp. 27-50.

In merito è stato osservato che « Optimal does not mean perfect, but the best contract that can be achieved to maximize shareholder value given the contracting costs in a given situation ». J. CORE, W. GUAY, R. THOMAS, *Is U.S. CEO Compensation Inefficient Pay Without Performance?*, *A review of Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation by Lucian Bebchuk and Jesse Fried*, in Vanderbilt Law and Economics Research Paper N. 05-05, 2004, p. 31.

(16) Come illustrato nel paragrafo precedente, la massimizzazione dell'utilità del principale è possibile entro determinati limiti delineati dalla razionalità limitata che caratterizza i soggetti umani e dall'impossibilità di redigere dei contratti "completi".

ferenti da quelli desiderati dal principale. La causa di tale disallineamento può essere dovuta:

- alla contemporanea presenza di opportunismo, da parte dell'agente, e di asimmetria informativa;
- ad una differente propensione al rischio che caratterizza principale e agente ([17]).

Un agente opportunista potrebbe violare il dovere fiduciario che lo lega al principale, attuando dei comportamenti volti a perseguire i propri interessi personali a scapito della soddisfazione di quelli del principale. Tali comportamenti sono riscontrabili in tutte quelle situazioni in cui il principale ha difficoltà ad osservare le azioni poste in essere dall'agente e/o in cui l'agente è in possesso di informazioni private ([18]), che non comunica al principale ([19]). Poiché tali comportamenti sono possibili solo in presenza di asimmetria informativa a favore dell'agente, affinché sorga un problema di agenzia è necessaria la contemporanea presenza di opportunismo da parte dell'agente e di asimmetria informativa tra le parti ([20]). Se il principale fosse in possesso delle informazioni di cui dispone l'agente e se fosse in grado di verificare l'operato di quest'ultimo ([21]), il problema di agenzia potrebbe essere risolto mediante la predisposizione di un contratto « completo » ([22]), attraverso il quale l'agente riceverebbe la ricompensa stabilita solo nel caso in cui i comportamenti definiti contrattualmente siano attuati, mentre verrebbe penalizzato in caso contrario ([23]). Tuttavia, nella realtà aziendale tale attività di controllo risulta spesso impossibile o eccessivamente onerosa. L'incapacità del principale di osservare l'operato dell'agente e la razionalità limitata che caratterizza i soggetti umani sono tra le principali cause che rendono i contratti incompleti ([24]): non essendo possibile per il principale verificare il rispetto dei termini contrattuali, le parti non sono in grado di predisporre un contatto omnicomprensivo.

Il problema di agenzia può, inoltre, essere causato dalla possibilità che l'agente ponga in essere comportamenti differenti da quelli desiderati dal principale a causa della diversa propensione al rischio che contraddistingue i due soggetti ([25]). Il principale si caratterizza per una maggiore pro-

---

(17) Cfr. K. EISENHARDT, *Agency Theory: An Assessment and Review,* cit., pp. 57-74.

(18) « Vi è un problema di informazione "nascosta" in quanto il principale non è in grado di valutare con precisione le effettive capacità dell'agente ». A. MELIS, *Corporate Governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, Giappichelli, 1999, p. 16.

(19) In particolare, è possibile distinguere tra *moral hazard* come azione nascosta e *moral hazard* come informazione nascosta. La prima tipologia può sorgere nelle situazioni in cui il principale conosce le abilità dell'agente, ma non il livello di sforzo profuso. Il *moral hazard* come informazione nascosta è, invece, presente in quelle situazioni in cui le abilità dell'agente non sono note al momento della stipula del contratto, ma il principale è in grado di scoprirle una volta che il contratto è stato concluso. Cfr. M. ZILIOTTI, *L'economia dell'informazione*, cit., pp. 7-27.

(20) In assenza di anche solo una di tali condizioni non sorgerebbe alcun problema di agenzia. Infatti, seppur in presenza di asimmetria informativa e di interessi non allineati un agente non opportunista sceglierebbe di rispettare il dovere fiduciario nei confronti del principale operando in maniera tale da perseguire gli interessi di quest'ultimo.

(21) Il principale non riesce a verificare l'operato dell'agente sia nelle situazioni in cui non è in grado di osservare le azioni poste in essere dall'agente, sia nelle situazioni in cui, seppur in grado di osservare i comportamenti dell'agente, non ha le competenze necessarie per capire se i comportamenti dell'agente possano o meno favorire il perseguimento dei propri interessi.

(22) Un contratto si definisce completo nel caso in cui «...it would specify precisely what each part is to do in every possible circumstance and arrange the distribution of realized costs and benefits in each contingency (including those where the contract's terms are violated) so that each party individually finds it optimal to abide by the contract's terms ». P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., p. 127.

(23) A riguardo è stato osservato quanto segue: « In simple situations complete monitoring may be possible, in which case a first-best solution (entailing optimal risk sharing) can be achieved by employing a forcing contract that penalizes dysfunctional behavior ». (B. HOLMSTRÖM, *Moral Hazard and Observability*, cit., p. 74). «...if effort is observed with complete accuracy, a first-best solution is attainable: make the fee very low unless the agent chooses exactly the first-best level of effort, and given that this is done, have the fee allocate the outcome in a way which takes full advantage of the possibilities for mutually beneficial risk sharing ». S. SHAVELL, *Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship*, in The Bell Journal of Economics, Vol. 10, N. 1, 1979., p. 56.

(24) Occorre evidenziare come, pur in presenza di informazione « completa » tra le parti, potrebbe non essere opportuno stipulare un contratto completo, qualora il principale non sia in grado di far rispettare gli accordi.

(25) Un soggetto avverso al rischio è stato definito come segue: « An individual is classified as risk averse if he is unwilling to play a game (enter a lottery) that is actuarially fair, that is, the cost of which is precisely its expected value. Thus a risk-averse employee is one who is not indifferent between receiving a guaranteed income of Y* or participating in a lottery which generates an expected income of Y*. Indeed the risk averse employee will willing take a deduction from his wage to avoid the income variability associated with the lottery ». Cfr. H. NALBANTIAN, *Incentive Compensation in Perspective,* in H. NALBANTIAN (edited by), *Incentives, Cooperation and Risk Sharing: Economic and Psychological Perspectives on Employment Contracts*, Rowman and Littlefield Publishers, 1987, p. 37.

pensione al rischio in quanto è in grado di diversificare il rischio di perdita attraverso un ampio portafoglio di investimenti. Al contrario, l'agente è, per sua natura, avverso al rischio, poiché il suo investimento, rappresentato dal proprio capitale intellettuale, non può essere diversificato ([26]). Pertanto, potrebbe non attuare i comportamenti desiderati dal principale perché questi ultimi potrebbero esporlo al sostenimento di un rischio eccessivamente elevato.

È possibile riscontrare problemi di agenzia nell'ambito di diversi contesti. Con particolare riferimento alla realtà aziendale, sorgono problemi di agenzia nelle imprese caratterizzate da separazione tra proprietà e controllo ([27]). In tali realtà la gestione è attribuita a soggetti, ai quali ci si riferirà nel prosieguo del lavoro con il termine amministratori ([28]), diversi da quelli che detengono la proprietà ([29]). Questi ultimi non avendo l'interesse, il potere e/o le competenze necessarie per occuparsi direttamente della gestione aziendale, decidono di delegare agli amministratori lo svolgimento di tale attività, dando origine ad una scissione tra proprietà e controllo ([30]). La presenza di interessi potenzialmente contrastanti tra azionisti ed amministratori, nonché di asimmetria informativa tra le parti, possono favorire l'attuazione di comportamenti opportunistici da parte degli ultimi. Tali comportamenti possono essere agevolati dalla circostanza che gli amministratori non subiscono le conseguenze delle proprie decisioni, le quali, invece, ricadono su coloro che hanno apportato il capitale di rischio, ovvero gli azionisti ([31]).

Per risolvere i problemi connessi all'opportunismo post-contrattuale, oggetto del presente studio, secondo la teoria della contrattazione ottimale ([32]) il principale può ricorrere ai seguenti strumenti:

- l'esercizio di un'attività di controllo sull'operato dell'agente;
- la redazione di contratti di incentivazione attraverso i quali orientare i comportamenti dell'agente;
- l'uso combinato di meccanismi di controllo e di incentivazione ([33]).

Tali strumenti saranno oggetto di analisi nei successivi paragrafi, nel prosieguo del presente lavoro.

---

(26) Si vedano, tra gli altri, i seguenti studi: D. LEVINTHAL, *A Survey of Agency Models of Organizations*, cit., pp. 153-185; M. EISENHARDT, *Agency Theory: An Assessment and Review,* cit., pp. 57-74.

Si rimanda, per ulteriori riferimenti dottrinali, a quanto scritto nel paragrafo 1.4.1.

(27) In merito, è stato osservato che: « il termine controllo può essere variamente inteso, ma due significati in particolare necessitano di chiarimento: la prima interpretazione è del termine francese "control" inteso proprio come espressione sintetica di ispezione, di verifica, di riscontro; la seconda espressione, di derivazione anglosassone "control" risulta adoperata come sinonimo di guida di governo dell'azienda ». L. D'ALESSIO, *Il controllo di efficienza nelle aziende pubbliche*, Liguori, 1988, p. 69.

(28) Il presente lavoro concerne lo studio della relazione di agenzia intercorrente tra gli azionisti e gli amministratori esecutivi. Esulano le problematiche connesse alla relazione intercorrente tra azionisti e amministratori non esecutivi. Pertanto nel prosieguo del lavoro si utilizzerà il termine amministratori per riferirsi ai soli amministratori esecutivi.

(29) Le problematiche relative alla separazione tra proprietà e controllo divennero ampiamente dibattute solo in seguito all'analisi compiuta da Berle e Means nell'opera *The modern corporation and private property,* Commerce Clearing House, 1932. Tuttavia, già Adam Smith evidenziava l'esistenza di possibili contrasti tra amministratori e azionisti di imprese caratterizzate da separazione tra proprietà e controllo. Secondo l'Autore, gli amministratori non proprietari non agiscono con la stessa diligenza che avrebbe guidato i proprietari. Tale differenza sarebbe causata dalla presenza di interessi contrastanti tra i due gruppi di soggetti. Cfr. A. SMITH, *On the Wealth of Nation*, Glasgow, 1976, p. 741.

Lavori precedenti all'opera di Berle e Means avevano trattato tali problematiche. In proposito si rimanda alla rassegna critica presentata in E. HERMAN, *Corporate Control, Corporate Power*, Cambridge University Press, 1981, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

(30) Cfr. G. ZANDA, *La grande impresa. Caratteristiche strutturali e di comportamento*, cit., p. 261 ss.

(31) Cfr. E. FAMA, M. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, cit., pp. 301-325.

(32) La teoria della contrattazione ottimale presuppone l'indipendenza tra le parti e la presenza di logiche di efficienza e di efficacia del mercato. Si rinvia in merito a: M. JENSEN, W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, cit., pp. 305-360 e a quanto osservato nel prosieguo della presente trattazione.

(33) Cfr. P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., pp. 185-189.

1.3. Il controllo come soluzione del problema di agenzia

La presenza di asimmetria informativa tra le parti rappresenta una delle cause fondamentali del *moral hazard*. Pertanto, uno dei possibili strumenti a disposizione del principale per limitare l'opportunismo dell'agente è costituito dall'esercizio di un'efficace attività di controllo sull'operato di quest'ultimo ([34]).

Il controllo consiste nella verifica, diretta o indiretta, da parte del principale, delle azioni e/o dei comportamenti posti in essere dall'agente ([35]). Le informazioni potenzialmente derivanti da tale attività dovrebbero essere utilizzate al fine di redigere dei contratti che siano il più possibile completi ([36]), in cui indicare i comportamenti che devono essere posti in essere dalle parti, nonché le conseguenze derivanti dal mancato rispetto dell'accordo. L'attività di controllo implica la raccolta di informazioni sull'impegno profuso dagli amministratori, sui risultati da essi conseguiti, nonché sull'influenza che eventuali fattori esterni hanno esercitato sui risultati raggiunti ([37]). Tali informazioni sono pienamente disponibili solo nelle situazioni caratterizzate da un basso grado di complessità, che permettono al principale di esercitare un'efficace attività di controllo senza sostenere un onere elevato ([38]). Il rapporto che lega azionisti ed amministratori, come la maggior parte delle relazioni di agenzia, si caratterizza per un elevato grado di complessità. Pertanto, non è possibile per il principale osservare, in maniera completa e senza il sostenimento di un onere elevato, i comportamenti dell'agente ([39]).

L'attività di controllo sull'operato degli amministratori può essere esercitata, in maniera diretta, dagli stessi azionisti e da altri soggetti interni all'impresa, oppure, in via indiretta, da soggetti esterni alla stessa ([40]).

---

(34) Cfr. M. JENSEN, W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, cit., p. 308; B. HOLMSTRÖM, *Moral Hazard and Observability*, cit., p. 74; P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., p. 185.

(35) Il termine controllo è in questo caso inteso come sinonimo di monitoraggio, secondo un'accezione ristretta del termine. In tal senso, il controllo è definito come l'insieme di attività volte a « prevent inappropriate behavior directly by catching it before occurs » ed a « decrease the probability of getting away undetected with the socially inefficient, self-interested behavior ». P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., p. 185.

In maniera analoga, Singh definisce il controllo quell'attività volta alla «...gathering of a report on the agent's level of action...and of direct observation of the agent's effort over some period of time » N. SINGH, *Monitoring and Hierarchies: The Marginal Value of Information in a Principal-Agent Model*, in The Journal of Political Economy, Vol. 93, N. 3, 1985, p. 601.

Secondo un'accezione ampia, il controllo non consiste nella mera verifica dell'operato dell'agente da parte del principale, ma include anche tutte quelle attività effettuate dal principale al fine di orientare i comportamenti dell'agente al soddisfacimento dei propri interessi. In tal senso, Jensen e Meckling affermano quanto segue: «...the term monitoring includes more than just measuring or observing the behavior of the agent. It includes efforts on the part of the principal to 'control' the behavior of the agent through budget restrictions, compensation policies, operating rules, etc ». M. JENSEN, W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, cit., p. 308.

Similmente, Herman con il termine controllo si è riferito alla capacità «...to initiate, constrain, circumscribe, or terminate an action, either directly or by the influence exercised on those with immediate decision make authority ». E. HERMAN *Corporate Control, Corporate Power*, cit., p. 17.

(36) Cfr. B. HOLMSTRÖM, *Moral Hazard and Observability*, cit., p. 74.

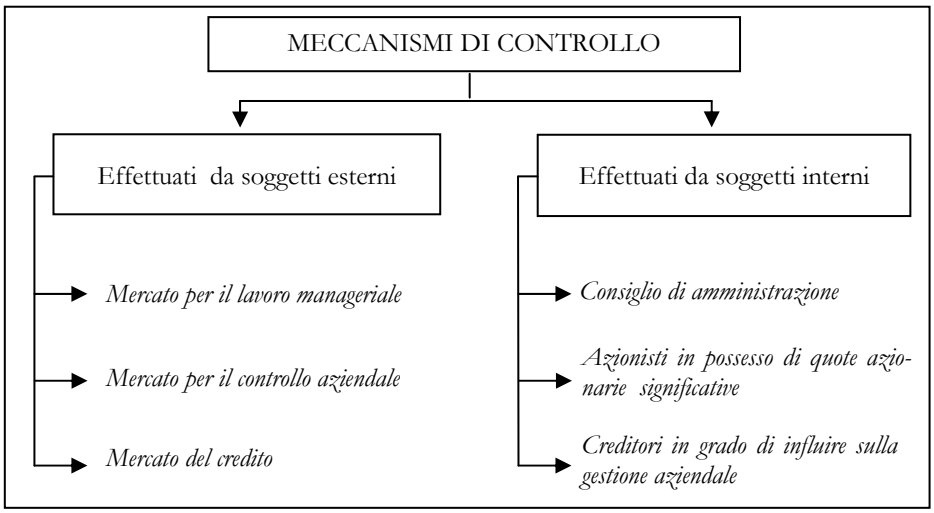
(37) Cfr. J. MCGUIRE, *Agency Theory and Organizational Analysis*, in Managerial Finance, Vol. 14, N. 4, 1988, pp. 6-9.

(38) Cfr. B. HOLMSTRÖM, *Moral Hazard and Observability*, cit., p. 74; P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., p. 187.

(39) La convenienza ad esercitare un'attività di controllo sull'operato degli amministratori permane sino al momento in cui il costo marginale sostenuto per tale attività eguaglia il beneficio marginale da essa derivante. Cfr. M. JENSEN, W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, cit., p. 338.

(40) Un'altra possibile classificazione dei meccanismi di controllo distingue tra controlli attivi e controlli passivi. I controlli attivi si basano sulle cosiddette *prospective information*, ovvero sulle informazioni raccolte in via anticipata rispetto all'attuazione delle scelte decisionali degli amministratori. Sono in grado di effettuare controlli di questo tipo i cosiddetti *incumbent monitors* tra i quali possono essere inclusi: il consiglio di amministrazione, gli azionisti in possesso di quote azionarie significative ed i creditori in grado di esercitare forti influenze sulla gestione aziendale, quali per esempio le banche. I controlli passivi si basano, invece, sulle informazioni relative alle performance passate (*retrospective information*). Si tratta di meccanismi di controllo che utilizzano le informazioni provenienti dal mercato dei capitali, quali i meccanismi di controllo esercitati tramite il mercato per il lavoro manageriale ed il mercato per il controllo aziendale. I soggetti interessati alla raccolta di tali informazioni mirano ad attuare operazioni di speculazione, quali, per esempio, scalate societarie. Cfr. J. TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, 2005, pp. 333-354.

Figura 1.1. – Classificazione delle principali tipologie di meccanismi di controllo.



1.3.1. *Meccanismi di controllo esterno*

Rientrano tra i meccanismi di controllo esterno quelli effettuati da:
- il mercato per il lavoro manageriale ([41])
- il mercato per il controllo aziendale
- il mercato del credito.

Tali strumenti sono in grado di orientare il comportamento degli amministratori al perseguimento della creazione di valore per gli azionisti solo in presenza di un mercato dei capitali efficiente. Il mercato dei capitali può considerarsi efficiente se i prezzi dei titoli azionari in esso quotati sono in grado di riflettere tutte le informazioni disponibili, riassumendo gli effetti che le scelte gestionali producono sui flussi di cassa attuali e prospettici ([42]). È solo in presenza di prezzi azionari che esprimono una corretta valutazione delle performance aziendali che il mercato per il lavoro manageriale, il mercato per il controllo aziendale ed il mercato del credito sono in grado di effettuare delle valutazioni corrette circa l'operato degli amministratori.

Il mercato del lavoro manageriale può essere considerato uno strumento in grado di disciplinare il comportamento degli amministratori in quanto può influenzare le imprese nelle procedure di selezione, valutazione e remunerazione dei medesimi ([43]). Poiché gli amministratori sono respon-

---

(41) Secondo Fama il mercato per il lavoro manageriale rappresenta anche uno strumento di controllo attuato da soggetti interni all'azienda. L'Autore, infatti, afferma quanto segue: «...there is also much internal monitoring of managers by managers themselves. Part of the talent of a manager is his ability to elicit and measure the productivity of lower managers, so there is a natural process of monitoring from higher to lower levels of management. Less well appreciated, however, is the monitoring that takes place from bottom to top. Lower managers perceive that they can gain by stepping over shirking or less competent managers above them. Moreover, in the team or nexus of contracts view of the firm, each manager is concerned with the performance of managers above and below him since his marginal product is likely to be a positive function of theirs. Finally, although higher managers are affected more than lower managers, all managers realize that the managerial labor market uses the performance of the firm to determine each manager's outside opportunity wage. In short, each manager has a stake in the performance of the managers above and below him and, as a consequence, under-takes some amount of monitoring in both directions ». E. FAMA, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, cit., p. 293.

(42) « Stock prices are visible signals that summarize the implications of internal decisions for current and future net cash flows ». E. FAMA, M. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, cit., p. 313. « A market in which prices always "fully reflect" available information is called "efficient" ». E. FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in The Journal of Finance, Vol. 25, N. 2, 1970, p. 383.

(43) Furono Alchian e Demsetz che svilupparono per primi il ruolo del mercato per il lavoro manageriale come strumento di controllo dell'operato del manager. Fu, però, con il contributo di Fama che il mercato per il lavoro manageriale venne considerato strumento primario per il contenimento dei costi di agenzia. Si vedano in merito: A. ALCHIAN, H. DEMSETZ, *Production, Information Costs, and Economic Organization*, in The American Economic Review, Vol. 62, N. 5, 1972, pp. 777-795; E. FAMA, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, cit., pp. 288-307.

sabili della gestione aziendale, qualora i risultati aziendali conseguiti siano poco soddisfacenti potrebbero subire delle perdite, espresse in termini di una minore valutazione del proprio capitale umano sul mercato del lavoro. Tale valutazione, in presenza di un mercato per il lavoro manageriale competitivo, è in grado di influenzare il livello di remunerazione degli amministratori. Valutazioni negative da parte del mercato del lavoro manageriale danno origine a perdite in termini di valore del capitale umano, le quali, sebbene possono non riflettersi in una riduzione della remunerazione corrente, è probabile causino una diminuzione nel valore dei compensi percepiti dagli amministratori in futuro ([44]). D'altra parte, valutazioni positive da parte del mercato per il lavoro manageriale si riflettono in un aumento nel valore del capitale umano dell'amministratore, favorendo l'incremento dei compensi che egli riceverà in futuro. In una tale situazione, l'impresa ha interesse a corrispondere agli amministratori "talentuosi" una maggiore remunerazione al fine di non esporsi al rischio che essi lascino l'impresa. Le imprese concorrenti potrebbero offrire un contratto di remunerazione in grado di attrarre gli amministratori migliori ([45]). Pertanto, se gli amministratori sono consapevoli che la valutazione del proprio capitale umano dipende dal livello di performance raggiunto dall'impresa, saranno disincentivati a porre in essere comportamenti opportunistici ([46]) e, inoltre, maggiormente incentivati ad attuare un controllo reciproco verso gli altri amministratori ([47]).

Affinché il mercato per il lavoro manageriale svolga un'efficace azione di controllo sull'operato degli amministratori, attraverso il processo di revisione della remunerazione, è necessario che siano valide le seguenti tre assunzioni:

a) il mercato, sulla base delle informazioni relative alle performance passate e presenti, è in grado di stimare la capacità degli amministratori di ottenere benefici privati ([48]);

b) le informazioni relative alle performance passate e presenti sono utilizzate in maniera appropriata in sede di valutazione degli amministratori;

c) il processo di adeguamento della remunerazione svolto dal mercato per il lavoro manageriale ha un rilievo tale da disincentivare gli amministratori a porre in essere comportamenti opportunistici ([49]).

La valutazione effettuata dal mercato del lavoro manageriale è in grado di orientare i comportamenti degli amministratori non solo perché capace di condizionare le loro prospettive di guadagno, ma anche perché in grado di influire sulla possibilità, per gli stessi, di ricoprire degli incarichi in altre imprese. Infatti, uno degli aspetti che le imprese valutano in fase di selezione dei propri amministratori è costituito dalle competenze e dalle esperienze acquisite in passato dai possibili candidati. Tali elementi fanno parte della reputazione di un soggetto, la quale viene stimata attraverso il valore che il mercato del lavoro manageriale attribuisce al suo capitale umano. Valutazioni positive da parte del mercato del lavoro manageriale migliorano la reputazione dei soggetti e, di conseguenza, aumentano le probabilità che tali soggetti siano selezionati per ricoprire degli incarichi in altre imprese.

---

(44) « The manager of a firm, like the coach of any team, may not suffer any immediate gain or loss in current wages from the current performance of his team, but the success or failure of the team impacts his future wages, and this gives the manager a stake in the success of the team ». E. FAMA, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, cit., p. 292.

(45) « Given a competitive managerial labor market, when the firm's reward system is not responsive to performance the firm loses managers, and the best are the first to leave ». *Ibidem*.

(46) Il mercato per il lavoro manageriale vede ridotta la propria efficacia quale strumento di controllo nei confronti degli amministratori che presentano un certo grado di anzianità, per i quali una riduzione nel valore del proprio capitale umano non rappresenta un forte deterrente all'attuazione di comportamenti opportunistici a causa della brevità dell'orizzonte lavorativo residuo. In merito si veda: C. SMITH, R. WATTS, *The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies*, in Journal of Financial Economics, Vol., 32, N. 3, 1992, pp. 263-292.

(47) Cfr. E. FAMA, *Agency problem and the Theory of the firm*, cit., p. 292.

(48) Se la capacità degli amministratori nell'estrarre benefici privati fosse conosciuta con certezza e non tendesse a cambiare nel tempo, non sarebbe necessario ricorrere al mercato per il lavoro manageriale per orientare i comportamenti degli amministratori al perseguimento della creazione di valore per gli azionisti, ma sarebbe sufficiente la predisposizione di un contratto completo. *Ibidem*.

(49) *Ibidem*, p. 296.

Il mercato per il controllo aziendale, denominato anche mercato delle scalate ([50]), viene definito come il mercato in cui diversi gruppi manageriali competono per il diritto alla gestione delle risorse aziendali ([51]). Tale competizione limita la presenza di inefficienze nella gestione delle imprese. Il mercato per il controllo aziendale è in grado di disciplinare il comportamento degli amministratori, favorendo il trasferimento della gestione di un'azienda che presenta forti inefficienze ad amministratori in grado di gestire le risorse aziendali in maniera maggiormente efficiente ([52]). Affinché il mercato per il controllo aziendale funzioni è necessario che il mercato dei capitali sia sufficientemente efficiente, ossia i prezzi delle azioni siano in grado di riflettere l'effettivo valore di un'impresa in un dato momento ([53]). I prezzi di mercato delle azioni di un'impresa che presenta delle rilevanti inefficienze gestionali tendono a diminuire, *ceteris paribus*, rispetto a quelli delle azioni di imprese gestite in maniera efficiente. Al diminuire del valore di mercato delle azioni aumenta l'incentivo, da parte dei soggetti che ritengono di poterla gestire in maniera più efficiente, ad acquisire il controllo dell'impresa mediante una scalata ostile. L'incentivo deriva dal potenziale guadagno dato dalla differenza tra il valore delle azioni ante-scalata e quello post-scalata ([54]). La possibilità di subire una scalata ostile rappresenta una minaccia per i soggetti che gestiscono l'impresa poiché rischiano di essere rimossi dal loro incarico e di perdere prestigio e potere nel caso in cui la scalata abbia successo. Per tali ragioni, la semplice minaccia può essere in grado di disciplinare il comportamento degli amministratori, distogliendoli dall'utilizzare le risorse aziendali per il soddisfacimento dei propri interessi quando ciò vada a scapito della creazione di valore per gli azionisti ([55]).

Un ulteriore meccanismo in grado di orientare il comportamento degli amministratori è costituito dal mercato del credito. Gli amministratori di imprese che hanno la necessità di reperire risorse a titolo di capitale di credito sono oggetto di un maggiore scrutinio rispetto a quelli di imprese caratterizzate da uno scarso ricorso al credito ([56]). La possibilità per le imprese di accedere a nuove fonti di finanziamento dipende, tra gli altri fattori, dalla puntualità nel rimborso dei finanziamenti acquisiti in passato e dalle performance realizzate dall'impresa nel mercato dei capitali ([57]). I prezzi delle azioni determinati dal mercato dei capitali sono per azionisti e creditori una stima del valore creato dagli amministratori attraverso la gestione aziendale. Ne deriva che, a pari-

---

(50) La scalata ostile è un'operazione mediante la quale soggetti esterni all'impresa tentano di acquisire il controllo di una società, mediante l'acquisto di quote rilevanti del suo capitale con diritto di voto, senza il favore del gruppo manageriale della società oggetto dell'acquisizione. Cfr. P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., pp. 181-182.

L'incentivo all'attuazione di una scalata ostile è elevato solo nel caso in cui la diminuzione nel valore dell'impresa sia legata alla presenza di inefficienze manageriali, e non ad influenze negative esercitate da fattori esterni. Al diminuire del valore dell'impresa gli azionisti saranno disposti a cedere le azioni ad un prezzo inferiore in quanto percepiscono il minor valore dell'impresa. Nuovi investitori saranno intenzionati ad acquistare tali azioni solo nel caso in cui ritengano di poter incrementare il valore dell'impresa affidando la gestione a soggetti maggiormente abili, in grado di gestirla in maniera efficiente. Qualora la diminuzione del valore dell'impresa sia dovuta a fattori esterni gli investitori non hanno interesse a rilevare tali azioni in quanto non sono in grado di incrementare il valore dell'impresa. Cfr. D. SCHARFSTEIN, *The Disciplinary Role of Takeovers*, in The Review of Economic Studies, Vol. 55, N. 2, 1988, p. 186.

(51) Il mercato per il controllo aziendale è stato definito come il mercato in cui «...alternative managerial teams compete for the rights to manage corporate resources ». M. JENSEN, R. RUBACK, *The Market for Corporate Control. The Scientific Evidence*, in Journal of Financial Economics, Vol. 11, N. 1-4, 1983, p. 6.

(52) Cfr. E. FAMA, M. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, cit., p. 313.

(53) Il mercato per il controllo è in grado di fornire un'efficace soluzione al problema di agenzia solo quando l'operato degli amministratori si riflette sul valore delle azioni sul mercato in maniera adeguata. Cfr. H. MANNE, *Mergers and the Market for Corporate Control*, in The Journal of Political Economy, Vol. 73, N. 2, 1965, p. 112.

(54) Diversi studi sono stati condotti al fine di analizzare il valore creato dalle imprese in seguito all'annuncio e alla completa attuazione di una scalata. Da tali studi emerge che il valore di mercato delle imprese oggetto di fusione o acquisizione incrementa successivamente all'annuncio della scalata e al completamento della stessa. Si vedano, tra gli altri, i seguenti lavori: P. DODD, *Merger proposals, management discretion and stockholder wealth*, in Journal of Financial Economics, Vol. 8, N. 2, 1980, pp. 105-138; P. ASQUITH, *Merger bids, uncertainty, and stockholder returns,* in Journal of Financial Economics, Vol. 11, N. 1-4, 1983, pp. 51-83; M. JENSEN, R. RUBACK, *The Market for Corporate Control. The Scientific Evidence*, cit., pp. 5-50.

(55) Per ulteriori approfondimenti sul ruolo del mercato per il controllo aziendale quale strumento per limitare il problema di agenzia si veda su tutti: J. TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, cit., pp. 425-443.

(56) Cfr. F. EASTERBROOK, *Two Agency-Cost Explanations of Dividends*, in The American Economic Review, Vol. 74, N. 4, 1984, p. 654.

(57) Cfr: A. SHLEIFER, R. VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, in The Journal of Finance, Vol. 52, N. 2, 1997, pp. 748-751; G. ZANDA, *Il governo della grande impresa nella società della conoscenza*, Giappichelli, 2009, p. 120 ss, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

tà di altre condizioni, gli amministratori che gestiscono imprese caratterizzate da un elevato tasso di indebitamento (o che hanno un maggiore bisogno di risorse a titolo di capitale di credito) agiranno con maggiore probabilità al fine di incrementare il valore delle azioni sul mercato, rispetto a coloro che gestiscono imprese che ricorrono raramente (o in maniera non rilevante) a tale fonte di finanziamento ([58]).

1.3.2. *Meccanismi di controllo interno*

Rientrano tra i meccanismi di controllo interno quelli attuati dai seguenti soggetti:
- il consiglio di amministrazione
- gli azionisti in possesso di quote azionarie significative
- i creditori in grado di esercitare un'influenza sulla gestione aziendale.

Come precedentemente evidenziato, nelle imprese caratterizzate da separazione tra proprietà e controllo gli azionisti delegano al consiglio di amministrazione le funzioni gestionali e di controllo. A sua volta, il consiglio di amministrazione delega parte di tali funzioni ad alcuni amministratori, mantenendo al contempo le funzioni di controllo sul loro operato. Al consiglio di amministrazione spetta il compito di selezionare (e destituire dall'incarico) gli amministratori in possesso di deleghe esecutive, nonché di definirne la remunerazione. Per fare ciò deve essere in grado di valutare le performance da essi realizzate e di intraprendere le azioni necessarie qualora i risultati raggiunti siano poco soddisfacenti ([59]).

Il consiglio di amministrazione è, di norma, composto sia da soggetti che hanno incarichi esecutivi sia da soggetti non direttamente coinvolti nella gestione aziendale. Sebbene i primi siano oggetto dell'attività di controllo, la loro presenza, all'interno del consiglio può essere utile in quanto, stimolati dalla competizione interna, attuano un'attività di controllo reciproco ([60]). La funzione di controllo di maggiore importanza è, comunque, quella spettante agli amministratori privi di deleghe esecutive. A questi ultimi è affidato il ruolo di disciplinare il comportamento degli amministratori esecutivi, limitandone i comportamenti opportunistici ([61]). Il limite di tale strumento di controllo è rappresentato dalla possibilità che i consiglieri non esecutivi possano colludere con gli amministratori delegati ed attuare comportamenti contrari agli interessi degli azionisti. Tale rischio può essere ridotto grazie alla disciplina del mercato del lavoro: manageriale qualora gli amministratori non esecutivi non svolgano in maniera diligente l'attività di controllo cui sono preposti, il mercato del lavoro ne valuta in maniera negativa l'operato, causando loro un danno in termini di reputazione ([62]).

Nelle imprese caratterizzate da una struttura proprietaria ad azionariato concentrato, il problema di agenzia può essere limitato mediante l'azione di controllo effettuata dall'azionista di riferimento (cosiddetto *dominant blockholder*). Tale azionista è in possesso di un pacchetto di azioni tale da permettergli di nominare se stesso, o soggetti ad egli strettamente collegati, quale amministra-

---

(58) In merito si rinvia a quanto osservato in F. EASTERBROOK, *Two Agency-Cost Explanations of Dividends*, cit., p. 654.

(59) Il consiglio di amministrazione può utilizzare due strumenti per orientare il comportamento dell'Alta direzione al perseguimento della creazione di valore per gli azionisti. Il primo consiste nel predisporre un sistema di incentivazione tale da rendere responsabili gli amministratori esecutivi delle proprie scelte gestionali. Il secondo strumento consiste nella minaccia di sostituire gli amministratori esecutivi nel caso in cui i risultati raggiunti si rivelino poco soddisfacenti. Ne consegue che gli amministratori, per il timore di perdere l'incarico, siano maggiormente orientati al perseguimento degli interessi degli azionisti. Cfr. J. WALSH, J. SEWARD, *On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms*, in Academy of Management Review, Vol. 15, N. 3, 1990, pp. 421-458.

(60) Cfr. E. FAMA, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, cit., p. 293; E. FAMA, M. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, cit., p. 314.

(61) È stato evidenziato che la probabilità che un amministratore delegato venga rimosso dall'incarico a seguito del conseguimento di bassi livelli di perfomance è più elevata quando il consiglio di amministrazione è composto in prevalenza da amministratori non esecutivi. Cfr M. WEISBACH, *Outside directors and CEO turnover*, in Journal of Financial Economics, Vol. 20, N. 1-2, 1988, pp. 431-460.

(62) Cfr. E. FAMA , M. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, cit., p. 315.

tore dell'impresa ([63]). L'azionista di riferimento ha l'interesse, nonché la convenienza, a monitorare l'operato degli amministratori e dispone del potere necessario per minacciare la revoca del mandato agli amministratori che disattendono le sue aspettative ([64]). La presenza di un azionista di riferimento comporta una minore rilevanza del problema di agenzia tra azionisti ed amministratori ([65]). Tale soluzione è difficilmente praticabile nelle imprese in cui la proprietà è ampiamente frazionata ([66]). In tali realtà aziendali, gli azionisti, che singolarmente detengono frazioni modeste del capitale di rischio, non hanno convenienza ad esercitare un'attività di controllo sull'operato degli amministratori, poiché dovrebbero sopportare da soli l'intero costo di tale attività, mentre i benefici da essa derivanti andrebbero condivisi con tutti gli altri azionisti ([67]). Tale problema di *free-riding* potrebbe essere risolto mediante l'esercizio dell'attività di controllo da parte degli azionisti che, sebbene non possano essere considerati azionisti di riferimento, sono in possesso di un numero di azioni rilevante che fornisce loro la convenienza a promuovere o favorire terzi soggetti all'attuazione di una scalata ostile ([68]). La possibile minaccia di una scalata ostile dovrebbe disincentivare gli amministratori all'adozione di comportamenti che possono danneggiare gli interessi degli azionisti. L'incentivo a promuovere una scalata permane sino a quando i guadagni, derivanti dall'incremento del valore delle azioni sul mercato al termine della scalata, sono in grado di coprire i costi sostenuti per l'attuazione della stessa. In alternativa, qualora gli azionisti in possesso di partecipazioni significative non fossero interessati ad esercitare la scalata in prima persona, possono favorire soggetti esterni mediante la cessione di una parte delle loro azioni ([69]).

Alla stregua degli azionisti in possesso di partecipazioni significative, i creditori che detengono

---

(63) Cfr. F. BARCA, M. BECHT (edited by), *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, 2001; A. SHLEIFER, R. VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, cit., p. 753; R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, R. VISHNY, *Corporate Ownership Around the World*, in The Journal of Finance, Vol. 54, N. 2, 1999, pp. 471-517.

(64) Si veda in merito A. SHLEIFER, R. VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, cit., pp. 754-758, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

(65) In merito occorre evidenziare che se da un lato la presenza dell'azionista di riferimento mitiga il problema di agenzia tra azionisti e amministratori, dall'altra parte dà origine ad un problema di agenzia tra tale azionista e gli azionisti di minoranza. In merito si vedano: S. JOHNSON, R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, *Tunneling*, in American Economic Review, Vol. 90, N. 2, 2000, pp. 22-27; R. MORCK, B. YEUNG, *Agency Problems in Large Family Business Groups*, in Entrepreneurship: Theory and Practice, Vol. 27, N. 4, 2003, pp. 367-382; A. DYCK,, L. ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, in The Journal of Finance, Vol. 59, N. 2, 2004, pp. 537-600; B. VILLALONGA, R. AMIT, *How Do Family Ownership Control, and Management Affect Firm Value?*, in Journal of Financial Economics, Vol. 80, N. 2, 2006, pp. 385-417.

(66) La capacità di intervento degli azionisti in possesso di quote di minoranza del capitale azionario dipende dalla tutela legale attribuita ai diritti di tali soggetti. Si vedano in merito: R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, R. VISHNY, *Corporate Ownership Around the World*, cit., pp. 471-517; A. SHLEIFER, R. VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, cit., pp. 754-758.

(67) Cfr. H. SHORT, K. KEASEY, *Institutional Shareholders and Corporate Governance in the United Kingdom*, in K. KEASEY, S. THOMPSON, M. WRIGHT (edited by) *Corporate governance. Economics, Management and Financial Issues,* Oxford University Press, 1997, pp. 18-53.

Si crea un problema di *free-riding*, che è stato definito come segue: « a fundamental problem with this delegation is that no individual has a large enough incentive to devote resources to ensuring that the representatives are acting in the interest of the represented. Since the representatives serve the Public Good, the social benefit to monitoring their activities is far larger than the private benefit to any individual ». S. GROSSMAN, O. HART, *Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, in The Bell Journal of Economics, Vol. 11, N. 1, 1980, p. 42.

(68) Cfr. A. SHLEIFER, R. VISHNY, *Large Shareholders and Corporate Control*, in Journal of Political Economy, Vol. 94, N.3, 1986, pp. 461-488; R. ZECKHAUSER, J. POUND, *Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance*, in R. HUBBARD (edited by), *Asymmetric Information Corporate Finance, and Investment*, University of Chicago, 1990, pp. 149-180.

Per una rassegna degli studi sull'attività di controllo esercitata dagli azionisti in possesso di partecipazioni significative nelle imprese caratterizzate da separazione tra proprietà e controllo si vedano: M. JENSEN, J. WARNER, *The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders, and Directors*, in Journal of Financial Economics, Vol. 20, N. 1-2, 1988, pp. 3-24; A. SHLEIFER, R. VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, cit., pp. 757-758; T. PERGOLA, D. VERREAULT, *Motivations and potential monitoring effects of large shareholders,* in Corporate Governance, Vol. 9, N. 5, 2009, pp. 551-563.

(69) A supporto di tale affermazione vi è l'evidenza empirica che in presenza di un azionista di minoranza in possesso di partecipazioni rilevanti aumenta la probabilità che un'impresa sia oggetto di una scalata ostile. A riguardo si veda A. SHIVDASANI, *Board composition, ownership structure, and hostile takeovers*, in Journal of Accounting and Economics, Vol. 16, N. 1-3, 1993, pp. 167-198.

La maggiore efficienza conseguita in seguito al completamento della scalata dovrebbe favorire tali azionisti ad ottenere un profitto dato dall'incremento di valore che le partecipazioni da essi detenute subirebbero in seguito al miglioramento della gestione aziendale conseguente alla rimozione dei precedenti amministratori. Cfr. A. SHLEIFER, R. VISHNY, *Large Shareholders and Corporate Control*, cit., pp. 461-488.

una quota rilevante dei debiti dell'impresa hanno interesse a controllare l'operato degli amministratori ([70]), in quanto interessati all'incasso dei propri crediti. I creditori sono in possesso di un'ampia gamma di strumenti per orientare l'operato degli amministratori. Essi possono inserire particolari clausole negli accordi stipulati con le imprese atte, per esempio, a limitare l'ammontare di utili distribuibili ai soci o ad imporre il mantenimento di un determinato rapporto d'indebitamento ([71]). Inoltre, impongono agli amministratori un'oculata gestione della liquidità poiché hanno diritto a richiedere, a determinati intervalli di tempo, le somme erogate alle imprese a titolo di credito ([72]). Un'impresa che presenta forti inefficienze gestionali potrebbe non essere in grado di rispettare i termini dell'accordo e di conseguenza si esporrebbe al rischio che il creditore richieda l'immediata restituzione del finanziamento concesso o un tasso di interesse più elevato rispetto a quello previsto contrattualmente. La minaccia di attuazione di comportamenti di questo tipo potrebbe essere sufficiente ad orientare il comportamento degli amministratori all'attuazione di scelte gestionali che perseguano la creazione di valore economico.

1.4. Gli incentivi come soluzione del problema di agenzia

In alternativa, o in maniera complementare ([73]), ai meccanismi di controllo, illustrati nel paragrafo precedente, il problema di agenzia può essere risolto attraverso l'utilizzo di strumenti volti ad incentivare l'agente al perseguimento degli interessi del principale ([74]).

Al fine di incoraggiare gli amministratori all'adozione di decisioni che favoriscano il soddisfacimento degli interessi degli azionisti, questi ultimi possono predisporre contratti di incentivazione che, legando l'erogazione di una ricompensa (o alla minaccia di una "punizione") al conseguimento di predeterminati risultati aziendali, sono in grado di favorire l'allineamento degli interessi dell'amministratore con quelli degli azionisti. I soggetti possono essere incoraggiati all'attuazione di determinati comportamenti attraverso la promessa di un premio (incentivi positivi) e/o sco-

---

(70) Cfr. A. SHLEIFER, R. VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, cit., pp. 757-758.

Jensen equipara i soggetti in possesso di partecipazioni significative al capitale di rischio con quelli in possesso di quote significative del capitale di debito: « By active investors I mean investors who own large equity or debt position, sit on boards of directors, monitor and sometimes dismiss management, are involved with the long-term strategic direction of the companies they invest in, and sometimes manage the companies themselves ». M. JENSEN, *Eclipse of the public corporation*, in Harvard Business Review, Vol. 67, N. 5, 1989, p. 65.

(71) In merito Jensen e Meckling affermano « In principle it would be possible for the bondholders, by the inclusion of various covenants in the indenture provisions, to limit the managerial behavior which results in reductions in the value of the bonds. Provisions which impose constraints on management's decisions regarding such things as dividends, future debt issues, and maintenance of working capital are not uncommon in bond issues. To completely protect the bondholders from the incentive effects, these provisions would have to be incredibly detailed and cover most operating aspects of the enterprise including limitations on the riskiness of the projects undertaken. The costs involved in writing such provisions, the costs of enforcing them and the reduced profitability of the firm (induced because the covenants occasionally limit management's ability to take optimal actions on certain issues) would likely be non-trivial. In fact, since management is a continuous decision-making process it will be almost impossible to completely specify such conditions without having the bondholders actually perform the management function. All costs associated with such covenants are what we mean by monitoring costs ». M. JENSEN, W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, cit., p. 337.

Si veda inoltre: C. SMITH, J. WARNER, *On financial contracting: An analysis of bond covenants*, in Journal of Financial Economics, Vol. 7, N. 2, 1979, pp. 117-161.

(72) Cfr. A. SHLEIFER, R. VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, cit., pp. 757-758.

(73) In dottrina i meccanismi di controllo e di incentivazione sono considerati sia strumenti complementari sia strumenti sostituti. La necessità di un'accurata misurazione delle performance realizzate dall'agente affinché il sistema di incentivazione funzioni in maniera ottimale pone enfasi sulla natura complementare dei due strumenti. Tale natura emerge in particolare nelle situazioni caratterizzate da un elevato grado di incertezza, nelle quali né l'impegno profuso dall'agente, né le performance realizzate possono essere valutate in maniera accurata. I due strumenti possono essere considerati sostituti, invece, nelle situazioni caratterizzate da minor grado di incertezza, in cui, come evidenziato nei paragrafi precedenti, il principale potrebbe risolvere il problema di agenzia mediante il ricorso a meccanismi di controllo, in quanto in grado di osservare i comportamenti dell'agente e valutarne i risultati realizzati, e pertanto, si ha una minore necessità di ricorrere a strumenti di incentivazione. Cfr. H. NALBANTIAN, *Incentive Compensation in Perspective,* cit., pp. 13-15; P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., pp. 226-229; H. TOSI, *Quo vadis? Suggestions for future corporate governance research*, cit., pp. 153-169.

(74) Cfr. H. TOSI, *Quo vadis? Suggestions for future corporate governance research*, cit., pp. 153-169.

raggiati a porre in esserne altri mediante la minaccia di punizioni (incentivi negativi) ([75]).

I premi sono degli incentivi che determinano un accrescimento del benessere del soggetto che li riceve. Ne sono un esempio gli incrementi salariali, i bonus monetari e le promozioni. Le "punizioni", invece, sono legate a meccanismi di disincentivazione che causano una riduzione del benessere del soggetto. Possono essere considerati tali il licenziamento, la riduzione della remunerazione, la retrocessione di carriera. Poiché il presente lavoro si propone di studiare la remunerazione basata su azioni, l'attenzione si focalizzerà sui contratti di incentivazione basati sull'erogazione di premi ([76]).

Attraverso l'utilizzo di meccanismi di incentivazione il principale è in grado di ottenere dei benefici sia in termini di motivazione dell'agente ([77]), sia in termini di chiarezza degli obiettivi che quest'ultimo deve perseguire ([78]). Oltre a stimolare gli amministratori all'attuazione di comportamenti volti a soddisfare gli interessi degli azionisti, gli incentivi costituiscono degli efficaci mezzi per comunicare agli amministratori gli obiettivi aziendali ([79]).

1.4.1. *Trade-off tra rischio e incentivi*

Legare l'assegnazione di premi/punizioni agli amministratori al conseguimento di predeterminati risultati aziendali permette agli azionisti di ottenere dei benefici. A fronte di tali benefici, l'utilizzo di meccanismi di incentivazione comporta il sostenimento di costi, che il principale sostiene per risolvere il problema di agenzia e che sorgono a causa della diversa propensione al rischio che caratterizza amministratori ed azionisti. Rispetto agli azionisti, gli amministratori si caratterizzano per una maggiore avversione al rischio, poiché la loro primaria fonte di reddito è costituita dal proprio capitale intellettuale, il quale non è diversificabile ed è investito prevalentemente nell'azienda in cui operano. Il valore di tale capitale dipende dalle performance aziendali: risultati aziendali poco soddisfacenti sono in grado di influenzare negativamente la reputazione degli amministratori, viceversa il raggiungimento di importanti successi permette di migliorarne la loro reputazione ([80]). Attraverso l'uso di meccanismi di incentivazione, che determinano il trasferimento di una parte del rischio aziendale dagli azionisti agli amministratori, si accresce ulteriormente l'esposizione al rischio degli ultimi poiché aumenta la correlazione tra la loro ricchezza (intesa sia in termini di capitale intellettuale, sia di capitale monetario) ([81]), e le performance

---

(75) Cfr. R. ANTHONY, D. HAWKINS, D. MACRÌ, K. MERCHANT, *Sistemi di controllo: analisi economiche per le decisioni aziendali*, McGraw-Hill, 2001, pp. 306-312.

Tuttavia, non è sempre possibile effettuare una netta distinzione tra premi e punizioni. In merito è stato osservato quanto segue: « Ambiguity arises because rewards for good behavior imply, by lack of reward, penalties for poor behavior, and is resolved by adopting some norm of "expected behavior" » S. ROSEN, *Contracts and the Market for Executives*, in L. WEIN, H. WIJKANDER (edited by), *Contract Economics*, Blackwell, 1992, p. 188.

(76) In merito al ruolo e funzionamento degli incentivi negativi (punizioni) si vedano, tra gli altri, i seguenti lavori: J. STIGLITZ, A. WEISS, *Incentive Effects of Terminations: Applications to the Credit and Labor Markets*, in The American Economic Review, Vol. 73, N. 5, 1983, pp. 912-927; C. SHAPIRO, J. STIGLITZ, *Equilibrium Unemployment as a Worker Discipline Device*, in The American Economic Review, Vol. 74, N. 3, 1984, pp. 433-444.

(77) Per un'analisi approfondita sulla funzione motivazionale dei contratti di incentivazione si vedano, tra gli altri, i seguenti lavori: E. LAWLER III, *Pay for Performance: A motivational Analysis*, in H. NALBANTIAN (edited by), *Incentives, Cooperation and Risk Sharing: Economic and Psychological Perspectives on Employment Contracts*, cit., pp. 69-86; J. MALCOMSON, *Individual employment contracts*, in O. ASHENFELTER, D. CARD, (edited by), *Handbook of Labor Economics*, Vol. 3, North-Holland, 1999, pp. 2291–2372.

(78) Cfr. B. HOLMSTRÖM, P. MILGROM, *Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design*, in Journal of Law, Economics, & Organization, Vol. 7, Special Issue, 1991, pp. 24-52; K. MERCHANT, A. RICCABONI, *Il controllo di gestione*, McGraw-Hill, 2001, p. 182.

(79) « Clearly, incentive plan should be designed in tandem with corporate strategies... Implicit in each incentive plan is a set of strategic objectives that are likely to be implemented independently of verbally expressed objectives. Properly used then, this correspondence make incentive plans potent communicators of company objectives ». B. HOLMSTRÖM, *Incentive Compensation: Practical Design from a Theory Point of View*, in H. NALBANTIAN (edited by), *Incentives, Cooperation and Risk Sharing: Economic and Psychological Perspectives on Employment Contracts*, cit., p. 178.

(80) Cfr. E. FAMA, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, cit., p. 292.

(81) Subordinando la remunerazione degli amministratori al conseguimento di predeterminati risultati aziendali si fa dipendere dalle performance aziendali non solo la capacità di reddito futura, espressa in termini di valore attribuito dal mercato per il lavoro

dell'azienda ([82]). La ricchezza degli azionisti è, invece, scarsamente correlata al valore del proprio capitale intellettuale, ma risulta essere prevalentemente frutto degli investimenti effettuati nell'azienda in termini di capitale azionario. Pertanto, mentre gli azionisti possono limitare il rischio attraverso la detenzione di un portafoglio di investimenti diversificato ([83]), gli amministratori non sono in grado di diversificare i propri investimenti in termini di capitale intellettuale e per tale ragione sono da considerarsi avversi al rischio ([84]).

L'uso dei meccanismi di incentivazione comporta, quindi, il trasferimento di una parte del rischio di impresa da soggetti tendenzialmente neutrali (gli azionisti) a soggetti avversi al rischio (gli amministratori), determinando un'inefficiente allocazione del rischio tra le parti ed il sorgere di un costo per il suo trasferimento ([85]). Tale costo è dato dall'ammontare richiesto dall'agente per fronteggiare la situazione di incertezza. Aumenta al crescere dell'incertezza insita nel raggiungimento dei parametri di performance sottostanti al contratto di incentivazione ed all'aumentare del grado di avversione al rischio degli amministratori ([86]).

Esiste, pertanto, un *trade-off* tra la necessità di tutelare l'agente dal sostenimento di un rischio e la necessità di incentivarlo al soddisfacimento degli interessi del principale. Ne consegue che i meccanismi di incentivazione sono un efficace strumento per la risoluzione del problema di agenzia sino a quando i benefici derivanti dal loro utilizzo sono superiori ai costi ad esso collegati.

1.4.2. *Principi generali per la redazione di un contratto di incentivazione*

La predisposizione di un contratto di incentivazione è regolata da una serie di principi, al cui rispetto è subordinato l'efficace funzionamento del contratto stesso:

- il principio di intensità dell'incentivo
- il principio di uguale compenso
- il principio di informatività ([87]).

---

manageriale al capitale intellettuale degli amministratori (si veda in merito quanto esposto nel paragrafo 1.3.1), ma anche quella presente.

(82) Cfr. M. JENSEN, W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, cit., p. 349; E. FAMA, *Time, Salary, and Incentive Payoffs in Labor Contracts*, in Journal of Labor Economics, Vol. 9, N. 1, 1991, pp. 25-44; C. PRENDERGAST, *What Trade-Off of Risk and Incentives?*, in The American Economic Review, Vol. 90, N. 2, 2000, pp. 421-425;

(83) Tale principio vale, in linea generale, per gli azionisti che effettuano investimenti di ammontare modesto all'interno di una singola azienda; al contrario in presenza di investimenti rilevanti anch'essi diventano avversi al rischio. Cfr. R. KAPLAN, A. ATKINSON, *Advanced management accounting: gli strumenti del controllo di gestione*, ISEDI, 2002, pp. 809-813.

(84) In merito all'avversione al rischio che caratterizza i comportamenti dell'agente nella relazione di agenzia con il principale si vedano, tra gli altri, i seguenti lavori: S. SHAVELL, *Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship*, cit., pp. 55-73; J. STIGLITZ, *The Design of Labor Contracts: The Economics of Incentive and Risk Sharing*, in H. NALBANTIAN (edited by), *Incentives, Cooperation and Risk Sharing: Economic and Psychological Perspectives on Employment Contracts*, cit., pp. 47-68; E. RASMUSEN, *Moral Hazard in Risk-Averse Teams*, in The RAND Journal of Economics, Vol. 18, N. 3, 1987, pp. 428-435; C. PRENDERGAST, *What Trade-Off of Risk and Incentives?*, cit., pp. 421-425; S. ROSS, *Compensation, Incentives, and the Duality of Risk Aversion and Riskiness*, in The Journal of Finance, Vol. 59, N. 1, 2004, pp. 207-225.

(85) Un contratto che disciplina i rapporti tra soggetti avversi al rischio e soggetti neutrali è "ottimale" se attribuisce ai soggetti avversi una quota del rischio nulla. Tutto il rischio dovrebbe essere imputato ai soggetti neutrali, i quali, essendo in grado di diversificare i rischi affrontati, non sostengono alcun costo rilevante. Un contratto di incentivazione che comporti il trasferimento del rischio in capo a soggetti avversi, quali sono gli amministratori, non può essere considerato efficiente da un punto di vista paretiano. Tuttavia, come precedentemente evidenziato, assicurare gli amministratori (e gli agenti in generale) dai rischi derivanti dalle attività poste in essere accentua il *moral hazard*, ampliando il problema di agenzia. Gli amministratori, non essendo responsabili delle conseguenze delle proprie scelte gestionali, possono essere maggiormente indotti all'attuazione di comportamenti opportunistici. Di conseguenza, occorrerebbe redigere un contratto in grado di bilanciare i costi del trasferimento del rischio all'amministratore ed i benefici derivanti dalla limitazione del suo opportunismo. Cfr. S. SHAVELL, *Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship*, cit., pp. 55-73; B. HOLMSTRÖM, *Moral Hazard and Observability*, cit., pp. 74-91; P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., pp. 211-214.

(86) In merito si vedano, tra gli altri, i seguenti lavori: R. HIGGS, *Race, Tenure, and Resource Allocation in Southern Agriculture, 1910*, in The Journal of Economic History, Vol. 33, N. 1, 1973, pp. 149-169; P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., p. 188; S. BOZZI, *Stock options, aspetti economici, fiscali e contabili*, Univerisità Bocconi Editore, 2006, p. 46-51; R. GIBBONS, *Incentives in Organizations*, in The Journal of Economic Perspectives, Vol. 12, N. 4, 1998, pp. 115-132.

(87) Per un'analisi maggiormente approfondita dell'argomento in esame, si rinvia a P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., pp. 214-232.

La definizione del grado di intensità dell'incentivo ricopre particolare importanza. L'intensità dell'incentivo riguarda la relazione intercorrente tra il raggiungimento degli obiettivi da parte dell'agente e l'erogazione del premio da parte del principale. Un incentivo è tanto più intenso quanto maggiore è la quota parte del benessere dell'agente che il contratto lega al soddisfacimento degli interessi del principale. L'intensità ottimale degli incentivi dipende dall'agire congiunto dei seguenti fattori ([88]):

- la profittabilità degli sforzi incrementali, ovvero l'ammontare dei benefici che il principale consegue in seguito alla profusione di un maggiore impegno da parte dell'agente. È opportuno stimolare l'agente all'esercizio di uno sforzo maggiore se ciò si riflette in un incremento dei benefici per il principale. Ne consegue che l'intensità dell'incentivo deve essere tanto maggiore quanto elevati sono i benefici derivanti dall'esercizio di uno sforzo incrementale da parte dell'agente;

- il grado di avversione al rischio dell'agente. I contratti di incentivazione comportano il trasferimento di una parte del rischio da soggetti potenzialmente neutrali (i principali/azionisti) a soggetti avversi (gli agenti/amministratori). Esporre l'agente ad un rischio maggiore determina il sorgere in capo al medesimo di un costo. Tale costo sarà tanto più elevato quanto maggiore è il grado di avversione al rischio dell'agente ([89]). Pertanto, nel redigere un contratto di incentivazione occorre considerare che l'intensità dell'incentivo è negativamente correlata al grado di avversione al rischio dell'agente ([90]);

- la precisione della misurazione dei risultati conseguiti. Non è opportuno usare meccanismi di incentivazione quando non è possibile misurare in maniera accurata le performance dell'agente. È auspicabile utilizzare contratti di incentivazione nelle situazioni in cui è maggiore la precisione nella valutazione delle performance. In tali situazioni è pertanto auspicabile una maggiore intensità dell'incentivo ([91]);

- il grado di reattività dell'agente rispetto all'incentivo, ovvero la capacità dell'agente di reagire all'incentivo. Un agente si caratterizza per un elevato grado di reattività se l'impegno profuso aumenta in maniera rilevante a seguito dell'introduzione di meccanismi di incentivazione. Il grado di reattività agli incentivi dell'agente è funzione della capacità del medesimo di profondere un maggiore impegno ([92]). Tale capacità è, di norma, ridotta nelle situazioni in cui l'agente è tenuto a svolgere funzioni meccaniche e ripetitive, mentre è maggiore quando il principale attribuisce all'agente un elevato grado di discrezionalità nella scelta dei comportamenti da porre in essere per perseguire gli obiettivi prefissati ([93]).

Il principio di uguale compenso si applica nelle situazioni in cui l'agente deve porre in essere molteplici attività al fine di perseguire gli interessi del principale e quest'ultimo non è in grado di

---

(88) *Ibidem*, pp. 221-226, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

(89) In merito si rinvia a quanto illustrato nel paragrafo precedente.

(90) Cfr. J. STIGLITZ, *Incentives, Risk, and Information: Notes Towards a Theory of Hierarchy*, in The Bell Journal of Economics, Vol. 6, N. 2, 1975, pp. 552-579; S. SHAVELL, *Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship*, cit., pp. 55-73; P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., pp. 221-226; R. GIBBONS, *Incentives in Organizations*, cit., pp. 115-132.

(91) Per un'analisi approfondita sui modelli studiati per la redazione di un contratto di incentivazione si rimanda ai seguenti lavori: J. MIRRLEES, *The optimal structure of incentives and authority within an organization,* in The Bell Journal of Economics, Vol. 7, N. 1, 1976, pp. 105-131; B. HOLMSTRÖM, P. MILGROM, *Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives*, in Econometrica, Vol. 55, N 2, 1987, pp. 303-328; P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., pp. 221-226; S. BOZZI, *Stock options, aspetti economici, fiscali e contabili*, cit., pp. 39-81, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

(92) Cfr. P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., pp. 221-226.

(93) Consideriamo a titolo esemplificativo il problema di incentivazione dei raccoglitori di frutta. Supponiamo che il principale adotti due sistemi di incentivazione differenti per i propri dipendenti. Entrambi i sistemi di incentivazione prevedono il pagamento di un compenso per ogni frutto raccolto, mentre differiscono per le procedure da seguire per la raccolta della frutta. Il sistema di incentivazione X prevede l'attribuzione del compenso a condizione che venga rispettata una particolare procedura di raccolta della frutta, mentre il sistema di incentivazione Y attribuisce il compenso a prescindere dalla procedura di raccolta seguita. Ne consegue che i dipendenti incentivati con il sistema Y abbiano una maggior grado di reattività all'incentivo in quanto possono usare metodi diversi per raccogliere il frutto e, magari, trovarne possibilmente uno che permette loro di ridurre i tempi di raccolta. I dipendenti incentivati con il sistema X possono incrementare il numero di frutti raccolti solo cercando di diventare più abili nella messa in pratica del metodo imposto dal principale e hanno pertanto una reattività minore.

verificare quanto tempo l'agente dedichi alle diverse attività ([94]). In tali situazioni il principale ha interesse che gli agenti dedichino sufficiente tempo allo svolgimento di ognuna delle predette attività. Pertanto, gli incentivi devono essere definiti in maniera tale da evitare che gli agenti privilegino lo svolgimento di talune attività rispetto ad altre. A tal fine è opportuno che il beneficio marginale derivante dalla profusione di uno sforzo incrementale da parte dell'agente sia uguale per ciascuna delle attività che il medesimo deve svolgere ([95]). Qualora tale principio non sia rispettato, l'agente dedicherebbe il proprio tempo all'attività in grado di procurargli il beneficio marginale maggiore, ignorando le altre.

Secondo il principio di informatività, nel valutare l'operato dell'agente devono essere considerate tutte le misure di performance che permettono di minimizzare l'errore nella stima dell'operato del soggetto valutato ed esclusi tutti gli indicatori che accrescono tale errore ([96]). Il grado di precisione con il quale vengono misurate le performance rappresenta un elemento di particolare importanza nell'ambito delle teorie di incentivazione. Le misure delle performance realizzate dall'agente costituiscono una stima dei comportamenti posti in essere da quest'ultimo. La loro importanza è tanto maggiore quanto più elevata è l'asimmetria informativa tra principale ed agente. Il limite dell'uso di indicatori di perfomance per valutare l'operato dell'agente è rappresentato dalla difficoltà nel comprendere se tali misure siano il frutto dei comportamenti posti in essere dall'agente o di influenze esterne, non controllabili da quest'ultimo. Per tale ragione, la mera osservazione dei risultati conseguiti può non essere sufficiente se l'agire di fattori esterni, in grado di influenzare il raggiungimento del risultato, è tale da alterare la relazione tra impegno profuso dall'amministratore e risultati raggiunti. Secondo il principio di informatività, nel valutare l'operato dell'agente, il principale deve utilizzare tutte le informazioni che permettono di minimizzare la possibilità di errore ([97]). Tali informazioni devono essere incluse nel contratto di incentivazione e l'attribuzione del premio all'agente dovrà essere fatta dipendere anche da esse. Indicatori di performance privi di potere informativo addizionale rispetto alle altre misure incluse nel contratto non devono essere considerati, sebbene siano correlati allo sforzo dell'agente ([98]). D'altra parte, indicatori che stimano indirettamente l'impegno profuso dall'agente devono essere inclusi nel contratto se sono in grado di incrementarne il potere informativo.

Un esempio di applicazione del principio di informazione è rappresentato dal ricorso a meccanismi di valutazione comparativa delle performance dell'agente. Secondo tali meccanismi la possibilità di ricevere il premio è connessa alla comparazione tra i risultati conseguiti dall'agente con quelli conseguiti da soggetti che svolgono compiti analoghi. Sebbene i risultati conseguiti da tali soggetti non siano indicativi dell'impegno profuso dall'agente, la loro inclusione nel contratto

---

(94) Cfr. B. HOLMSTRÖM, P. MILGROM, *Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design*, cit., pp. 24-52; G. BAKER, *Incentive Contracts and Performance Measurements*, in Journal of Political Economy, Vol. 100, N. 3, 1992, pp. 598-614; P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., pp. 228-232.

(95) Cfr. B. HOLMSTRÖM, P. MILGROM, *Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design*, cit., pp. 24-52; P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., pp. 228-232.

(96) Cfr. S. SHAVELL, *Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship*, cit., pp. 55-73; B. HOLMSTRÖM, *Moral Hazard and Observability*, cit., pp. 74-79; P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., pp. 219-221.

(97) « In view of our result that essentially any imperfect information about actions or states of nature can be used to improve contracts, we have an explanation of the observed complexity of real contracts (as evidenced for instance in insurance arrangements). Additional information is of value because it allows a more accurate judgment of the performance of the agent; or viewed differently, it provides the same incentives for effort with less loss of risk-sharing benefits ». B. HOLMSTRÖM, *Moral Hazard and Observability*, cit., p. 89.

«...if the agent is risk averse, his fee would always depend to some extent on information which the principal has about his effort the information is always of value » S. SHAVELL, *Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship*, cit., p. 56.

(98) Ci si riferisce, in tal senso, alla significatività degli indicatori che stimano la performance. La valutazione delle performance deve essere effettuata sulla base di tutte le informazioni che possono essere utili per valutare l'attuazione della strategia aziendale. Utilizzare troppi indicatori di performance potrebbe, però, essere dannoso nel momento in cui ciò distoglie l'attenzione del soggetto impegnato nella valutazione dagli aspetti critici. Per tale motivo, è importante considerare solo gli indicatori significativi, ovvero quelli in grado di apportare informazioni aggiuntive rispetto agli altri indicatori considerati nella valutazione. Per un'analisi maggiormente approfondita di tali tematiche si rinvia ai seguenti lavori: R. ANTHONY, D. HAWKINS, D. MACRÌ, K. MERCHANT, *Sistemi di controllo: analisi economiche per le decisioni aziendali*, cit., pp. 536-541; R. KAPLAN, A. ATKINSON, *Advanced management accounting: gli strumenti del controllo di gestione*, cit., pp. 440-523.

risulta essere particolarmente utile in quanto permette di neutralizzare gli effetti dei fattori esterni, comuni al gruppo di soggetti considerato, che possono influenzare, in positivo o in negativo, le performance realizzate dall'agente ([99]).

1.4.3. *Problematiche di incentivazione per gli amministratori*

La gestione aziendale costituisce l'insieme delle attività che gli amministratori attuano per il perseguimento degli obiettivi degli azionisti e presenta caratteri di complessità e di rischiosità ([100]). Tali caratteri derivano dall'ambiente in cui le aziende operano e dalle influenze che quest'ultimo è in grado di esercitare sull'attività di gestione ([101]). A causa della complessità ambientale, la relazione di agenzia che lega gli amministratori e gli azionisti presenta dei caratteri peculiari:

- il legame tra gestione aziendale e soddisfacimento degli interessi degli azionisti è caratterizzato da forte aleatorietà;
- non esiste un procedimento standard da seguire per pervenire al soddisfacimento degli interessi degli azionisti ([102]);
- la gestione aziendale è un'attività complessa che richiede un livello elevato di conoscenze e competenze tecnico-specialistiche ([103]).

Esiste un numero indeterminato di attività che gli amministratori possono e/o devono attuare per soddisfare gli interessi degli azionisti. Tuttavia, a causa della complessità che caratterizza la realtà in cui le imprese operano e della razionalità limitata dei soggetti, non è possibile individuare tali attività a priori ([104]). Tuttavia, i contratti di incentivazione devono essere redatti al fine di orientare gli amministratori al raggiungimento dei risultati desiderati dal principale ([105]). Contratti che legano l'ottenimento di una ricompensa all'attuazione di predeterminati comportamenti potrebbero favorire l'attuazione di comportamenti opportunistici da parte degli amministratori, non conducendo alla risoluzione del problema di agenzia, ma all'accrescimento del conflitto tra le parti. Gli amministratori potrebbero ignorare le attività che, seppur in grado di creare valore per gli

---

(99) In merito, si veda, tra tutti B. HOLMSTRÖM, *Moral Hazard in Teams*, cit., pp. 324-340. Un'analisi maggiormente approfondita circa l'utilizzo di tali meccanismi di valutazione verrà effettuata al paragrafo 2.3.3., al quale si rimanda.

(100) L'ambiente in cui l'impresa opera è caratterizzato da un elevato grado di turbolenza e da un continuo mutamento. È compito della direzione aziendale « sottrarre la gestione all'instabilità dell'ambiente ». Cfr. G. ZANDA, *La grande impresa. Caratteristiche strutturali e di comportamento*, cit., p. 215.

Per maggiori approfondimenti sulla complessità ambientale si veda, su tutti: G. USAI, *L'efficienza nelle organizzazioni*, UTET, 1990.

(101) Cfr. G. ZANDA, *La grande impresa. Caratteristiche strutturali e di comportamento*, cit., p. 348.

(102) « The objective of executive incentive plans is to create shareholder value, i.e. to motivate executives to maximize total shareholder returns. There is no universal formula for creating shareholder value, however ». B. HOLMSTRÖM, *Incentive Compensation: Practical Design from a Theory Point of View*, cit., p. 178.

« The services rendered by business managers in large firms cannot be assessed on a fixed scales of attributes ». S. ROSEN, *Contracts and the Market for Executives*, cit., p. 195.

(103) Cfr. G. ZANDA, *La grande impresa. Caratteristiche strutturali e di comportamento*, cit., p. 261 ss; G. ZANDA, *La valutazione dei dirigenti*, Cedam, 1984, pp. 227-244.

Galbraith asserisce a riguardo come nelle grandi imprese il potere decisionale sia esercitato dalla cosiddetta « tecnostruttura », ovvero l'insieme di tutti i soggetti in possesso delle conoscenze specialistiche, del talento e dell'esperienza necessarie per le decisioni. Cfr. J. GALBRAITH, *Il nuovo Stato industriale*, Einaudi, 1968, p. 64.

(104) « There is a wide array of actions that affect shareholder value, including defining the business strategy, choosing between debt and equity financing, making dividend and repurchase decisions, identifying acquisition and divestiture targets, selecting industries and markets to enter or exit, allocating capital across business units, setting budgets for developing new products and businesses, hiring productive (and firing unproductive) subordinates, and designing, implementing, and maintaining the nexus of implicit and explicit contracts that defines the organization ». K. MURPHY, *Executive compensation*, in O. ASHENFELTER, D. CARD (edited by), *Handbook of Labor Economics*, cit., p. 2521.

(105) « Shareholder uncertainty about the production function linking CEO actions to firm value leads naturally to contracts based on the principal's objective (e.g., increasing shareholder wealth) rather than on measures that are incrementally informative of CEO actions (e.g., accounting returns or direct monitoring of CEO actions... Expanding the set of potential actions that affect shareholder value diminishes the role for "informativeness" and increases the benefit of tying pay to the principal's objective rather than to measures of inputs ». *Ibidem*, p. 2520.

azionisti, non sono oggetto di valutazione ([106]) od orientare gli indicatori utilizzati per stimare l'attuazione di un determinato comportamento oggetto di ricompensa ([107]).

Inoltre, è opportuno evidenziare che, anche ammettendo che fosse possibile prevedere tutti i possibili scenari che possono favorire la creazione di valore per gli azionisti, questi ultimi non sarebbero comunque in grado di individuarli in quanto non posseggono le informazioni e le conoscenze necessarie a tal fine. La necessità di possedere un tale livello di competenze rende difficile l'applicazione del principio di informatività alla relazione di agenzia tra azionisti ed amministratori. Infatti, se gli azionisti non sono in possesso delle conoscenze necessarie per individuare quali siano le decisioni che permettono di massimizzare la creazione di valore, non sono neanche capaci, di conseguenza, di giudicare la validità delle scelte gestionali degli amministratori ([108]). Ne consegue che il problema di agenzia che sorge in tale contesto potrebbe non essere risolto anche in presenza di azionisti in grado di osservare i comportamenti degli amministratori ([109]). Nella realtà, gli azionisti lasciano ampia discrezionalità agli amministratori in merito ai comportamenti da attuare ([110]): sono interessati ai risultati raggiunti, piuttosto che ai comportamenti attuati dagli amministratori. Pertanto, un contratto di incentivazione non deve essere definito al fine di incrementare l'impegno profuso dagli amministratori in talune attività, bensì allo scopo di orientare questi ultimi ad individuare e porre in essere quei comportamenti che effettivamente perseguono la creazione di valore per gli azionisti ([111]).

In tale situazione è opportuno usare sistemi di incentivazione basati sui risultati, piuttosto che sui comportamenti. Tale affermazione è in contrasto con una delle assunzioni su cui si basa il principio di intensità degli incentivi, secondo cui all'aumentare del rischio sostenuto dall'agente deve diminuire l'intensità dell'incentivo adoperato. Secondo tale assunto è opportuno incrementare l'uso di incentivi nelle situazioni caratterizzata da bassa rischiosità. Tuttavia, in tali circostanze, che presentano un basso grado di incertezza, il problema di agenzia può essere facilmente risolto attraverso un'attività di controllo sull'operato dell'agente. Ne consegue che l'utilità di un contratto di incentivazione sia minore nelle situazioni in cui è possibile osservare e comprendere i comportamenti degli agenti ([112]) e sia maggiore in quelle caratterizzate da maggiore incertezza e, quindi, rischiosità.

1.4.4. *Principali tipologie di incentivi*

Gli incentivi possono essere classificati a seconda del criterio utilizzato in differenti tipologie.

---

(106) Per un'analisi approfondita delle problematiche teoriche di incentivazione in presenza di molteplici attività o di attività complesse da attuarsi da parte dell'agente si vedano su tutti: B. HOLMSTRÖM, P. MILGROM, *Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design*, cit., pp. 24-52; G. BAKER, *Incentive Contracts and Performance Measurements*, cit., pp. 598-614; P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., pp. 228-232.

(107) « Payments based on incrementally informative z's can distort incentives when managers allocate their efforts across a variety of different tasks. They can sandbag the budget process to achieve performance targets. They can attenuate the benefits of relative performance evaluation by taking unproductive actions that lower the performance of the peer group. They can shift accounting returns across periods by accelerating or delaying revenues and costs. They can monitor year-to-date performance and adjust actions daily to maximize bonuses based on cumulative annual performance. They can make accounting choices that artificially inflate or deflate reported earnings. They can make investment choices (such as cuts in R&D) that increase short-run profits at the expense of long-run profitability ». K. MURPHY, *Executive compensation*, cit., p. 2522.

(108) Cfr. J. STIGLITZ, *The Design of Labor Contracts: The Economics of Incentive and Risk Sharing*, cit., p. 49; K. MURPHY, *Executive compensation*, cit., p. 2521.

(109) *Ibidem*, p. 2520.

(110) L'attribuzione di un tale livello di discrezionalità è connessa con l'aleatorietà che caratterizza l'ambiente in cui l'impresa opera. Maggiore è l'incertezza che caratterizza il raggiungimento di un obiettivo e i comportamenti da attuare a tal fine, maggiore è la discrezionalità che il principale attribuisce all'agente. Si veda in merito C. PRENDERGAST, *The Tenuous Trade-Off between Risk and Incentives*, in Journal of Political Economy, Vol. 110, N. 5, 2002, pp. 1071-1102.

(111) Cfr. K. MURPHY, *Executive compensation*, cit., pp. 2520-2522; C. PRENDERGAST, *The Tenuous Trade-Off between Risk and Incentives*, cit., p. 1072. Si vedano inoltre B. HOLMSTRÖM, *Contracts and the Market for Executives: Comment*, in L. WEIN, H. WIJKANDER (edited by), *Contract Economics*, cit., pp. 212-217; S. BOZZI, *Stock options, aspetti economici, fiscali e contabili*, cit., pp. 46-51.

(112) Cfr. C. PRENDERGAST, *The Tenuous Trade-Off between Risk and Incentives*, cit., p. 1072.

In base alla possibilità di attribuire un valore economico al premio oggetto del contratto di incentivazione, è possibile distinguere gli incentivi in:

- incentivi tangibili, che hanno per oggetto premi in denaro o premi ai quali è possibile attribuire un valore economico ([113]). Rientrano in questa tipologia i premi in denaro, in azioni, l'attribuzione della possibilità di utilizzo dei beni aziendali, l'ottenimento di beni a condizioni di favore rispetto a quelle applicate dal mercato;

- incentivi intangibili, che hanno per oggetto premi ai quali non è possibile attribuire un valore economico ([114]). All'interno di questa categoria possono essere inclusi riconoscimenti di carattere formale, quali trofei e medaglie, o informali, quali la stima dei colleghi o dei superiori, la possibilità di accedere a posizioni di prestigio, etc.

Diversi studi hanno evidenziato come gli incentivi tangibili ricoprano un ruolo preponderante rispetto agli incentivi non tangibili ([115]). Ciò nonostante questi ultimi non devono essere considerati meno importanti. Al contrario, è stato osservato che essi acquisiscono una particolare rilevanza quando un soggetto ha già soddisfatto i suoi bisogni di tipo tangibile, ivi compreso quello di ricevere un compenso economico atto a garantirgli la conduzione di un'esistenza soddisfacente ([116]).

In base alla formalizzazione dell'incentivo, si distinguono:

- incentivi espliciti, che vengono attribuiti attraverso la redazione di un apposito contratto nel quale il principale si impegna ad attribuire all'agente un premio a condizione che quest'ultimo raggiunga una serie di obiettivi definiti contrattualmente. Le parti possono far rispettare il contratto mediante il ricorso ad un'autorità esterna, che può imporre il rispetto degli obblighi contrattuali;

- incentivi impliciti, i quali non si basano su un rapporto formalizzato, ma sull'assunzione che il mero soddisfacimento degli interessi del principale costituisca per l'agente un beneficio ([117]). Si

---

(113) Cfr. P. CLARKE, J. WILSON, *Incentive Systems: A Theory of Organizations*, in Administrative Science Quarterly, Vol. 6, N. 2, 1961, p. 134.

(114) Alcuni Autori distinguono, a loro volta, gli incentivi non monetari in incentivi « solidary » ed incentivi « purposive ». Gli incentivi del primo tipo si traducono in ricompense a cui non è possibile attribuire un valore monetario. Sono principalmente legate al modo di relazionarsi dell'individuo con l'impresa per cui lavora e si caratterizzano per essere indipendenti dal suo obiettivo finale. Sono un esempio di tali ricompense il senso di appartenenza e di identificazioni con il gruppo, lo status derivante da tale appartenenza e identificazione, la posizione sociale derivante dall'incarico ricoperto. Gli incentivi del secondo tipo sono sempre riconducibili a ricompense prive di valore monetario, ma a differenza delle prime, trovano origine nell'obiettivo perseguito dall'impresa per cui operano. A titolo di esempio si pensi ad un avvocato che deve difendere un cliente ingiustamente accusato. Prescindendo da eventuali ricompense di tipo monetario, il solo spirito di giustizia potrebbe essere sufficiente per incentivare l'avvocato a difendere il cliente nel miglior modo possibile. Per ulteriori approfondimenti in merito si veda: *Ibidem*, pp. 134-137.

(115) Inoltre, è stato evidenziato come gli incentivi monetari ricoprano un ruolo preponderante tra gli strumenti di incentivazione: «...rewards can take many different forms, including praise from superiors and co-workers, implicit promises of future promotion opportunities, feelings of self-esteem that come from superior achievement and recognition, and current and future cash rewards related to performance. Economists, while recognizing that nonmonetary rewards for performance can be important, tend to focus on monetary rewards because individuals are willing to substitute nonmonetary for monetary rewards and because money represents a generalized claim on resources and is therefore in general preferred over an equal dollar-value payment in kind ». G. BAKER, M. JENSEN, K. MURPHY, *Compensation and Incentives: Practice vs. Theory*, in The Journal of Finance, Vol. 43, N. 3, 1998, pp. 594-595.

« Psychological research shows that pay is an effective motivator of performance when it has two fundamental properties: first, it is important to people; second, is it tied to their performance in ways that are visible, creditable, long-term, and perceived by them to be direct ». E. LAWLER III, *Pay for Performance: A motivational Analysis*, cit., p. 69.

(116) Cfr. R. ANTHONY, D. HAWKINS, D. MACRÌ, K. MERCHANT, *Sistemi di controllo: analisi economiche per le decisioni aziendali*, cit., pp. 306-312.

Tale affermazione è connessa con la piramide dei bisogni elaborata da Maslow, secondo il quale i bisogni sono suddivisi in cinque categorie: bisogni fisiologici, bisogni di sicurezza, bisogni di appartenenza, bisogni di stima e bisogni di autorealizzazione. Tali bisogni sono legati da una relazione gerarchica: affinché sorga il desiderio di soddisfare i bisogni della categoria successiva, è necessario che quelli della categoria sottostante siano stati soddisfatti. Cfr. A. MASLOW, *A theory of human motivation,* in Psychological Review, Vol. 50, N. 4, 1943, pp. 370-396.

Per maggiori approfondimenti circa le motivazioni degli amministratori si rinvia a: T. ONESTI, M. ROMANO, *Le politiche di remunerazione degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche*, in F. FORTUNA (a cura di), *La corporate governance nell'esperienza nazionale e internazionale. Aspetti comparativi e profili evolutivi*, Il Mulino, 2010, pp. 126-131; G. ZANDA, *Il governo della grande impresa nella società della conoscenza*, cit., p. 128 ss.

(117) Gli incentivi impliciti si basano su «...informal agreements supported by reputation rather than law ». G. BAKER, R. GIBBONS, K. MURPHY, *Implicit Contracts and the Theory of the Firm*, NBER Working Paper N. 6177, September 1997, p. 2.

tratta di contratti impliciti, il cui rispetto è basato sulla reputazione delle parti, piuttosto che sull'intervento di terzi soggetti. Per tale motivo sono definiti anche contratti auto-vincolanti ([118]). Le parti evitano di porre in essere comportamenti opportunistici perché in tal modo accrescono la propria reputazione ed aumentano la possibilità di concludere accordi in futuro ([119]). In particolare, al migliorare della reputazione degli amministratori, aumenta il valore del loro capitale intellettuale e, di conseguenza, la probabilità per i medesimi di ricoprire in futuro posizioni di maggior prestigio e/o potere, nonché il livello dei compensi che gli stessi potranno percepire ([120]). Pertanto, gli amministratori dovrebbero essere (implicitamente) incentivati a perseguire gli interessi degli azionisti, anche in assenza di un esplicito contratto di incentivazione ([121]).

Figura 1.2. – Classificazione degli incentivi.

		FORMALIZZAZIONE DELL'INCENTIVO	
		Esplicita	Implicita
NATURA DEL PREMIO	Tangibile	1. Remunerazione basata su misurazioni oggettive	2. Remunerazione basata su misurazioni soggettive
	Intangibile	3. Acquisizione di posizioni di prestigio in base a misurazioni oggettive	4. Acquisizione di posizioni di prestigio attribuibili ad una migliore reputazione

Gli incentivi espliciti di natura tangibile includono i contratti di incentivazione attraverso i quali gli azionisti legano la remunerazione degli amministratori al raggiungimento di predefiniti parametri di performance. Si tratta di contratti che legano la remunerazione ad obiettivi il cui conseguimento può essere verificato in maniera oggettiva. Costituiscono un esempio di tali incentivi i piani di remunerazione basati su azioni, i bonus monetari, i piani di *profit-sharing*, etc. ([122]).

Fra gli incentivi impliciti di natura tangibile vi sono i contratti di remunerazione basati su valutazioni soggettive delle performance. Tali contratti legano l'assegnazione di un compenso agli amministratori alle valutazioni effettuate sulla loro condotta dal consiglio di amministrazione. Si tratta di contratti impliciti, il cui rispetto non si basa sulla possibilità di impugnazione dinanzi ad un tribunale, ma su un rapporto di fiducia intercorrente tra agente e principale ([123]). Gli incentivi basati su valutazioni soggettive permettono di superare i limiti delle valutazioni oggettive, isolan-

---

Pertanto le parti coinvolte non hanno interesse a violare l'accordo informale in quanto interessate a preservare la propria reputazione e/o il rapporto instaurato con la controparte.

(118) I contratti impliciti sono stati definiti come segue: «...informal agreements, unwritten codes of conduct, and norms that powerfully affect the behaviors of individuals in firms ». C. AZARIADIS, *Implicit Contracts and Underemployment Equilibria*, in The Journal of Political Economy, Vol. 83, N. 6, 1975, pp. 1183-1202.

(119) Per un'analisi circa il ruolo della reputazione come meccanismo per assicurare l'esecuzione dei contratti si veda P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., pp. 259-269, ove ulteriori riferimenti.

(120) Cfr. E. FAMA, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, cit., p. 304.

Tali idee furono successivamente sviluppate da Holmström, il quale afferma quanto segue: « Under some narrow assumptions I show that Fama's conclusion is correct. In general, however, it is not. Risk aversion and discounting place obvious limitations on the market's ability to police incentives adequately ». B. HOLMSTRÖM, *Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective*, in Review of Economic studies, Vol. 66, N. 1, 1999, p. 170.

(121) Per un'analisi del ruolo degli incentivi impliciti si vedano, tra gli altri, i seguenti lavori: G. BAKER, R. GIBBONS, K. J. MURPHY, *Implicit Contracts and the Theory of the Firm*, cit.; R. GIBBONS, M. WALDMAN, *Careers in Organizations: Theory and Evidence*, in O. ASHENFELTER, D. CARD (edited by), *Handbook of Labor Economics*, cit., pp. 2373-2437; C. PRENDERGAST, *The Provision of Incentives in Firms*, in Journal of Economic Literature, Vol. 37, N.1, pp. 7-63; R. HAYES, S. SCHAEFER, *Implicit Contracts and the Explanatory Power of Top Executive Compensation for Future Performance*, in The RAND Journal of Economics, Vol. 31, N. 2, 2000, pp. 273-293; J. LEVIN, *Relational Incentive Contracts*, in The American Economic Review, Vol. 93, N. 3, 2003, pp. 835-857.

(122) Per un'analisi di tali strumenti di incentivazione si rimanda al paragrafo 2.1.1.

(123) Cfr. G. BAKER, R. GIBBONS, K. MURPHY, *Subjective Measures in Optimal Incentive Contracts*, in The Quarterly Journal of Economics, Vol. 104, N. 4, 1994, pp. 1125-1156.

do gli effetti che fattori esterni possono esercitare, in positivo o in negativo, sulla capacità degli amministratori di raggiungere determinati risultati. Un esempio significativo in tal senso è rappresentato dai bonus attribuiti all'amministratore delegato, a seguito di una valutazione positiva del consiglio di amministrazione, nonostante il mancato soddisfacimento dei parametri di performance definiti contrattualmente ([124]).

La categoria degli incentivi espliciti di natura intangibile include i meccanismi di incentivazione basati su valutazioni oggettive che fanno leva sulla necessità degli amministratori di soddisfare bisogni di stima e di autorealizzazione. Bisogni di questo tipo possono essere soddisfatti, per esempio, in seguito all'ottenimento di promozioni ([125]), attraverso le quali si ha la possibilità di ricoprire incarichi di maggiore prestigio ([126]). Gli amministratori possono essere incentivati ad attuare azioni che favoriscano il soddisfacimento degli obiettivi degli azionisti qualora venga loro promessa l'assegnazione di una posizione di maggiore prestigio all'interno dell'impresa. Un esempio è rappresentato dalla possibilità per un amministratore di essere promosso da semplice dirigente ad amministratore delegato. A seconda dei criteri di valutazione che vengono presi in considerazione per l'attribuzione delle promozioni è possibile includere tali strumenti all'interno della categoria degli incentivi espliciti o di quelli impliciti. Rientrano nella prima categoria le promozioni attribuite in seguito al raggiungimento di predeterminati obiettivi. Un esempio può essere costituito dalle promozioni attribuite mediante il ricorso ai cosiddetti « tornei » ([127]): la promozione viene attribuita al soggetto che realizza le performance migliori rispetto agli altri candidati ([128]).

Infine, all'interno della categoria degli incentivi impliciti di natura intangibile sono inclusi incentivi basati sui bisogni di stima e di autorealizzazione e su valutazioni di tipo soggettivo. È opportuno evidenziare come queste tipologie di incentivo siano tacitamente incluse nel rapporto che lega gli amministratori all'impresa. Il bisogno degli amministratori di ricevere la stima dei colleghi e/o di realizzarsi professionalmente favorisce un implicito allineamento degli interessi degli amministratori con quelli degli azionisti. Attraverso una gestione aziendale capace di creare valore per gli azionisti, gli amministratori migliorano la propria reputazione, acquisendo stima e prestigio, ed aumentano il potere di cui dispongono ([129]). Un esempio di tale tipologia di incentivo è rappresentato dalla promozione di un dirigente ad amministratore delegato in seguito alla valutazione soggettiva effettuata dal consiglio di amministrazione o dall'azionista di riferimento.

---

(124) Si rimanda alla lettura del paragrafo 2.3.2. per un'analisi maggiormente dettagliata sul funzionamento di tali meccanismi di incentivazione.

(125) La funzione di incentivazione non è l'unica svolta dalle promozioni nell'ambito aziendale. La funzione primaria ad esse attribuita è quella di assegnare alle persone gli incarichi nei quali possono meglio esprimersi. Poiché tale aspetto non rientra nell'oggetto di analisi del presente capitolo si rinvia, per un'approfondita disamina, ai seguenti lavori: G. BAKER, M. JENSEN, K. MURPHY, *Compensation and Incentives: Practice vs. Theory*, cit., pp. 599-605; P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., pp. 364-369; R. GIBBONS, M. WALDMAN, *Careers in Organizations: Theory and Evidence*, cit., pp. 2373-2437.

(126) Nell'ambito di tale categoria di incentivi, le promozioni sono esaminate tenendo in considerazione solo i benefici che esse apportano in termini di stima e prestigio. Non si considerano elementi di carattere tangibile, quali incrementi nell'ammontare degli stipendi o dei bonus, che spesso, ma non sempre, sono ad esse associati.

(127) Tali meccanismi sono oggetto di studio della cosiddetta *tournament theory*. In merito, per un eventuale approfondimento, tra tutti, si vedano: E. LAZEAR, S. ROSEN, *Rank Order Tournaments as Optimum Labor Contracts*, in Journal of Political Economy, Vol. 89, N. 5, 1981, pp. 841-864; P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., pp. 364-369; C. PRENDERGAST, The *Provision of Incentives in Firms*, cit., pp. 33-37.

(128) Per una disamina sul ruolo e funzionamento dei meccanismi di valutazione comparativa si rinvia al paragrafo 2.3.3.

(129) Cfr. P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., pp. 259-269; G. BAKER, R. GIBBONS, K. J. MURPHY, *Implicit Contracts and the Theory of the Firm*, cit., pp. 23-38; R. ANTHONY, V. GOVINDARAJAN, K. MERCHANT, *Management control systems: tecniche e processi per implementare le strategie,* McGraw-Hill, 2001, p. 388.

Capitolo 2

LA REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI

SOMMARIO: 2.1. Il ruolo della remunerazione. — 2.2. La remunerazione come strumento di incentivazione: elementi critici. — 2.2.1. Grado di esposizione al rischio. — 2.2.2. Legame tra remunerazione e performance. — 2.2.3. Scelta dell'orizzonte temporale. — 2.3. La valutazione delle performance. — 2.3.1. Sistemi di valutazione oggettiva. — 2.3.2. Sistemi di valutazione soggettiva. — 2.3.3. Sistemi di valutazione comparativa. — 2.4. Tipologie di strumenti di remunerazione. — 2.4.1. Il compenso base. — 2.4.2. I bonus. — 2.4.3. I compensi basati su azioni. — 2.4.4. Le altre forme di remunerazione. — 2.5. Le determinanti della remunerazione . — 2.5.1. Le performance aziendali . — 2.5.2. La dimensione aziendale . — 2.5.3. Il rischio di impresa. — 2.5.4. Le opportunità di crescita. — 2.5.5. Il settore industriale. — 2.5.6. La struttura della proprietà e del controllo. — 2.5.7. Le caratteristiche personali dell'amministratore delegato. — 2.5.8. Il ruolo del consiglio di amministrazione

2.1. Il ruolo della remunerazione

La remunerazione degli amministratori costituisce un importante strumento a disposizione delle imprese per perseguire obiettivi aziendali quali ([1]):

- attrarre e trattenere gli amministratori più qualificati al minor costo possibile;
- segnalare i valori dell'impresa ([2]) e gli obiettivi su cui gli amministratori devono concentrare il proprio impegno;
- incentivare gli amministratori all'attuazione di comportamenti che favoriscano la creazione di valore per gli azionisti nel medio-lungo termine e disincentivare i comportamenti che potrebbero condurre alla distruzione di tale valore;
- ricompensare il raggiungimento degli obiettivi prefissati e penalizzare il non raggiungimento degli stessi.

La capacità delle politiche retributive di assolvere tali funzioni dipende dalle modalità secondo le quali le imprese definiscono i seguenti aspetti che caratterizzano la remunerazione:

- l'ammontare
- il legame esistente con le performance
- la composizione ([3]).

L'ammontare della remunerazione costituisce il totale dei benefici attesi dall'amministratore per l'incarico ricoperto all'interno dell'impresa ed il costo totale atteso dall'impresa per la remunerazione attribuita all'amministratore ([4]). Svolge un ruolo di particolare rilevanza nell'attrarre e trattenere gli amministratori talentuosi, influenzando la qualità e la quantità di capitale umano che l'impresa è in grado di reperire sul mercato del lavoro ([5]).

---

(1) Cfr. P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., p. 390; M. JENSEN, K. MURPHY, E. WRUCK, *Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, ECGI Finance Working Paper N. 44, 2004, p. 19.

(2) I valori di un'impresa sono costituiti dall'insieme di idee, modi di agire e attributi che guidano l'azione dell'impresa stessa. Per approfondimenti si vedano tra gli altri i seguenti lavori: G. ZANDA, *La valutazione dei dirigenti*, cit., p. 246 ss; R. ANTHONY, V. GOVINDARAJAN, D. MACRÌ, *Management control systems: tecniche e processi per implementare le strategie*, cit., pp. 73-75, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

(3) Cfr. G. BAKER, M. JENSEN, K. MURPHY, *Compensation and Incentives: Practice vs. Theory*, cit., p. 612; P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., p. 390; M. JENSEN, K. MURPHY, E. WRUCK, *Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, cit., p. 19.

(4) È opportuno evidenziare come in tale sede l'ammontare della remunerazione debba essere inteso come il costo/beneficio atteso e non il costo/beneficio effettivo poiché alcuni dei costi e dei benefici connessi con l'attività lavorativa sono incerti (dalla prospettiva del lavoratore). Pertanto, ciò che diviene rilevante è il loro valore atteso, aggiustato per tenere conto di tali elementi di incertezza. Cfr. M. JENSEN, K. MURPHY, E. WRUCK, *Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, cit., p. 19.

(5) Si vedano, in merito, i seguenti studi: R. MARTIN, M. MOLDOVEANU, *Capital Versus Talent. The Battle That's Reshaping Business*, in Harvard Business Review, Vol. 81, N. 7, 2003, pp. 36-41; K. MURPHY, J. ZÁBOJNÍK, *Ceo Pay and Appointments: A Market-*

La gestione aziendale è un'attività particolarmente complessa, la cui attuazione richiede elevate competenze, abilità e talento. Gli amministratori in possesso di tali caratteristiche rappresentano una risorsa scarsa sul mercato. Per tale motivo è frequente che le imprese, specialmente quelle di maggiori dimensioni, competano per aggiudicarsi gli amministratori migliori ([6]).

L'ammontare della remunerazione che l'impresa è in grado di offrire costituisce uno degli aspetti principali su cui si basa la scelta degli amministratori che devono decidere a quale impresa offrire la propria collaborazione. Pertanto, le imprese che vogliono avvalersi della collaborazione degli amministratori più talentuosi devono offrire, a parità di altre condizioni, una remunerazione che garantisca a tali soggetti il beneficio atteso maggiore ([7]).

L'ammontare della remunerazione assume rilevanza anche con riferimento alle funzioni di incentivazione e ricompensa: il compenso deve essere tale da indurre l'amministratore all'attuazione di comportamenti orientati al perseguimento della creazione di valore per gli azionisti. L'amministratore porrà in essere tali comportamenti qualora il beneficio atteso sia superiore al costo (in termini di sacrificio e di rischio sopportato) derivante dalla loro attuazione ([8]).

Tuttavia, al fine di orientare gli amministratori alla creazione di valore per gli azionisti non è sufficiente offrire loro un pacchetto retributivo di ammontare elevato. L'elemento cardine per l'assolvimento della funzione di incentivazione è costituito dall'istituzione di una relazione tra remunerazione assegnata e performance realizzate: è opportuno che l'attribuzione di una parte della remunerazione sia legata al raggiungimento di determinati obiettivi di performance ([9]). La capacità della remunerazione di orientare i comportamenti degli amministratori dipende sia dall'intensità del legame esistente tra remunerazione e performance, sia dalla scelta dei parametri usati per stimare i risultati al cui raggiungimento è subordinata l'attribuzione della remunerazione ([10]).

Si ipotizzi, ad esempio, che, per ottenere una remunerazione aggiuntiva rispetto al compenso fisso, agli amministratori sia richiesto di raggiungere risultati fuori dalla loro portata oppure che il compenso aggiuntivo promesso loro sia esiguo. Tale pacchetto remunerativo, che si caratterizza per un basso livello di intensità tra remunerazione e performance, difficilmente sarà in grado di orientare gli amministratori verso i comportamenti desiderati dagli azionisti. Si ipotizzi, invece, che il pacchetto remunerativo si caratterizzi per un grado di intensità tale per cui gli amministratori sono incentivati al perseguimento di predeterminati risultati, ma che il raggiungimento di questi ultimi sia valutato ricorrendo ad indicatori che non sono in grado di fornire misure accurate o che sono facilmente manipolabili dall'amministratore. In tal caso, il pacchetto remunerativo può indurre gli amministratori ad attuare comportamenti che permettano di raggiungere i livelli desiderati di performance stimate dall'indicatore, ma che non necessariamente favoriscono il soddisfacimento degli interessi degli azionisti. Il rischio è quello di orientare gli amministratori all'attuazione di comportamenti che non solo non favoriscono la creazione di valore per gli azionisti, ma che conducono alla distruzione di tale valore, a causa di politiche atte ad evidenziare in maniera fuorviante il raggiungimento di determinati obiettivi.

L'utilizzo di strumenti di remunerazione legati alle performance aziendali favorisce anche la diffusione dei valori dell'impresa ai diversi livelli della piramide gerarchica e chiarisce agli amministratori a quali obiettivi devono rivolgere il proprio impegno.

Based Explanation for Recent Trends, in The American Economic Review, Vol. 94, N. 2, 2004, pp. 192-196; K. MURPHY, J. ZÁBOJNÍK, *Managerial Capital and the Market for Ceos*, Queen's University - Department of Economics, Working Paper N. 1110, 2007.

(6) Cfr. K. MURPHY, J. ZÁBOJNÍK, *Ceo Pay and Appointments: A Market-Based Explanation for Recent Trends*, cit., p. 195.

(7) Cfr. M. JENSEN, K. MURPHY, E. WRUCK, *Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, cit., p. 20.

(8) In merito, occorre evidenziare che se il pacchetto retributivo include una quota parte di remunerazione variabile, legata alle performance, tale remunerazione può essere considerata attraente solo se i benefici totali attesi sono superiori al costo opportunità degli amministratori, ovvero ai costi che gli amministratori sostengono a causa dell'esposizione ad una quota di rischio. Rischio non presente nel caso di utilizzo di remunerazione fissa. Cfr. L. BEBCHUK, J. FRIED, D. WALKER, *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation,* cit., pp. 762-763.

(9) Cfr. G. BAKER, M. JENSEN, K. MURPHY, *Compensation and Incentives: Practice vs. Theory*, cit., p. 614.

(10) Cfr. S. BOZZI, *Stock options, aspetti economici, fiscali e contabili*, cit., p. 40.

La composizione del pacchetto remunerativo determina il peso relativo assunto da ciascun elemento presente nella remunerazione di un amministratore. La remunerazione deve essere configurata in maniera tale da includere quelle componenti che permettono di minimizzare i costi e massimizzare i benefici per l'impresa e gli amministratori ([11]). La presenza di taluni elementi, piuttosto che di altri, può influenzare la capacità di attrarre soggetti capaci e potenzialmente interessati alla carica di amministratore.

A parere di chi scrive non esiste una remunerazione ottimale valida in tutte le situazioni ([12]). Al contrario, gli strumenti di remunerazione devono essere scelti in base al contesto di riferimento ed agli obiettivi che si vuole raggiungere mediante la politica remunerativa, tenendo in considerazione le caratteristiche del soggetto e le necessità che l'impresa vuole assolvere attraverso la remunerazione. Si ipotizzi, per esempio, che un'impresa si proponga di attrarre un soggetto che presenta un grado di avversione al rischio superiore alla media e, a tal fine, decida di adottare una particolare struttura remunerativa. Qualora, ad esempio, l'impresa in questione presenti una struttura proprietaria fortemente concentrata e l'azionista di riferimento sia in possesso di adeguate competenze gestionali, un pacchetto retributivo composto per la maggior parte da remunerazione variabile potrebbe non essere la soluzione migliore. Poiché l'azionista di riferimento è in grado di monitorare i comportamenti degli amministratori, i benefici derivanti dall'utilizzo di tale strumento sono relativamente bassi. D'altra parte, i costi sono elevati poiché, a causa dell'avversione al rischio che caratterizza gli amministratori, il compenso richiesto per l'esposizione al rischio sarà elevato. Una tale soluzione remunerativa può essere adatta alle imprese in cui è più difficile controllare l'operato degli amministratori ed in cui, pertanto, è maggiormente avvertita la necessità di orientarne l'operato. Ci si riferisce alle imprese caratterizzate da una forte separazione tra proprietà e controllo e/o in presenza di amministratori con un basso livello di avversione al rischio. Si ipotizzi uno scenario in cui un'impresa mira ad attrarre un amministratore mediante una remunerazione caratterizzata prevalentemente da compensi la cui erogazione è differita nel tempo. Tale remunerazione è in grado di attrarre quei soggetti interessati ad instaurare una relazione duratura con l'impresa, ma potrebbe rivelarsi poco adatta per soggetti interessati a brevi collaborazioni.

2.2. La remunerazione come strumento di incentivazione: elementi critici

Configurare un pacchetto remunerativo in grado di assolvere le funzioni illustrate nel paragrafo precedente rappresenta un problema complesso. Non esiste una formula universale per decidere quali strumenti adottare per remunerare gli amministratori di un'impresa ([13]), ma occorre adattare la configurazione della remunerazione in relazione al contesto, tenendo in considerazione sia le caratteristiche dell'impresa (ivi inclusi i suoi piani strategici) sia quelle degli amministratori che devono essere remunerati ([14]). In particolare, nella definizione dei componenti di un pacchetto remunerativo è importante considerare i seguenti elementi critici:

- il grado di esposizione al rischio

---

(11) La definizione delle componenti assume particolare importanza in quanto impresa e amministratori si trovano a riguardo in una situazione di conflitto di interessi. Da una parte l'impresa vuole sostenere il minor costo possibile, dall'altra gli amministratori vogliono essere remunerati per un ammontare superiore rispetto al valore che essi apportano alla società. Cfr. M. JENSEN, K. MURPHY, E. WRUCK, *Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, cit., p. 20.

(12) A tal fine si ritiene opportuno utilizzare un'ottica *contingency*, secondo la quale non esiste una remunerazione "ottimale". Cfr. I. FILATOTCHEV, D. ALLOCK, *Corporate Governance and Executive Remuneration: A Contingency Framework*, in The Academy of Management Perspectives, Vol. 24, N. 1, 2010, pp. 30-33.

A riguardo, si vedano anche i seguenti lavori: A. ZATTONI, *Assetti proprietari e Corporate Governance*, Egea, 2006, p. 301 ss; T. ONESTI, M. ROMANO, *Le politiche di remunerazione degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche*, cit., pp. 138-139.

(13) Cfr. B. HOLMSTRÖM, *Incentive Compensation: Practical Design from a Theory Point of View*, cit., p. 179.

(14) In merito, è stato osservato quanto segue « La progettazione di un sistema di incentivazione efficacie richiede l'utilizzo di un approccio di tipo contingency che consideri le caratteristiche dell'impresa e del più ampio ambiente di riferimento in cui essa è inserita. L'implementazione del medesimo piano di incentivazione all'interno di imprese che presentano caratteristiche differenti in termini di cultura aziendale, struttura organizzativa e sistemi operativi può produrre infatti risultati assai divergenti ». A. ZATTONI, *Assetti proprietari e Corporate Governance*, cit., p. 301.

- il legame tra remunerazione e performance
- l'orizzonte temporale della remunerazione
- i criteri di valutazione delle performance.

2.2.1. *Grado di esposizione al rischio*

Il grado di esposizione al rischio è relativo al peso assunto dalla componente variabile rispetto a quella fissa. Strumenti di retribuzione fissa, non essendo collegati direttamente con le prestazioni degli amministratori, non contengono elementi di rischiosità. Tuttavia, hanno il limite di remunerare allo stesso modo soggetti che conseguono buone performance e soggetti che ottengono risultati poco soddisfacenti. Gli strumenti di remunerazione di tipo variabile, invece, attribuiscono un compenso agli amministratori solo se essi conseguono determinati livelli di performance. In tal modo, gli amministratori sono esposti al rischio di non ricevere alcun compenso se i risultati prefissati non sono ottenuti. La presenza di tale rischio fa sì che gli amministratori retribuiti con compensi variabili richiedano, a parità di altre condizioni, un maggior compenso rispetto a quello ricevuto dai colleghi retribuiti con un compenso fisso. Pertanto, un elevato ricorso a strumenti di remunerazione variabile potrebbe accrescere in maniera eccessiva l'esposizione al rischio degli amministratori e far sorgere per l'impresa dei costi tali da superare i benefici generati dal loro utilizzo. Ne consegue che, nel decidere il peso della remunerazione variabile sul totale del pacchetto retributivo, occorre confrontare i costi ed i benefici derivanti dall'utilizzo di strumenti di incentivazione. In particolare, dovrebbero essere considerati i seguenti elementi:

- la rischiosità dell'attività dell'impresa in cui gli amministratori operano
- il livello di avversione al rischio degli amministratori
- la capacità degli amministratori di influire sulla gestione aziendale nel modo desiderato dagli azionisti ([15]).

La remunerazione dovrebbe essere costituita principalmente da componenti fisse nel caso in cui gli amministratori siano caratterizzati da un alto livello di avversione al rischio e/o operino in imprese la cui attività è caratterizzata da un elevato tasso di rischiosità ([16]), nonché nei casi in cui essi non sono in grado di incidere in maniera significativa sulla gestione aziendale, a causa dell'influenza di fattori esterni non controllabili dagli amministratori ([17]).

Inoltre, la scelta di utilizzare strumenti di remunerazione fissa o variabile può dipendere da quale tra le seguenti esigenze prevale nell'ambito aziendale: garantire agli amministratori un compenso base oppure retribuire solo gli amministratori che conseguono delle buone prestazioni ([18]). Le imprese in cui prevale la prima esigenza sono caratterizzate da una cultura aziendale secondo cui gli amministratori sono considerati dei soggetti competenti e motivati che, se retribuiti in maniera adeguata, conseguiranno delle buone prestazioni. Le imprese in cui prevale la seconda esigenza basano le loro politiche retributive sul principio secondo cui gli amministratori sono dei soggetti competenti dai quali è ragionevole attendersi delle buone prestazioni, ma che debbano essere adeguatamente compensati solo al conseguimento di predeterminati livelli di performance. Pertanto tali imprese adottano dei sistemi di retribuzione volti a incentivare gli amministratori all'attuazione di comportamenti che permettano il conseguimento di buoni risultati: gli ammini-

---

(15) Cfr. B. HOLMSTRÖM, *Incentive Compensation: Practical Design from a Theory Point of View*, cit., p. 179.

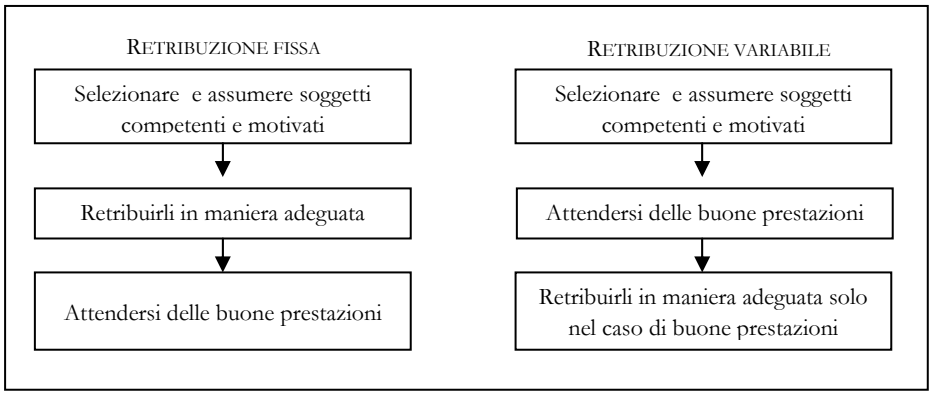
(16) Si fa riferimento al cosiddetto rischio economico generale che, pur essendo presente in tutte le imprese, caratterizza ciascuna di esse in maniera differente. Per un ulteriore approfondimento, in merito, si rinvia al paragrafo 2.5.3 e quanto osservato nei seguenti lavori: U. BERTINI, *Introduzione allo studio dei rischi in economia d'azienda*, Cursi, 1969, G. FERRERO, *Impresa e management*, Giuffrè, 1980.

(17) Si consideri, a titolo di esempio, la situazione degli amministratori delle compagnie aeree in seguito agli avvenimenti dell'11 settembre 2001. Il calo della domanda verificatosi a seguito di tale evento non era prevedibile, né modificabile, da parte degli amministratori. Pertanto, in tale situazione remunerare gli amministratori in base alle perfomance aziendali risultava essere poco opportuno in quanto non era ad essi imputabile il mancato raggiungimento dei livelli di performance stabiliti.

(18) Cfr. R. ANTHONY, V. GOVINDARAJAN, D. MACRÌ, *Management control systems: tecniche e processi per implementare le strategie*, cit., pp. 388-391.

stratori saranno retribuiti l'impresa conseguirà effettivamente buoni risultati ([19]).

Figura 2.1. – Presupposti per la scelta di strumenti di remunerazione fissa e remunerazione variabile.



Fonte: ns. rielaborazione da R. ANTHONY, V. GOVINDARAJAN, K. MERCHANT, *Management control systems: tecniche e processi per implementare le strategie*, cit., p. 390.

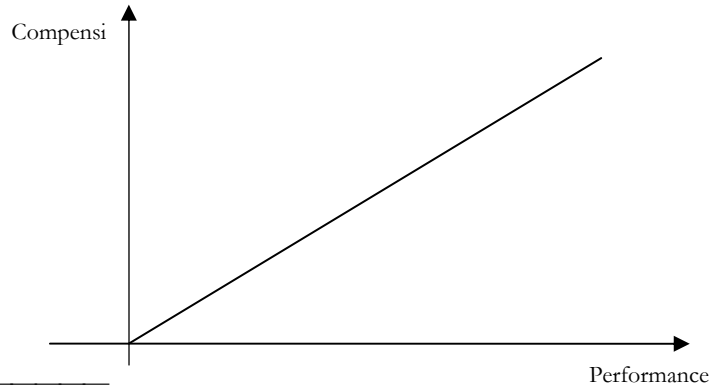
2.2.2. *Legame tra remunerazione e performance*

Illustrate le modalità secondo cui definire la quota di remunerazione da legare alle performance, occorre decidere il tipo di relazione che deve intercorrere tra l'ammontare della remunerazione variabile e le performance realizzate. Esistono differenti tipologie di relazioni, tra le più diffuse è possibile individuare le seguenti:

- relazioni lineari
- relazioni basate su una retta spezzata
- relazioni a scalini ([20]).

Le relazioni di tipo lineare implicano che all'aumentare delle performance realizzate si abbia un contestuale incremento del compenso erogato. Presentano il vantaggio di essere semplici (e, pertanto, facilmente comprensibili) e di fornire il medesimo incentivo a prescindere dalla soglia di performance che deve essere raggiunta. Relazioni di questo tipo incoraggiano gli amministratori al miglioramento continuo delle performance, ma comportano, d'altra parte, il rischio che siano posti in essere comportamenti volti alla massimizzazione dei risultati nel breve periodo a scapito degli interessi aziendali di medio-lungo periodo ([21]).

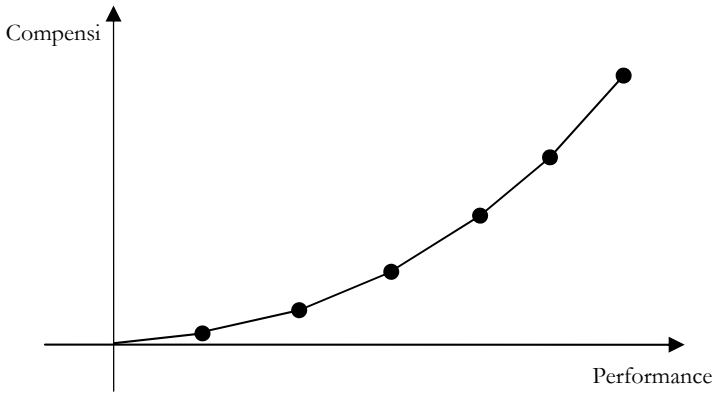
Figura 2.2. – Relazione di tipo lineare tra remunerazione e performance.



(19) *Ibidem*.
(20) Cfr. A. RICCABONI, *Performance ed incentivi: il controllo dei risultati nella prospettiva economico-aziendale*, Cedam, 1999, p. 75. Si veda, inoltre, quanto precedentemente osservato dall'Onida in P. ONIDA, *Economia d'azienda*, UTET, 1968, pp. 205-212.
(21) *Ibidem*.

Le relazioni basate su rette spezzate presentano gli stessi vantaggi e svantaggi delle relazioni di tipo lineare, accentuati, o attenuati, a seconda dell'inclinazione della retta. La differenza tra i due metodi è costituita dal cambiamento dell'intensità del legame al raggiungimento di predeterminate soglie dell'indicatore di performance ([22]). A puro titolo di esempio, si ipotizzi che parte della retribuzione di un amministratore dipenda dal raggiungimento di determinati valori dell'utile per azione e che un incremento unitario dell'utile per azione che si verifica nella fascia compresa tra euro 0 e 0,10 generi un compenso aggiuntivo pari a euro 5.000, mentre un incremento unitario che si manifesta nella fascia compresa tra euro 0,10 e 0,20 comporti un compenso aggiuntivo pari a euro 3.000. Dall'esempio si evince che in presenza di una relazione che si basa su una retta spezzata, così come avviene in presenza di relazioni di tipo lineare, l'amministratore ha sempre diritto a ricevere un compenso aggiuntivo all'aumentare dei valori assunti dall'indicatore di performance ma, diversamente dai compensi che si basano su relazioni lineari, l'ammontare di tale compenso varia una volta che sono state raggiunte predeterminate soglie. Nell'esempio analizzato, mentre un incremento dell'utile per azione da euro 0,04 e 0,05 genera per l'amministratore un compenso aggiuntivo pari a euro 5.000, un incremento dell'utile per azione da euro 0,10 a 0,11 genera per l'ammini-stratore un compenso aggiuntivo pari a euro 3.000. Se, invece, la relazione tra remunerazione e performance fosse stata di tipo lineare, un incremento unitario dell'utile per azione avrebbe comportato, a prescindere dal tipo di incremento, un compenso aggiuntivo dello stesso ammontare.

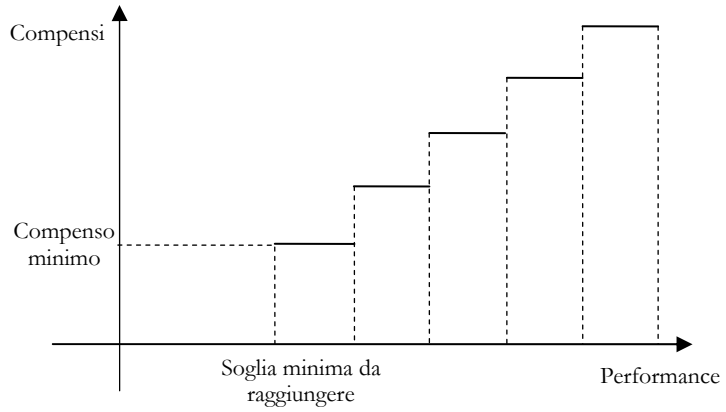
Figura 2.3. – Relazione basata su una retta spezzata tra remunerazione e performance.



Le relazioni a scalini attribuiscono compensi aggiuntivi solo al raggiungimento di predeterminate soglie di performance. In presenza di una relazione di questo tipo, per ottenere un compenso aggiuntivo non è sufficiente un incremento marginale delle perfomance, ma è necessario un miglioramento tale da eguagliare o superare la soglia, contrattualmente stabilita, che permetta il passaggio allo "scalino" successivo. Si ipotizzi una relazione a scalini tra compensi e valore assunto dall'utile per azione, secondo la quale è erogato un compenso minimo pari a euro 100.000 al raggiungimento di un utile per azione pari a euro 0,10 ed un ulteriore compenso pari a euro 100.000 al raggiungimento di un utile per azione pari a euro 0,20. In tal caso un incremento marginale dell'utile da euro 0,10 a 0,11 (e fino a euro 0,19) non genera alcuna remunerazione aggiuntiva per l'amministratore.

(22) Le relazioni basate su curve concave o convesse hanno un funzionamento analogo a quello delle relazioni basate su una retta spezzata. La differenza tra i due metodi consiste nel punto in cui varia il compenso aggiuntivo. Nelle relazioni con andamento non lineare il compenso aggiuntivo cambia a seguito di un qualsiasi spostamento effettuato lungo la curva, mentre nelle relazioni basate su rette spezzate il compenso aggiuntivo varia in seguito allo spostamento da un segmento all'altro della retta.

Figura 2.4. – Relazione a scalini tra remunerazione e performance.



A differenza dalle relazioni di tipo continuo, le relazioni a scalini attribuiscono un'importanza minore al miglioramento marginale delle performance degli amministratori. Tale aspetto rappresenta un pregio e, al tempo stesso, un limite dello strumento. È in grado di attenuare l'incentivo per gli amministratori alla manipolazione verso l'alto degli indicatori di perfomance legati alla remunerazione, quando il livello di performance si trova nella parte iniziale dello "scalino". Tuttavia, incrementa tale incentivo quando il livello delle performance è prossimo alla soglia al raggiungimento della quale è prevista l'erogazione del compenso aggiuntivo. Inoltre, relazioni di questo tipo creano un disincentivo per gli amministratori ad impegnarsi ad incrementare il valore dell'indicatore se reputano molto difficile raggiungere la soglia necessaria per ricevere il compenso aggiuntivo ([23]).

Oltre alle relazioni sopra descritte, il legame tra remunerazione e misura di performance può essere definito sulla base di formule più complesse oppure in base a valutazioni di carattere discrezionale effettuate dal soggetto valutatore ([24]).

Uno dei limiti comuni a tutte le tipologie di relazione tra remunerazione e performance precedentemente illustrate è rappresentato dalla presenza di asimmetria tra l'erogazione di "premi" e "punizioni". Secondo tali relazioni il conseguimento di alti livelli di performance è premiato attraverso l'attribuzione di compensi aggiuntivi, mentre non viene penalizzato il conseguimento di bassi livelli di performance ([25]). Possibili soluzioni a tale problema sono rappresentate dall'inserimento nel contratto di remunerazione di clausole che impongano agli amministratori di restituire parte del compenso variabile ricevuto se le performance peggiorano negli anni successivi ([26]) o dall'erogazione di parte dei compensi sotto forma di *restricted shares* ([27]).

---

(23) Cfr. A. RICCABONI, *Performance ed incentivi: il controllo dei risultati nella prospettiva economico-aziendale*, cit., p. 75.

(24) Altre tipologie di relazione tra remunerazione variabile e performance individuate in dottrina sono rappresentate dal *Modified Sum-of-Targets* e dalla cosiddetta « curva forzata ». Secondo il *Modified Sum-of-Targets* «...each plan participant is assigned a target bonus, and the sum of the target bonuses across individual participants defines a target bonus pool. At year-end, the actual bonus pool is determined by modifying the target pool up or down depending on whether actual performance exceeds or falls short of the performance standard. The pool is set to zero unless threshold performance is reached, and the pool is capped (typically at some multiple of the summed target bonuses). The bonus pool is typically divided among participants based on their individual target bonuses, although some portion of the pool may fund discretionary awards to recognize individual performance ». K. MURPHY, *Executive compensation*, cit., p. 2504.

La « curva forzata » è «...una specifica configurazione obbligatoria e definita a priori che esprime la distribuzione finale dei risultati dei soggetti sottoposti a valutazione. Secondo tale procedura, all'inizio dell'esercizio viene prevista la percentuale da attribuire a ogni classe di giudizio, ad esempio che il 10% del totale delle prestazioni venga valutato come eccellente, il 35% buono e così via. La curva forzata costituisce un forte stimolo a raggiungere sempre il massimo risultato possibile, elimina i difetti derivanti dall'eccessivo appiattimento dei risultati personali ma, allo stesso tempo, stimola in maniera eccessiva la concorrenza fra i manager operanti nella stessa unità economica ». A. RICCABONI, A. BACCI, E. NUCCI, *Il controllo del personale e della cultura interna e sistemi di valutazione e incentivazione*, in S. MARASCA, L. MARCHI, A. RICCABONI (a cura di), *Controllo di gestione: metodologie e strumenti*, Knowità Editore, 2008, p. 118.

(25) Cfr. M. CONYON, N. FERNANDES, M. FERREIRA. P. MATOS, K. MURPHY, *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, Working paper, 2010, p. 105.

(26) Si tratta dei cosiddetti meccanismi di *claw-back* che impongono agli amministratori di restituire parte della remunerazione ricevuta se si dovesse scoprire una manipolazione degli indicatori di performance in funzione dei quali era stata attribuita la remunerazione.

2.2.3. *Scelta dell'orizzonte temporale*

Gli amministratori dovrebbero operare secondo un orizzonte temporale di lungo termine ([28]), poiché l'impresa è un istituto economico atto a perdurare nel tempo ([29]).

L'orizzonte temporale di riferimento degli amministratori può essere influenzato dalle modalità secondo le quali viene costruita la loro remunerazione. La scelta degli indicatori di perfomance o l'orizzonte temporale che caratterizza lo strumento di remunerazione adottato può condizionare i comportamenti degli amministratori. Se, per esempio, un amministratore è remunerato esclusivamente in base al raggiungimento di obiettivi di breve termine, egli sarà incentivato ad attuare comportamenti volti a perseguire la creazione di valore nel breve termine, a scapito del lungo. Le attività che gli amministratori pongono in essere, per favorire la creazione di valore, possono richiedere del tempo prima che producano i risultati desiderati ([30]). Pertanto, è opportuno che, prima di retribuire gli amministratori, sia verificato l'effettivo raggiungimento dei risultati a cui la remunerazione è subordinata ([31]).

Nel breve termine gli azionisti non sono in grado di valutare le conseguenze prodotte dall'operato degli amministratori, a causa dell'asimmetria informativa esistente a favore di questi ultimi. Per tale motivo, è opportuno remunerare gli amministratori solo una volta che le conseguenze dei loro comportamenti si sono manifestate ([32]). Strumenti di remunerazione basati esclusivamente su risultati di breve termine possono incentivare gli amministratori a porre in essere comportamenti volti a massimizzare la propria funzione di utilità a scapito della creazione di valore per gli azionisti nel lungo periodo ([33]). A causa dell'opportunismo che può caratterizzare i soggetti umani e dell'asimmetria informativa presente nelle relazioni di agenzia tra amministratori ed azionisti, gli amministratori potrebbero, per esempio, porre in essere politiche di bilancio volte a orientare i parametri oggetto di valutazione al fine di percepire l'ammontare di remunerazione loro promesso ([34]).

L'uso di strumenti di remunerazione di lungo termine permette di limitare tali comportamenti, poiché solo durante un arco temporale di medio-lungo termine gli azionisti acquisiscono le informazioni necessarie per valutare l'operato degli amministratori ([35]). Strumenti di remunerazione

---

(27) I *restricted shares plans* sono piani che prevedono l'assegnazione di azioni la cui piena disponibilità è soggetta ad alcuni vincoli, quali, per esempio, la possibilità di cedere i titoli solo a seguito del decorso di un prestabilito periodo di tempo o solo a favore di determinate categorie di soggetti. L'uso di tale tipologia di piani fa sì che gli amministratori subiscano gli effetti di eventuali decrementi delle performance nei periodi successivi a quello in cui è stata assegnata la remunerazione. Infatti, se gli amministratori sono obbligati a detenere le azioni per un determinato periodo di tempo, l'eventuale decremento delle perfomance aziendali determinerà una riduzione nel valore delle azioni assegnate agli amministratori e, quindi, della loro ricchezza. Per un ulteriore approfondimento si rinvia a quanto osservato nel paragrafo 3.2.2.

(28) Cfr. B. HOLMSTRÖM, *Incentive Compensation: Practical Design from a Theory Point of View*, cit., p. 179; R. MONKS, N. MINOW, *Corporate governance*, 4th Edition, John Wiley & Sons, 2008, p. 43.

(29) Cfr. G. ZAPPA, *Le Produzioni nell'economia delle imprese*, Tomo I, Giuffrè, 1956., p. 37.

(30) Il tempo impiegato dalle azioni degli amministratori nel tradursi in risultati può dipendere da diversi fattori, tra cui il settore in cui un'impresa opera, la durata del ciclo produttivo dell'impresa, il tempo che gli investimenti effettuati impiegano per incominciare a produrre i risultati desiderati. Cfr. B. HOLMSTRÖM, *Incentive Compensation: Practical Design from a Theory Point of View*, cit., pp. 179-181.

(31) Cfr. B. HOLMSTRÖM, *Moral Hazard and Observability*, cit., pp. 74-91.

(32) A riguardo, si vedano, su tutti, i seguenti lavori: B. HOLMSTRÖM, *Moral Hazard and Observability*, cit., pp. 74-91; D. FUDENBERG, P. MILGROM, B. HOLMSTRÖM, *Short-Term Contracts and Long-Term Agency Relationships*, in Journal of Economic Theory, Vol. 51, N. 1, 1990, pp. 1-31; L. PENG, A. ROELL, *Manipulation and Equity-Based Compensation*, in American Economic Review, Vol. 98, N. 2, 2008, pp. 285-290.

(33) Cfr. R. ANTHONY, V. GOVINDARAJAN, D. MACRÌ, *Management control systems: tecniche e processi per implementare le strategie*, cit., pp. 394-395.

(34) Per un'analisi approfondita sulle problematiche delle politiche di bilancio si vedano, su tutti, in ordine cronologico, i seguenti lavori: F. DELLA PENNA, *Le forme aziendali*, Muglia Editore, 1942, p. 312 ss; D. AMODEO, *Le gestioni industriali produttrici di beni*, UTET, 1964, p. 456; M. CATTANEO, *Introduzione allo studio del bilancio d'esercizio nelle imprese*, CEIV Libreria Dante, 1966, pp. 47-48; P. ONIDA, *Natura e limiti della politica di bilancio*, in Rivista dei Dottori Commercialisti, Vol. 25, N. 6, 1974, p. 901 ss; K. SCHIPPER, *Commentary on earnings management*, in Accounting Horizons, Vol. 3, December, 1989, pp. 92-102; K. NASER, *Creative Financial Accounting. Its Nature and Use*, Prentice-Hall, 1993; G. SEVERINO, *Politiche di bilancio*, EBC, 1992, p. 59; J. BLASCO LANG, *De la contabilidad creativa al delito contable*, in Partida Doble, N. 85, 1998, p. 34, R. VERONA, *Le politiche di bilancio. Motivazioni e riflessi economico-aziendali*, Giuffrè, 2006, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

(35) Cfr. P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., pp. 432-433.

di lungo termine sono potenzialmente in grado di ridurre l'asimmetria informativa esistente tra amministratori ed azionisti, poiché consentono agli azionisti di verificare se le attività poste in essere dagli amministratori siano effettivamente orientate alla creazione di valore. Incoraggiano gli amministratori ad operare secondo una prospettiva di lungo periodo, evitando un'eccessiva focalizzazione sui risultati di breve termine.

Tuttavia, non è consigliabile remunerare gli amministratori ricorrendo esclusivamente a strumenti di lungo termine. Non ricompensare nel breve termine gli sforzi profusi dagli amministratori per favorire la creazione di valore nel lungo termine potrebbe ridurre il loro incentivo ad intraprendere azioni necessarie a tal fine. L'attesa dell'arrivo del lungo periodo per ricevere una ricompensa relativa agli sforzi attuati nel presente potrebbe demotivare gli amministratori e favorire lo sviluppo di frustrazione ([36]).

Un problema che non può essere superato neanche mediante il ricorso a strumenti di remunerazione di lungo periodo emerge in caso di interruzione nel rapporto di collaborazione tra amministratori e impresa. Gli amministratori potrebbero non essere interessati a mantenere una relazione duratura con l'impresa. Pertanto, essi potrebbero essere incentivati a focalizzarsi maggiormente nel breve termine, nonostante la presenza nel loro pacchetto retributivo di strumenti di lungo termine, in quanto intenzionati ad abbandonare l'incarico prima dell'eventuale assegnazione di tale retribuzione. Di conseguenza, potrebbe essere opportuno tenere conto del legame tra remunerazione e performance anche successivamente all'interruzione del rapporto di collaborazione tra gli amministratori e l'impresa. Essi dovrebbero essere premiati per risultati particolarmente favorevoli che sono stati ottenuti grazie al loro operato, ma che si sono manifestati successivamente all'interruzione del rapporto di collaborazione. D'altra parte, dovrebbe essere possibile chiedere loro la restituzione dei compensi ricevuti a seguito del raggiungimento di particolari risultati qualora emergesse che il conseguimento di tali risultati sia stato fittizio e/o abbia determinato una riduzione delle performance nel lungo periodo ([37]).

È necessario includere nella remunerazione degli amministratori un adeguato mix di strumenti di remunerazione immediata e differita che incoraggi gli amministratori ad operare secondo una prospettiva di lungo periodo, evitando un'eccessiva focalizzazione sul breve termine ([38]).

2.3. La valutazione delle performance

L'efficace funzionamento dei meccanismi di incentivazione, quale strumento per orientare i comportamenti degli amministratori, dipende dalla presenza di un sistema di valutazione delle performance in grado di stimare il l'effettivo impegno degli amministratori in maniera accurata ([39]).

Il sistema di valutazione adottato da un'impresa influenza l'operato degli amministratori e si articola principalmente nelle seguenti fasi:

- definizione degli obiettivi che gli amministratori devono raggiungere in un determinato intervallo temporale;
- valutazione delle prestazioni.

Gli obiettivi costituiscono l'oggetto a cui gli amministratori devono rivolgere i propri sforzi e

---

(36) Cfr. B. HOLMSTRÖM, *Incentive Compensation: Practical Design from a Theory Point of View*, cit., pp. 179-181.

(37) *Ibidem*.

(38) I compensi differiti svolgono anche la funzione di creare degli incentivi intertemporali e di favorire la permanenza degli amministratori nell'impresa. Ne sono un esempio gli incrementi del compenso base intervenuti in seguito al trascorrere di un determinato periodo di tempo e l'incremento del livello delle pensioni.

(39) « La valutazione è un processo volto a determinare il "valore" che ogni "manager" ha per l'impresa in cui è inserito e, quando è impostato razionalmente, si esplica mediante il reperimento sistematico di informazioni sul rendimento e sulle capacità "manageriali"e tecniche dimostrate nel lavoro da ciascun dirigente ». G. ZANDA, *La valutazione dei dirigenti*, cit., p. 49.

L'Autore, inoltre, evidenzia che un sistema di valutazione è efficace se è in grado di valutare: la capacità degli amministratori di conseguire gli obiettivi prestabiliti; l'eticità del comportamento dagli amministratori nello svolgimento delle proprie funzioni; la capacità degli amministratori grado di gestire in maniera adeguata le relazioni con i propri subordinati. *Ibidem*, pp. 107-111.

rappresentano i parametri di riferimento per la valutazione delle prestazioni ([40]). Devono essere definiti coerentemente con la strategia dell'impresa e in modo tale da stimolare l'allineamento degli interessi personali dell'amministratore con gli interessi degli azionisti ([41]).

Affinché un obiettivo possa essere definito tale deve possedere i requisiti di operatività, adeguatezza e verificabilità ([42]). È operativo se definisce delle finalità specifiche, che possono essere facilmente tradotte nelle attività che devono essere attuate per il conseguimento dell'obiettivo. L'adeguatezza esprime il grado di difficoltà nel raggiungimento dell'obiettivo: obiettivi il cui conseguimento risulti essere troppo difficile potrebbero produrre frustrazione dei soggetti ([43]), mentre obiettivi facilmente raggiungibili potrebbero non essere di stimolo al perseguimento di alti livelli di rendimento. La verificabilità di un obiettivo è fondamentale per valutare il suo grado di raggiungimento ([44]). Tale attività consiste nell'analisi dello scostamento tra il livello atteso di performance attesa e quello effettivamente realizzato. Il controllo è atto a verificare se l'amministratore sta operando allo scopo di raggiungere gli obiettivi, in modo da individuare gli eventuali interventi correttivi da attuare per garantirne il conseguimento. Il fine della valutazione è quello di apprezzare le capacità manageriali degli amministratori e di verificare l'effettivo impegno da essi profuso nel perseguimento degli interessi degli azionisti.

Le performance degli amministratori possono essere stimate mediante:

- sistemi di valutazione di tipo oggettivo
- sistemi di valutazione di tipo soggettivo ([45])
- sistemi di valutazione comparativa.

2.3.1. *Sistemi di valutazione oggettiva*

I sistemi di valutazione oggettiva valutano il rendimento degli amministratori sulla base del valore assunto dalle misure di performance utilizzate per stimare il raggiungimento degli obiettivi. Affinché un indicatore possa essere ritenuto capace di stimare il raggiungimento di un obiettivo deve possedere le seguenti caratteristiche:

- coerenza, ossia capacità di stimare l'effettivo raggiungimento di un obiettivo;
- precisione, ovvero capacità di misurare nella maniera più corretta possibile l'effettivo il raggiungimento di un determinato obiettivo;
- oggettività, ossia capacità di produrre una valutazione che possa essere verificata da soggetti terzi. Per essere oggettivo un indicatore deve essere osservabile, verificabile e riferirsi agli scenari previsti nel contratto ([46]);
- tempestività, le prestazioni degli amministratori devono essere rilevate in tempi brevi;

---

(40) « A goal is what an individual is trying to accomplish; it is the object or aim of an action ». E. LOCKE, L. SAARI, K. SHAW, G. LATHAM, *Goal Setting and Task Performance: 1969-1980*, in Psychological Bulletin, Vol. 90, N. 1, 1981, pp. 125-152.

(41) Per maggiori approfondimenti si veda H. LEVINSON, *Management by Whose Objectives?*, in Harvard Business Review, Vol. 48, July-August, 1970, pp. 107-116.

(42) Cfr. G. ZANDA, *La valutazione dei dirigenti*, cit., p. 146.

(43) Si vedano in merito: A. STEDRY, E. KAY, *The effects of goal difficulty on performance: A field experiment*, in Behavioral Science, Vol. 11, N. 6, 1966, pp. 459-470; E. LOCKE, L. SAARI, K. SHAW, G. LATHAM, *Goal Setting and Task Performance: 1969-1980*, cit., pp. 125-152, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

(44) Il problema della verificabilità riguarda in particolare gli obiettivi qualitativi. Tali obiettivi sono, per natura, non verificabili. Tuttavia, l'assenza di tale caratteristica non è condizione sufficiente per giustificare la loro esclusione, né per cercare di tradurli necessariamente in obiettivi quantitativi. Occorre, invece, cercare di rendere tali obiettivi verificabili attraverso la specificazione delle caratteristiche delle attività che devono essere attuate per il loro raggiungimento ed i tempi entro i quali tali attività devono essere attuate. In merito, si veda: G. ZANDA, *La valutazione dei dirigenti*, cit., pp. 152-153, ove ulteriori riferimenti.

(45) « In teoria e nelle applicazioni aziendali, l'apprezzamento del rendimento è basato ora sugli effettivi risultati conseguiti in rapporto agli obiettivi quantitativi assegnati, ora su un giudizio soggettivo del valutatore, il quale non volendo o non potendo misurare il rendimento in relazione ad obiettivi quantificabili e verificabili, si limita, appunto, a fare generiche considerazioni circa l'attitudine della condotta del valutando a soddisfare gli interessi aziendali ». *Ibidem*, cit., p. 50.

(46) « We define objective performance measures as measures that can be used in court-enforceable contracts. Under this definition, objective measures must be not only observable and verifiable, but must relate to states of the world anticipated in the contract ». K. MURPHY, P. OYER, *Discretion in Executive Incentive Contracts*, GSB Stanford University Working Paper, 2003, p. 4.

- comprensibilità, le modalità di calcolo dell'indicatore devono essere facilmente comprensibili in modo che il soggetto valutato sia in grado di capire quali comportamenti devono essere attuati per influenzare i valori assunti dall'indicatore ([47]).

Il principale vantaggio dei sistemi di valutazione di tipo oggettivo è quello di produrre delle valutazioni che possono essere verificate da soggetti terzi. Tuttavia, presentano diversi limiti ([48]).

Il limite principale sorge in situazioni caratterizzate da un elevato grado di incertezza, quando gli indicatori utilizzati possono subire influenze da parte di fattori esterni ([49]). Tali influenze possono portare a premiare gli amministratori a fronte di performance apparentemente positive oppure a penalizzarli a fronte di performance apparentemente negative. Si ipotizzi, per esempio, che la remunerazione di un amministratore sia legata al raggiungimento di un predeterminato valore del prezzo di mercato delle azioni. L'incremento del prezzo delle azioni può essere influenzato da fattori fuori dal controllo dall'amministratore, premiandolo (o penalizzandolo) in tal modo a seguito di un incremento (decremento) generale dei prezzi delle azioni dovuto a cause a lui non imputabili. Occorre, pertanto, individuare dei meccanismi che isolino gli amministratori dall'influenza di fattori esterni, quando questi non siano controllabili ([50]).

Un secondo importante limite dei sistemi di valutazione oggettiva è rappresentato dalla possibilità di incentivare gli amministratori all'attuazione di comportamenti che producono conseguenze indesiderate. Gli amministratori potrebbero porre in essere delle attività volte a massimizzare l'ammontare della propria remunerazione, a scapito della creazione di valore per gli azionisti ([51]). Per esempio, essi potrebbero focalizzarsi esclusivamente sul raggiungimento degli obiettivi prefissati, in quanto oggetto di valutazione, e trascurare altre attività che invece possono contribuire maggiormente alla creazione di valore per l'impresa ([52]), oppure manipolare i risultati per mostrare performance più elevate di quelle effettivamente raggiunte ([53]).

Ulteriori limiti sono rappresentanti dalla difficoltà di individuare gli indicatori mediante i quali misurare le performance ([54]) o nel definire le soglie al cui raggiungimento l'amministratore acquisisce il diritto alla remunerazione ([55]), nonché nel sostituire gli indicatori (o le soglie), entro tempi

---

(47) Cfr. A. RICCABONI, *Performance ed incentivi, il controllo dei risultati nella prospettiva economico-aziendale*, cit., pp. 58-59.

(48) Per un'analisi approfondita dei limiti dei sistemi di valutazione oggettiva si vedano, su tutti, in ordine cronologico, i seguenti lavori: G. BAKER, M. JENSEN, K. MURPHY, *Compensation and Incentives: Practice vs. Theory*, cit., pp. 593-616; E. LAWLER III, *Strategic Pay: Aligning Organizational Strategies and Pay Systems*, Jossey-Bass, 1990; G. BAKER, *Incentive Contracts and Performance Measurement*, cit., pp. 598-614; G. BAKER, R. GIBBONS, K. MURPHY, *Implicit Contract and the Theory of the Firm*, cit., pp. 25-26; R. GIBBONS, *Incentives in Organizations*, cit., pp. 115-132.

(49) « Chi progetta sistemi espliciti di valutazione delle performance corre sempre il grave rischio di cadere nella trappola dell'oggettività, che consiste nel proporre formule meccanicistiche a fronte di una realtà scarsamente conosciuta e di un futuro poco prevedibile e influenzabile » G. AIROLDI, *La rimunerazione degli amministratori: tra organizzazione e corporate governance*, in G. AIROLDI, A. ZATTONI (a cura di), *Piani di stock option. Progettare la retribuzione del top management*, Egea, 2001, p. 64.

(50) «...management compensation should therefore be based on performance measured relative to the performance of all firms or firms in the same industry, rather than on absolute measures of firm performance. The theory is compelling but imprecise; managers should not be insulated from outside factors if they can take actions that reduce the firm's exposure to losses from such sources ». G. BAKER, M. JENSEN, K. MURPHY, *Compensation and Incentives: Practice vs. Theory*, cit., p. 611.

(51) Cfr. G. BAKER, R. GIBBONS, K. MURPHY, *Subjective Measures in Optimal Incentive Contracts*, cit., p. 1126.

(52) Cfr. B. HOLMSTRÖM, P. MILGROM, *Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design*, cit., pp. 24-52.

(53) A riguardo si vedano, fra gli altri, i seguenti studi: E. BARTOV, P. MOHANRAM, *Private information, earnings manipulations and executive stock-option exercises*, in The Accounting Review, Vol. 79, N. 4, 2004, pp. 889-920; J. HARRIS, P. BROMILEY, *The Influence of Executive Compensation and Firm Performance on Financial Misrepresentation*, in Organization Science, Vol. 18, N. 3, 2007, pp. 350-367; M. JENSEN, K. MURPHY, E. WRUCK, *Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, cit., p. 68 ss; J. RONEN, V. YAARI, *Earnings Management. Emerging Insights in Theory, Practice, and Research*, Springer, 2008, p. 80 ss, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

(54) Per valutare le performance degli amministratori sono usati principalmente indicatori di tipo contabile o di mercato. Cfr. K. MURPHY, *Executive compensation*, pp. 2499-2507.

(55) Le soglie possono essere determinate in base agli obiettivi stabiliti a livello di budget, alle performance realizzate in passato o alle performance delle imprese concorrenti (o che operano in settori simili). Possono avere natura discrezionale, se basati su valutazioni effettuate da appositi organi, o essere determinati in misura fissa, se per esempio definiti in termini percentuali dell'indicatore di performance considerato, prescindendo da comparazioni temporali o settoriali. Definire gli standard di performance sulla base delle performance passate può originare il cosiddetto effetto « ratchet », che consiste nella pratica di definire standard di performance più elevati rispetto alle performance realizzate in passato. Tale pratica può disincentivare gli amministratori al conseguimento di livelli di performance elevati per evitare un incremento dello standard da raggiungere nel periodo successivo. In maniera analoga, l'uso di standard di performance basati sul budget può indurre gli amministratori ad evitare azioni che,

ragionevoli, nel caso in cui si rivelassero poco adeguati ([56]). A causa della mutevolezza che caratterizza l'ambiente in cui l'impresa opera, criteri e soglie che potevano essere considerati adeguati al momento della stipula del contratto possono diventare inadeguati al momento della valutazione delle prestazioni degli amministratori ([57]).

Un buon sistema di valutazione delle performance degli amministratori deve essere in grado di superare tali limiti. Possibili soluzioni in tal senso sono rappresentate dall'utilizzo di valutazioni di tipo soggettivo o di valutazioni comparative.

2.3.2. *Sistemi di valutazione soggettiva*

I sistemi di incentivazione basati su parametri di tipo soggettivo legano la remunerazione degli amministratori ai risultati delle valutazioni effettuate da parte di un soggetto terzo ([58]), solitamente costituito dal consiglio di amministrazione. Permettono di superare i limiti degli indicatori di performance di tipo oggettivo, infatti, sono utilizzati soprattutto nelle situazioni caratterizzate da maggiore incertezza, quando risulta difficile, se non impossibile, misurare oggettivamente le performance degli amministratori ([59]).

I sistemi di valutazione soggettiva presentano la flessibilità necessaria per limitare gli effetti che possibili influenze esterne e/o l'attuazione di politiche di bilancio possono esercitare sugli indicatori di tipo oggettivo ([60]). Valutazioni di tipo soggettivo sono auspicabili quando non è possibile quantificare alcuni aspetti delle prestazioni realizzate dagli amministratori. Un esempio, in tal senso, è rappresentato dall'attuazione da parte degli amministratori di azioni che, sebbene determinino un miglioramento delle performance attuali dell'impresa, la espongono al sostenimento di perdite negli esercizi successivi ([61]). Inoltre, a differenza delle misure di performance oggettive che devono essere individuate in via anticipata, le valutazioni soggettive vengono effettuate *ex-post* ([62]).

Nonostante i pregi precedentemente indicati, i sistemi di valutazione soggettiva presentano anche una serie di limiti. Diversamente dalle valutazioni oggettive, che possono essere verificate ex-post da terzi soggetti, la valutazione soggettiva non possiede il requisito della verificabilità. Pertanto, il rischio delle valutazioni soggettive è quello di attribuire un'eccessiva discrezionalità al soggetto valutatore. Un uso non corretto della discrezionalità da parte del consiglio di amministrazione potrebbe determinare valutazioni troppo generose (o, al contrario, poco generose) delle performance degli amministratori. Alcuni studi hanno evidenziato che mediante sistemi di valutazione soggettiva le prestazioni dei soggetti vengono valutate in maniera eccessivamente favorevo-

---

seppure in grado di contribuire alla creazione di valore per l'azienda, possano determinare un aumento degli obiettivi nei periodi successivi. *Ibidem*, pp. 2499-2507.

(56) Cfr. G. BAKER, M. JENSEN, K. MURPHY, *Compensation and Incentives: Practice vs. Theory*, cit., pp. 593-616.

(57) Cfr. K. MURPHY, P. OYER, *Discretion in Executive Incentive Contracts*, cit., p. 7.

(58) « Subjective performance measures, in contrast, are measures that are observable to the supervisor, but are not verifiable by the courts (and need not be perfectly observable by the subordinate). In addition, subjective measures can include ex post assessments based on resolutions of uncertainty and on realizations of states not anticipated in the incomplete objective contract ». *Ibidem*, p. 5.

(59) Nelle situazioni in cui non è possibile definire adeguatamente gli obiettivi di performance potrebbe risultare difficoltoso utilizzare indicatori oggettivi a cui legare la remunerazione, a meno che non possano essere individuati degli indicatori che forniscano una buona stima della performance complessiva. Cfr. P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., p. 394.

(60) « Sistemi di valutazione delle performance che modificano a posteriori le retribuzioni possono apparire, a prima vista, non oggettivi e quindi iniqui, fonti di incertezza; in realtà, se governati da persone sagge e corrette, son i soli meccanismi efficaci per garantire la nostra incapacità di prevedere il futuro ». G. AIROLDI, *La rimunerazione degli amministratori: tra organizzazione e corporate governance*, cit., pp. 63-65.

(61) Cfr. R. ANTHONY, D. HAWKINS, D. MACRÌ, K. MERCHANT, *Sistemi di controllo: analisi economiche per le decisioni aziendali*, cit., p. 368.

(62) « Assessments of ex post deviations from contract will be incorporated into contracts on an ex ante basis; for example, through an adjustment of the manager's wage ». E. FAMA, *Agency Problem and the Theory of the Firm*, cit., p. 296.

le ([63]). Ciò potrebbe favorire un incremento della remunerazione di coloro che conseguono bassi livelli di perfomance, senza però determinare un aumento in quella dei soggetti le cui prestazioni figurano ai livelli superiori ([64]). Una remunerazione così configurata offre pochi incentivi agli amministratori: l'esigua differenza tra i compensi promessi per elevati livelli di performance e quelli promessi per perfomance di livelli inferiori potrebbe non essere sufficiente ad incentivare un maggiore impegno da parte di tali soggetti. È opportuno evidenziare, inoltre, che i sistemi di valutazione di tipo soggettivo possono non essere apprezzati né dai valutatori, che poterebbero trovare difficile e poco gradevole valutare le prestazione dei sottoposti ([65]), né dai soggetti valutati, che potrebbero riporre poca fiducia nel giudizio dei valutatori ([66]).

2.3.3. *Sistemi di valutazione comparativa*

I meccanismi di valutazione comparativa possono essere sia di tipo soggettivo sia di tipo oggettivo. Nel presente lavoro saranno trattati i meccanismi appartenenti a quest'ultima tipologia, poiché la comparazione assume maggiore importanza in presenza di valutazioni di tipo oggettivo. La comparazione permette di isolare gli effetti esercitati da fattori esterni sulla valutazione delle performance, effetti che nelle valutazioni di tipo soggettivo possono essere controllati mediante l'esercizio di discrezionalità da parte del soggetto valutatore.

I meccanismi di valutazione comparativa legano l'erogazione del compenso variabile alla comparazione tra i risultati conseguiti dal soggetto valutato con quelli conseguiti da soggetti che svolgono compiti analoghi. L'uso di meccanismi di questo tipo permette di isolare, in parte, gli effetti prodotti da influenze esterne sulla valutazione oggettiva delle performance degli amministratori ([67]). I fattori che influiscono, in maniera positiva o negativa, sulle prestazioni di un dato amministratore avranno un'influenza molto probabilmente anche su quelle degli amministratori che gestiscono imprese operanti nello stesso settore ([68]).

Il principale limite dei meccanismi di valutazione comparativa è rappresentato dalla difficoltà (o dall'eccessiva onerosità), di reperire, con riferimento a taluni indicatori, le informazioni sulle prestazioni dei concorrenti ([69]). Tale limite non è presente, se non in forma minore, con riferimento alla remunerazione degli amministratori di imprese quotate ([70]): in tali situazioni reperire le informazioni sulle performance delle imprese concorrenti non è particolarmente oneroso. I principali indicatori economico-finanziari sono riportati all'interno dei bilanci periodicamente redatti delle imprese e pubblicamente disponibili. Analogamente, l'andamento dei prezzi delle azioni delle imprese concorrenti è liberamente disponibile senza il sostenimento di costi rilevanti.

---

(63) Si vedano in merito: C. PRENDERGAST, R. TOPEL, *Discretion and bias in performance evaluation*, in Economic European Review, Vol. 37, N. 2-3, 1993, pp. 355-365; C. PRENDERGAST, R. TOPEL, *Favoritism in Organizations*, in The Journal of Political Economy, Vol. 104, N. 5, 1996, pp. 958-978, ove ulteriori riferimenti.

(64) Cfr. G. BAKER, M. JENSEN, K. MURPHY, *Compensation and Incentives: Practice vs. Theory*, cit., pp. 593-616.

(65) Cfr. P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., pp. 404-408.

(66) Cfr. G. BAKER, M. JENSEN, K. MURPHY, *Compensation and Incentives: Practice vs. Theory*, cit., pp. 593-616, ove ulteriori riferimenti.

(67) Cfr. B. HOLMSTRÖM, *Moral Hazard in Teams*, cit., pp. 324-340.

(68) Cfr. R. GIBBONS, K. MURPHY, *Relative Performance Evaluation for Chief Executive Officers*, in Industrial and Labor Relations Review, Vol. 43, N. 3 (Special Issue), 1990, pp. 30-51.

(69) *Ibidem*.

Inoltre, meccanismi di valutazione comparativa potrebbero incentivare l'attuazione di comportamenti indesiderati da parte dei soggetti oggetto di valutazione. Questi ultimo potrebbero, porre in essere azioni volte a ostacolare il lavoro dei colleghi, appartenenti al gruppo di comparazione, al fine di abbassare il livello di performance che questi sono in grado di raggiungere, oppure accordarsi con questi ultimi per abbassare il livello delle perfomance realizzate, garantendosi in tal modo i compensi promessi dall'impresa senza il sostenimento di uno sforzo eccessivo. Cfr. P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., pp. 367-369.

(70) Cfr. R. GIBBONS, K. MURPHY, *Relative Performance Evaluation For Chief Executive Officers*, cit., pp. 30-51.

Figura 2.5. – Vantaggi e svantaggi dei sistemi di valutazione.

	VANTAGGI	SVANTAGGI
VALUTAZIONI OGGETTIVE	- verificabili da soggetti terzi	- influenzabili da fattori non controllabili dai soggetti valutati - manipolabili dal soggetto valutato - poco flessibili
VALUTAZIONI SOGGETTIVE	- limitano gli effetti di influenze esercitate da fattori non controllabili dai soggetti valutati - flessibili	- non verificabili da soggetti terzi - possibile uso distorto della discrezionalità attribuita a al valutatore
VALUTAZIONI COMPARATIVE	- limitano gli effetti di influenze esercitate da fattori non controllabili dai soggetti valutati comuni al gruppo di comparazione - oggettive e verificabili da terze parti	- stimolano collusione con i soggetti con i quali le performance sono confrontate - stimolano l'attitudine ad ostacolare le prestazioni dei soggetti con i quali le performance sono confrontate - costo di misurazione potenzialmente elevato

2.4. Tipologie di strumenti di remunerazione

Gli strumenti utilizzati per remunerare gli amministratori possono essere distinti in diverse tipologie in base ai seguenti criteri:

- legame intercorrente tra remunerazione e performance
- natura del compenso
- differimento tra il momento in cui la prestazione è eseguita e il momento in cui la remunerazione è corrisposta.

In base al legame tra remunerazione e performance, è possibile distinguere tra:

- remunerazione fissa, costituita dall'insieme dei compensi che vengono corrisposti in seguito al decorrere di un determinato periodo di tempo e il cui ammontare non dipende dalle performance realizzate dagli amministratori ([71]). La remunerazione fissa per eccellenza è rappresentata dal compenso base. Possono rientrare all'interno di questa categoria anche le pensioni, le indennità di fine rapporto e i *fringe benefits*.
- remunerazione variabile, formata da quella parte dei compensi il cui ammontare è legato, direttamente o indirettamente, all'andamento delle performance del singolo amministratore, di un gruppo, o della società ([72]). Sono compensi variabili i bonus e i compensi basati su azioni.

In relazione alla natura del compenso, la remunerazione può essere classificata in:

- remunerazione monetaria, costituita da tutti i compensi corrisposti agli amministratori in denaro. Fanno parte di questa categoria i compensi base, i bonus monetari, le pensioni e le buone uscite, quando corrisposte in denaro.
- remunerazione non monetaria, include tutti i compensi aventi natura differente dal denaro, quali i compensi basati su azioni e i *fringe benefits*.

In base al differimento tra il momento in cui viene eseguita la prestazione e il momento in cui viene corrisposta la remunerazione, si individuano:

- remunerazione immediata, rappresentata dai compensi che vengono attribuiti in maniera contestuale all'esecuzione della prestazione.
- remunerazione differita, comprende tutti i compensi che vengono erogati in un momento futuro successivo all'esecuzione della prestazione.

Nella prassi, la remunerazione degli amministratori si compone tipicamente dei seguenti elementi:

- il compenso base
- i bonus monetari

(71) In merito è opportuno evidenziare che in taluni casi è possibile riscontrare un legame tra compensi fissi e performance. Ci si riferisce ai cosiddetti incrementi salariali, ovvero agli adeguamenti effettuati sul compenso base al fine di riflettere le performance realizzate negli anni precedenti.

(72) Cfr. P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, organization and management*, cit., p. 389.

- i *fringe benefits*
- i compensi basati su azioni
- i piani pensionistici
- le indennità di fine rapporto ([73]).

2.4.1. *Il compenso base*

Il compenso base rappresenta il compenso monetario percepito dagli amministratori in cambio della prestazione erogata a favore dell'impresa. È corrisposto generalmente in base al decorrere di un determinato periodo di tempo e il suo ammontare non è correlato alle performance realizzate dell'amministratore, bensì alle competenze e/o al tipo di incarico ricoperto all'interno dell'impresa. Il suo ammontare, sebbene rappresenti solo una parte del pacchetto retributivo, costituisce un elemento fondamentale della remunerazione complessiva. Si tratta, infatti, della componente preferita dai soggetti caratterizzati da un'elevata avversione al rischio in quanto certa sia nell'ammontare sia nel momento dell'erogazione ([74]). Inoltre, costituisce nella prassi un parametro di riferimento per la determinazione di remunerazione aggiuntive ([75]).

Per la determinazione dell'ammontare del compenso base da corrispondere agli amministratori, e all'amministratore delegato in particolar modo, è prassi diffusa ricorrere a forme di comparazione con i compensi corrisposti agli amministratori di imprese concorrenti od operanti in specifici settori ([76]). Tuttavia, l'utilizzo di forme di comparazione è risultato essere contro-produttivo. Mediante tale approccio i compensi base sono stabiliti mediante una comparazione con i compensi considerati "competitivi", ovvero quelli aventi un valore superiore al livello mediano ([77]). Ciò ha favorito l'innalzarsi del livello dei compensi base erogati agli amministratori oltre tale livello. Inoltre, poiché tali comparazioni venivano effettuate avendo come punto di riferimento le imprese di dimensioni analoghe, il loro utilizzo ha favorito il rafforzarsi del legame tra remunerazione e dimensione aziendale ([78]) e fatto sì che elementi importanti quali età, competenze, esperienze dell'amministratore, nonché le performance realizzate, non venissero presi in considerazione ([79]).

2.4.2. *I bonus*

I bonus costituiscono una forma di remunerazione variabile, in genere di carattere monetario e orientata al breve termine ([80]). Sono compensi la cui attribuzione è subordinata alla valutazione

---

(73) Si tratta dei principali elementi che possono essere inclusi all'interno della remunerazione di un amministratore, ma che non necessariamente fanno parte di essa. La remunerazione può essere composta dal solo compenso base.

(74) Si vedano in merito: K. MURPHY, *Executive compensation*, cit., pp. 2497-2498; L. LYNCHA, S. PERRY, *An overview of management compensation*, in Journal Accounting Education, Vol. 21, N. 1, 2003, pp. 43-60.

(75) I bonus sono espressi generalmente come percentuale del compenso base corrisposto agli amministratori. Analogamente, i piani pensionistici così come altre tipologie di benefici (quali ad esempio assicurazioni sanitarie) sono determinati in base al valore dei compensi base erogati. Cfr. K. MURPHY, *Executive compensation*, cit., pp. 2297-2498; C. SMITH, R. WATTS, *Incentive and Tax Effects of Executive Compensation Plans*, in Australian Journal of Management, Vol. 7, N. 2, 1982, pp. 139-157.

(76) Cfr G. BAKER, M. JENSEN, K. MURPHY, *Compensation and incentives: practice vs. theory*, cit., pp. 609-610. K. MURPHY, *Executive compensation*, cit., pp. 2497–2517.

(77) «…since salaries below the 50th percentile are often labeled "below market" while those between the 50th and 75th are considered "competitive," the surveys have contributed to a "ratchet" effect in base salary levels ». K. MURPHY, *Executive compensation*, cit., pp. 2497-2498.

(78) Cfr. G. BAKER, M. JENSEN, K. MURPHY, *Compensation and incentives: practice vs. theory*, cit., pp. 609-610; K. MURPHY, *Executive compensation*, cit., pp. 2497-2498; S. ROSEN, *Contracts and the Market for Executives*, cit., p. 186.

(79) «…while the surveys adjust for company size and (less frequently) industry, they do not contain criteria many labor economists consider relevant for predicting earnings levels, including age, experience, education, and performance. Moreover, company size is at best an imperfect proxy for managerial skill requirements, job complexity, and span of control. Thus, to the extent that base salaries reflect any of these potentially important variables, they are reflected in discretionary adjustments in the target percentiles rather than incorporated as formal criteria ». K. MURPHY, *Executive compensation*, cit., p. 2498.

(80) L'attribuzione dei bonus si basa, in generale, sui risultati realizzati nell'arco di un anno. Cfr. R. ANTHONY, D. HAWKINS, D. MACRÌ, K. MERCHANT, *Sistemi di controllo: analisi economiche per le decisioni aziendali*, cit., pp. 368-369; R. KAPLAN, A. ATKINSON,

delle performance realizzate nell'arco di un determinato periodo di riferimento ([81]). Nessun ammontare è corrisposto sino a quando un determinato livello del parametro di performance è raggiunto. I bonus possono essere strutturati secondo criteri differenti. È possibile effettuare una prima distinzione tra bonus erogati in base ad una specifica formula (l'erogazione del bonus dipende, pertanto, da una valutazione di carattere oggettivo) e bonus attribuiti in base a valutazioni soggettive effettuate dal consiglio di amministrazione, o, ove istituito, dal comitato per la remunerazione ([82]). I bonus basati su valutazioni di carattere oggettivo vengono erogati in base al raggiungimento di indicatori di performance generalmente legati al breve termine ([83]) e di natura contabile ([84]). Tra i più utilizzati è possibile annoverare i ricavi di vendita, l'utile, il risultato operativo, il ROI, l'EVA, l'utile per azione etc.

In generale, gli elementi essenziali che caratterizzano un bonus sono:

- gli indicatori di perfomance
- gli standard di performance
- la relazione intercorrente tra l'erogazione del bonus e le performance realizzate dal soggetto beneficiario ([85]).

Gli standard di performance sono i parametri rispetto ai quali misurare la performance realizzata. Con riferimento ai bonus questi sono normalmente determinati in base agli obiettivi stabiliti a livello di budget, alle performance aziendali realizzate in passato o a quelle realizzate dalle imprese concorrenti od operanti in settori simili. Possono avere natura discrezionale, se basati su valutazioni soggettive operate da appositi organi, o essere determinati in misura fissa, se per esempio definiti in termini percentuali dell'indicatore di performance considerato, prescindendo da comparazioni temporali o settoriali ([86]). Definire gli standard di performance sulla base delle performance passate può originare il cosiddetto "*ratchet effect*", ovvero una definizione di standard di performance più elevati rispetto alle performance realizzate in passato ([87]). Tale pratica può disincentivare l'amministratore al conseguimento di livelli di performance elevati al fine di evitare un incremento dello standard da raggiungere nel periodo successivo, ed una conseguente difficoltà nel raggiungerli. In maniera analoga, l'utilizzo di standard di performance basati sul budget può disincentivare l'attuazione di comportamenti che, seppure in grado di contribuire alla creazione di valore per l'azienda, possano determinare un aumento degli obiettivi di budget relativi ai periodi successivi.

La relazione intercorrente tra l'erogazione del bonus e le performance realizzate assume, nella pratica, carattere lineare e si caratterizza per la fissazione di un livello minino di performance, al raggiungimento del quale è erogato il bonus minimo, e un livello massimo, superato il quale non è corrisposto alcun bonus aggiuntivo ([88]). L'intervallo che intercorre tra la soglia minima e la soglia

---

Advanced Management Accounting, cit., pp. 819-820; L. LYNCHA, S. PERRY, *An overview of management compensation*, cit., p. 47; P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, organization and management*, cit., p. 389.

(81) I bonus sono definiti come « a nominally variable amount, often paid as a lump sum, at the discretion of the firm's directors. May be tied to performance, either implicitly or through an explicit formula ». P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, organization and management*, cit., p. 389.

(82) « La quota di bonus valutata soggettivamente si riferisce agli aspetti non quantificabili della prestazione, come per esempio l'adozione da parte del manager di una qualche azione che, pur avendo migliorato i risultati dell'esercizio, potrebbe in futuro rivelarsi rischiosa per l'impresa ». R. ANTHONY, D. HAWKINS, D. MACRÌ, K. MERCHANT, *Sistemi di controllo: analisi economiche per le decisioni aziendali*, cit., p. 368.

(83) Le imprese possono, inoltre, ricorrere ad indicatori di mercato che legano il bonus all'andamento delle azioni nel mercato finanziario o indicatori sulla performance individuale del manager sia di carattere oggettivo che soggettivo.

(84) Cfr. R. ANTHONY, D. HAWKINS, D. MACRÌ, K. MERCHANT, *Sistemi di controllo: analisi economiche per le decisioni aziendali*, cit., pp. 368-369; R. HOLTHAUSEN, D. LARCKER, R. SLOAN, A*nnual bonus schemes and the manipulation of earnings*, in Journal of Accounting and Economics, Vol. 19, N. 1, 1995, pp. 29-74; L. LYNCHA, S. PERRY, *An overview of management compensation*, cit., p. 48; K. MURPHY, *Executive compensation*, cit., pp. 2498-2507; C. SMITH, R. WATTS, *Incentive and Tax Effects of Executive Compensation Plans*, cit., pp. 139-157.

(85) « In spite of substantial heterogeneity across companies and industries, executive bonus plans can be categorized in terms of three basic components: performance measures, performance standards, and the structure of the pay-performance relation ». K. MURPHY, *Executive compensation*, cit. p. 2499.

(86) Cfr. K. MURPHY, *Executive compensation*, pp. 2499-2507.

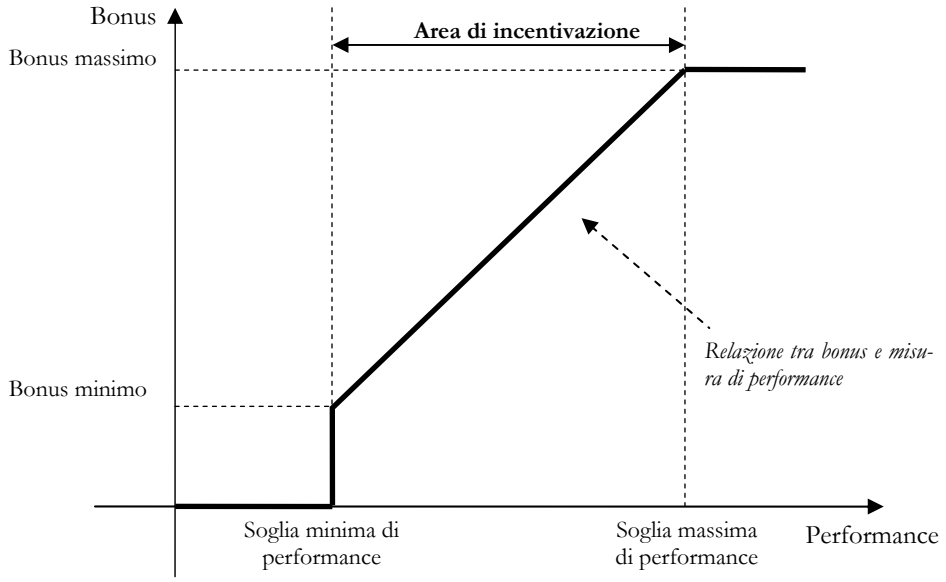
(87) Cfr. P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, organization and management*, cit., pp. 233-236.

(88) Cfr. K. MURPHY, *Executive compensation*, pp. 2499-2507.

massima costituisce il cosiddetto intervallo di incentivazione ([89]).

L'inserimento di una soglia minima è finalizzato all'attribuzione di un compenso solo al conseguimento di un livello di performance considerato soddisfacente. L'imposizione di un limite massimo si fonda sull'ipotesi secondo la quale il massimo compenso attribuibile garantisce una remunerazione adeguata ed è in grado di stimolare gli amministratori all'attuazione di uno sforzo incrementale per il miglioramento delle performance, mentre compensi di ammontare superiore produrrebbero livelli di incentivazione addizionale di scarso rilievo ([90]). Tuttavia, l'inserimento di tali soglie comporta una serie di svantaggi, dovuti al sorgere di comportamenti opportunistici da parte degli amministratori. Qualora questi ultimi ritengano di non essere in grado di raggiungere il livello minimo di performance, l'inserimento di una soglia minima favorisce comportamenti volti a rinviare agli esercizi successivi l'attuazione di investimenti che possono incrementare le performance ed anticipare all'esercizio in essere quelli che possono diminuirle. Se le performance degli amministratori sono vicine al limite minimo, ma non sono in grado di raggiungerlo, l'inserimento di soglie di questo tipo può favorire l'attuazione di politiche volte ad incrementare il valore dell'indicatore di performance oltre il limite stabilito, anche attraverso l'attuazione di azioni che possono distruggere valore negli esercizi successivi ([91]). L'inserimento di limiti massimi, invece, disincentiva gli amministratori a migliorare le performance dell'esercizio oltre la soglia a cui corrisponde il compenso massimo e stimola comportamenti volti a rinviare agli esercizi successivi l'attuazione di investimenti che possono incrementare il valore dell'indicatore di performance oltre tale soglia ([92]).

Figura 2.6. – Relazione lineare tra remunerazione e performance con limiti minimi e massimi



Fonte: Ns. rielaborazione da K. MURPHY, *Executive compensation*, cit., p. 2492.

(89) Cfr. K. MURPHY, *Executive compensation*, cit., pp. 2499-2507; R. INDJEJIKIAN, D. NANDA, *Executive Target Bonuses and What They Imply about Performance Standards*, in The Accounting Review, Vol. 77, No. 4, 2002, pp. 793-819.

(90) Cfr. A. RICCABONI, *Performance ed incentivi: il controllo dei risultati nella prospettiva economico-aziendale*, cit., pp. 75-76.

(91) Per un'analisi di tali limiti si rimanda a quanto riportato in R. ANTHONY, V. GOVINDARAJAN, D. MACRÌ., *Management control system: tecniche e processi per implementare le strategia*, cit. pp. 391-392.; M. CONYON, N. FERNANDES, M. FERREIRA. P. MATOS, K. MURPHY, *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, cit., pp. 105-107.

(92) Cfr. R. ANTHONY, V. GOVINDARAJAN, D. MACRÌ., *Management control system: tecniche e processi per implementare le strategia*, cit. pp. 391-392.; M. CONYON, N. FERNANDES, M. FERREIRA. P. MATOS, K. MURPHY, *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, cit., pp. 105-107.

2.4.3. *I compensi basati su azioni*

I compensi basati su azioni rappresentano uno strumento di remunerazione di tipo variabile legato alla crescita del valore azionario. Possono essere regolati in azioni (cosiddetti strumenti *equity settled*) o in denaro (cosiddetti strumenti *cash settled*). Tra gli strumenti *equity settled* rientrano i piani di stock option e i piani di stock grant, mentre all'interno dei compensi *cash-settled* sono riconducibili le *phantom stock options* e gli *stock appreciation rights* ([93]).

Le stock option si configurano come dei contratti mediante i quali una società concede gratuitamente al beneficiario il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare, una volta decorso un prestabilito periodo di maturazione, un numero di azioni ad un prezzo prefissato ([94]). Il beneficiario ha convenienza ad esercitare l'opzione solo nel caso in cui il prezzo d'esercizio risulti essere inferiore al valore di mercato delle azioni al momento del possibile esercizio, ottenendo un guadagno pari alla differenza tra tali valori. Nel caso contrario, ovvero qualora il prezzo d'esercizio sia superiore al valore di mercato delle azioni, il beneficiario non sopporterà alcuna perdita in quanto non sussiste alcun obbligo all'esercizio delle opzioni.

I principali elementi che caratterizzano una stock option sono i seguenti ([95]):

- il prezzo d'esercizio
- il periodo di maturazione (*vesting period*)
- il periodo di esercizio
- i target di performance
- il periodo di *lock-up*.

Il prezzo d'esercizio costituisce il corrispettivo che i beneficiari devono versare all'impresa per acquisire la titolarità delle azioni sottostanti le stock option. Il valore del prezzo di esercizio può essere fissato al momento dell'assegnazione delle stock option o indicizzato al variare di determinati indici di mercato o settoriali. Se determinato al momento dell'assegnazione le imprese possono decidere se attribuirgli un valore uguale, superiore o inferiore al valore di mercato delle azioni a tale data ([96]). Tale scelta risulta essere rilevante affinché le stock option possano assolvere la funzione di incentivazione per cui vengono assegnate ([97]). La definizione di un prezzo di esercizio

---

(93) I compensi del tipo *cash settled* possono essere particolarmente utili nel caso di società non quotate o di società che non hanno a disposizione azioni proprie in portafoglio e/o non hanno la convenienza ad emetterne nuove. Cfr. A. ZATTONI, *I piani di stock option per il top management*, in G. AIROLDI, A. ZATTONI (a cura di), *Piani di stock option. Progettare la retribuzione del top management*, Egea, 2001, p. 10; S. CORBELLA, *I piani di stock grant e stock option destinati al personale. Profili di misurazione del reddito di esercizio*, Franco Angeli, 2004, p. 67; A. MELIS, S. CARTA, S. GAIA, *I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche*, Giuffré, 2010, pp. 77-78.

(94) Cfr. A. ZATTONI, *I piani di stock option per il top management*, cit., p. 10.

(95) Cfr. A. MELIS, S. CARTA, S. GAIA, *I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche*, cit., pp. 72-77.

(96) Le opzioni sono emesse alla pari, se il prezzo di esercizio è uguale al valore di mercato, sono sopra la pari, se il prezzo di esercizio è superiore al valore di mercato, mentre sono sotto la pari, se il prezzo di esercizio è inferiore al valore di mercato.

(97) Nel caso in cui il prezzo di esercizio sia inferiore al valore di mercato delle azioni il potere di incentivazione del piano di stock option è limitato. Il beneficiario è in grado di conseguire un guadagno anche in assenza di un effettivo incremento nel valore delle azioni. Un incentivo maggiore è, invece, fornito nel caso in cui il prezzo di esercizio sia uguale o superiore al valore di mercato. In tale situazione il beneficiario può ottenere un guadagno solo se si verifica un aumento nel valore di mercato delle azioni. Cfr. A. ZATTONI, *Stock incentive plans in Europe: Empirical evidence and design implications*, Corporate Ownership & Control, Vol. 4, N. 4, 2007, pp. 56-64; C. MEO, *I piani di stock option: aspetti gestionali, valutativi e contabili*, Cedam, 2000; A. MELIS, S. CARTA, S. GAIA, *I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche*, cit., pp. 72-77.

Quanto precedentemente affermato non implica che un prezzo d'esercizio sotto la pari debba essere considerato necessariamente non ottimale. Nel definire il prezzo di esercizio di un'opzione si dovrebbero tenere in considerazione le caratteristiche del beneficiario e quelle della stessa impresa che assegna l'opzione. Poiché tali caratteristiche cambiano da caso a caso, non è possibile qualificare a priori un prezzo d'esercizio come ottimale, o meno e, pertanto, la questione circa la determinazione del prezzo di esercizio rimane irrisolta. Cfr. B. HALL, K. MURPHY, *Optimal Exercise Price for Executive Stock Option*, *Option*, in The American Economic Review, Vol. 90, N. 2, 2000, pp. 209-214; A. MELIS, S. CARTA, S. GAIA, *I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche*, cit., pp. 88-92.

Poiché il valore di mercato delle azioni al momento dell'assegnazione delle opzioni è rilevante per valutare la capacità incentivante di un piano, diviene cruciale anche la scelta del periodo in cui effettuare l'assegnazione. Tale scelta potrebbe essere effettuata anche in maniera opportunistica scegliendo periodi in cui il valore di mercato delle azioni risulti essere sensibilmente inferiore al normale. Per approfondimenti in merito si vedano: D. YERMACK, *Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements*, in The Journal of Finance, Vol. 52, N. 2, 1977, pp. 449-476; E. LIE, *On the timing of CEO stock option awards*, in Management Science, Vol. 51, N. 5, 2005, 802–812.

indicizzato permette di isolare gli amministratori dalle influenze, positive o negative, esercitate dall'andamento generale dell'economia (o del settore in cui l'azienda opera), sul valore delle azioni ([98]). Tale finalità può essere assolta anche mediante la pratica della rideterminazione del prezzo d'esercizio (cosiddetto *repricing*). A differenza dei meccanismi di indicizzazione, il *repricing* si basa su valutazioni soggettive del consiglio di amministrazione che reputano non più adeguato il prezzo di esercizio precedentemente stabilito. La soggettività che caratterizza tale meccanismo può favorire l'adozione di comportamenti opportunistici volti ad adeguare il prezzo d'esercizio all'andamento negativo del valore di mercato delle azioni in qualsiasi situazione, a prescindere dal fatto che tale andamento sia il frutto di una gestione poco oculata o dell'influenza di fattori non controllabili ([99]).

Il periodo di maturazione delle opzioni (*vesting period*) rappresenta l'intervallo temporale all'interno del quale devono essere soddisfatte le condizioni necessarie affinché le stock option possano essere esercitate. Tali condizioni possono essere rappresentate dal mero trascorrere di un determinato intervallo temporale e/o dal raggiungimento di prestabiliti obiettivi di performance ([100]).

Il periodo di esercizio è rappresentato dall'arco temporale durante il quale è attribuita al beneficiario la facoltà di esercitare le stock option.

Le clausole di *lock-up* impongono al beneficiario un obbligo a mantenere il possesso delle azioni per un determinato periodo di tempo. Tale clausola è finalizzata ad evitare che il beneficiario ponga in essere comportamenti speculativi volti a far crescere artificiosamente il valore delle azioni in prossimità della data di esercizio ([101]).

Le stock grant si configurano come dei contratti mediante i quali la società emittente assegna azioni, gratuitamente o dietro il pagamento di un prezzo agevolato, ai propri amministratori ([102]). Nel caso in cui l'assegnazione di azioni sia subordinata al soddisfacimento di predeterminati obiettivi si configura un *performance share plan*. Se, invece, il contratto prevede una clausola di *lock-up*, attraverso la quale si obbliga il beneficiario a detenere le azioni per un periodo minimo, si configura un *restricted share plan* ([103]).

Le *phantom stock options,* altrimenti dette stock option 'virtuali', attribuiscono al beneficiario il diritto a ricevere una somma di denaro pari alla differenza tra il prezzo d'esercizio e il valore di mercato delle azioni al momento dell'esercizio, maggiorata per un importo pari ai dividendi eventualmente distribuiti ([104]).

Gli *stock appreciation rights* sono strumenti attraverso i quali il beneficiario viene remunerato mediante l'assegnazione di una somma in denaro per l'incremento del valore delle azioni in un dato intervallo di tempo prefissato dall'impresa emittente ([105]).

2.4.4. Le altre forme di remunerazione

I *fringe benefits* sono dei compensi erogati in natura, complementari alla retribuzione principale, costituiti da beni e/o servizi di cui i beneficiari possono usufruire in forma gratuita o a condizioni

---

(98) Sui meccanismi di indicizzazione si rinvia in merito a quanto esposto nel paragrafo 2.3.3.

(99) Si vedano a riguardo: M. CARTER, L. LYNCH, *An Examination of Executive Stock Option Repricing*, in Journal of Financial Economics, Vol. 61, N. 2, 2001, pp. 207-225; B. HALL, K. MURPHY, *Stock option for undiversified executives*, in Journal of Accounting and Economics, Vol. 33, 2002, pp. 3-42; L. BEBCHUK, J. FRIED, *Executive compensation as an agency problem,* in Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, N. 3, 2003, pp. 72-73.

(100) Cfr. M. CONYON, S. PECK, L. READ, G. SADLER, *The Structure of Executive Compensation Contracts: UK Evidence*, in Long Range Planning, Vol. 33, 2000, pp. 478-503.

(101) Cfr. A. ZATTONI, *I piani di stock option per il top management*, cit., p. 27.

(102) *Ibidem*, p. 10.

(103) Cfr. S. CORBELLA, *I piani di stock grant e stock option destinati al personale. Profili di misurazione del reddito di esercizio*, cit.

(104) Cfr. A. ZATTONI, *I piani di stock option per il top management*, cit., p. 10; S. CORBELLA, *I piani di stock grant e stock option destinati al personale. Profili di misurazione del reddito di esercizio*, cit., p. 67; A. MELIS, S. CARTA, S. GAIA, *I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche*, cit., pp. 77-78.

(105) Cfr. A. ZATTONI, *I piani di stock option per il top management*, cit., p. 10.

vantaggiose rispetto a quelle che sono riscontrabili nel mercato. La funzione dei *fringe benefits* è quella di attrarre gli amministratori e incentivarne la permanenza all'interno dell'azienda ([106]). Tra le diverse tipologie di *fringe benefis* i più diffusi sono rappresentati dall'auto aziendale, il telefono cellulare, i buoni pasto, l'alloggio, le polizze assicurative (mediche, sulla vita ecc), nonché la cessione di prodotti o servizi aziendali a condizioni di favore o la concessione di prestiti a condizioni maggiormente vantaggiose rispetto a quelle di mercato ([107]).

I piani pensionistici possono rappresentare un importante componente della remunerazione che attribuisce agli amministratori il diritto a ricevere, dal momento del pensionamento e per tutto il resto della vita, dei pagamenti periodici di importo predeterminato ([108]). Si configurano come compensi non basati sulle performance, di carattere prevalentemente monetario ([109]), e differiti rispetto all'erogazione della prestazione lavorativa. L'importo delle somme erogate è determinato, generalmente, in funzione della remunerazione di base percepita durante gli anni di servizio (costituita in generale dal compenso base e da eventuali componenti aggiuntivi) e aumenta con il crescere degli anni di servizio prestati dal manager all'interno dell'impresa ([110]).

Le indennità di fine rapporto sono dei compensi che vengono corrisposti agli amministratori al termine del rapporto di lavoro. Assumono particolare rilevanza le indennità attribuite in seguito all'interruzione del rapporto di lavoro causata dal verificarsi di eventi che causano un cambiamento nell'assetto proprietario (es. fusioni, scalate ostile, acquisizioni, ecc.).

2.5. Le determinanti della remunerazione

2.5.1. *Le performance aziendali*

La teoria dell'agenzia considera la remunerazione uno strumento in grado di orientare i comportamenti degli amministratori al soddisfacimento degli interessi degli azionisti. Legare la remunerazione degli amministratori al raggiungimento di predeterminati risultati di aziendali costituisce, infatti, secondo la citata teoria, una possibile soluzione al problema di agenzia. In tale ottica, il livello della remunerazione degli amministratori esecutivi dovrebbe crescere (decrescere) a seguito di un aumento (diminuzione) delle performance aziendali ([111]). A riguardo, sono diversi gli studi empirici che hanno cercato di verificare l'effettiva esistenza di un tale legame tra remunerazione e performance ([112]). Tuttavia, i risultati che sono emersi sono tra loro contrastanti. In particolare, mentre alcuni studi hanno riscontato la presenza di un legame significativo tra remunerazione e performance, altri hanno evidenziato come le perfomance aziendali non esercitino sulla remunerazione alcuna influenza, o abbiano su di essa un'influenza marginale ([113]). Le possibili

---

(106) Cfr. L. LYNCHA, S. PERRY, *An overview of management compensation*, cit., p. 48.

(107) Per un'analisi approfondita delle problematiche contabili e fiscali connesse all'uso dei *fringe benefits* si veda, tra gli altri: A. ANDREANI, *Fringe benefit e stock option. Prassi contabile. Trattamento fiscale e previdenziale*, Egea, 2002.

(108) « a pension gives an executive the right to receives a series of periodic payments of a given (nominal) size beginning at the future retirement date and continuing throughout his life time ». J. EATON, H. ROSEN, *Agency, Delayed Compensation, and the Structure of Executive Remuneration*, in The Journal of Finance, Vol. 38, N. 5, 1983, p. 1497.

(109) In alternativa all'attribuzione di una remunerazione monetaria l'impresa potrebbe assegnare in parte azioni della società. Tale pratica risulta essere, tuttavia, poco diffusa.

(110) Per maggiori approfondimenti in merito al ruolo delle pensioni si rinvia a L. BEBCHUK, J. FRIED, *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, 2006, pp. 96- 111; L. BEBCHUK, *Executive pension*, NBER Working Paper N. 11907, 2005; E. LAZEAR, *Severance Pay, Pension and Efficient Mobility*, NBER Working Paper N. 854, February 1982.

(111) Si rinvia, in merito, a quanto osservato ai paragrafi 1.4. e 2.2. del presente lavoro.

(112) Per una rassegna sulla letteratura in merito al legame tra remunerazione degli amministratori esecutivi e performance aziendali e sull'analisi di quali fattori siano in grado di influenzare la remunerazione si vedano, su tutti, i seguenti lavori: S. FINKELSTEIN, D. HAMBRICK, *Chief Executive Compensation: A Synthesis and Reconciliation*, in Strategic Management Journal, Vol. 9, N. 6, 1988, pp. 543-558; L. GOMEZ-MEJIA, R. WISEMAN, *Reframing Execufive Compensation: An Assessment and Outlook*, in Journal of Management, Vol. 23, N. 3, 1997, pp. 291-374; K. MURPHY, *Executive compensation*, cit., pp. 2485-2566; J. CORE, W. GUAY, D. LARCKER, *Executive equity compensation and incentives: a survey*, in Economic Policy Review, Vol. 9, N. 1, 2003, pp. 27.50; M. CONYON, *Executive Compensation and Incentives*, in Academy of Management Perspectives, Vol. 20, N. 1, 2006, pp. 25-44.

(113) Si rimanda alle tabelle 2.1 e 2.2 per una sintesi dei risultati trovati dai principali studi condotti sull'argomento.

spiegazioni di tali divergenze sono molteplici. Queste possono derivare, per esempio, dai differenti elementi retributivi considerati nell'analisi (i risultati possono variare se si considera solo la remunerazione monetaria, o anche quella basata su azioni), dai criteri di valutazione usati per stimare il valore della remunerazione basata su azioni; o dalle misure di performance considerate (l'utilizzo di indicatori contabili può produrre risultati differenti rispetto agli indicatori di mercato) ([114]). Altre differenze possono essere originate dall'analisi di campioni o di periodi temporali differenti, dal contesto istituzionale studiato, dal metodo di raccolta dei dati o dalle tecniche statistiche utilizzate, etc. ([115]).

Uno dei primi studi volto ad analizzare il legame tra remunerazione e performance, pubblicato nel 1956, analizzando un campione composto da 939 società statunitensi analizzate nel periodo 1935-1950, ha evidenziato come la remunerazione dell'amministratore delegato sia maggiormente influenzata dalla dimensione aziendale, piuttosto che dal reddito generato dall'impresa ([116]). Le stesse conclusioni vengono tratte da uno dei primi studi condotti sulla realtà aziendale britannica. Tale studio, analizzando 1.601 società britanniche nel periodo 1969-1971, evidenzia come la principale determinante della remunerazione degli amministratori delegati sia rappresentata dalla dimensione aziendale, mentre la redditività esercita un'influenza marginale ([117]). Altri studi, invece, rilevano risultati diametralmente opposti. Per esempio, uno lavoro condotto su 50 imprese statunitensi quotate nel periodo 1942-1963 riscontra che la remunerazione sarebbe influenzata in maniera significativa dal livello del reddito generato dall'impresa, nonché dal valore delle azioni, mentre la dimensione aziendale avrebbe un'influenza non rilevante ([118]).

Le differenze riscontrate da tali lavori possono essere ricondotte, in parte, alla differente composizione del pacchetto retributivo che caratterizzava le imprese analizzate. Gli studi che riscontrano una scarsa, se non nulla, influenza delle performance sulla remunerazione si basano su una definizione di remunerazione che include le sole componenti di carattere monetario non differite nel tempo. In sostanza, non considerano i compensi basati su azioni tra la remunerazione degli amministratori delegati. L'esclusione di tale tipologia di compensi può essere attribuibile sia alla scarsa diffusione di tali forma di remunerazione nella prima metà del '900 ([119]), sia all'assenza di una metodologia di valutazione generalmente accettata ([120]).

Un'importante innovazione nell'ambito del filone di studio in esame fu introdotta da Jensen e Murphy mediante uno studio pubblicato nel 1990 ([121]). Al fine di stimare il grado di incentivazione degli amministratori delegati, gli Autori ritennero non sufficiente considerare la sola remune-

---

(114) Tali differenze trovano fondamento nella circostanza secondo la quale non esistono indicatori "ottimali" e "universalmente validi". Cfr. A. RICCABONI, *Performance ed incentivi*, cit., pp. 166-181; T. ONESTI, M. ROMANO, *Le politiche di remunerazione degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con «responsabilità strategiche»*, cit., pp. 113-154.

(115) Cfr. L. GOMEZ-MEJIA, *Executive compensation: A reassessment and a future research agenda*, in G. FERRIS (edited by), *Research in personnel and human resources management*, Vol. 12, 1994, JAI Press, pp. 161-222.

(116) Cfr. D. ROBERT, *A General Theory of Executive Compensation Based on Statistically Tested Propositions*, in The Quarterly Journal of Economics, Vol. 70, N. 2, 1956, pp. 270-294.

Tale evidenza è supportata da studi successivi condotti sempre su campioni di imprese statunitensi. In merito, si vedano i seguenti lavori. J. MCGUIRE, J. CHIU, A. ELBING, *Executive Incomes, Sales and Profits*, in American Economic Review, Vol. 52, N. 4, 1962, pp. 753-761; R. MARRIS, *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, Macmillan, 1964, p. 87 e ss.

(117) Cfr. A. COSH, *The Remuneration of Chief Executives in the United Kingdom*, in The Economic Journal, Vol. 85, N. 337, 1975, pp. 75-94.

(118) Cfr. W. LEWELLEN, B. HUNTSMAN. *Managerial Pay and Corporate Performance*, in The American Economic Review, Vol. 60, N. 4, 1970, pp. 710-720.

Analoghi risultati emergono dai seguenti lavori: R.. MASSON, *Executive Motivations, Earnings, and Consequent Equity Performance*, in The Journal of Political Economy, Vol. 79, N. 6, 1971, pp. 1278-1292; R. DECKOP, *Determinants of Chief Executive Officer Compensation*, in Industrial and Labor Relations Review, Vol. 41, N. 2, 1988, pp. 215-226; K. MURPHY, *Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis*, in Journal of Accounting and Economics, Vol. 7, N. 1-3, 1985, pp. 11.42; J. BOSCHEN, K. SMITH, *You Can Pay Me Now and You Can Pay Me Later: The Dynamic Response of Executive Compensation to Firm Performance*, in The Journal of Business, Vol. 68, N. 4, 1995, pp. 577-608.

(119) Nel suo lavoro del 1956, Robert evidenzia come la remunerazione degli amministratori includesse: « ... salary, bonus and company contributions to deferred compensation, but not stock options which were rare until after 1950, the terminal date of this study ». D. ROBERT, *A General Theory of Executive Compensation Based on Statistically Tested Propositions*, cit., p. 272.

(120) Il principale modello di valutazione delle opzioni, la formula Black-Scholes, fu sviluppato solo agli inizi degli anni '70.

(121) Cfr. M.JENSEN, K. MURPHY, *Performance pay and top management incentive*, in Journal of Political Economy, Vol. 98, N. 2, 1990, pp. 225-264.

razione percepita da questi ultimi, ma inclusero tutti i possibili incrementi di ricchezza che possono originarsi nella sfera dell'amministratore per effetto del rapporto intrattenuto con l'impresa. Tale ricchezza è definita dagli Autori quale somma dei seguenti elementi: la remunerazione ricevuta nel corso dell'esercizio (intesa come somma dei compensi di natura monetaria), il valore attuale degli aumenti futuri di valore del compenso base e dei bonus annuali, l'effetto sulla ricchezza derivante dalla probabilità di revoca dell'incarico, e le variazioni di valore delle stock option e delle azioni detenute. Gli Autori stimano il grado di incentivazione individuando la variazione subita dalla ricchezza dell'amministratore delegato in seguito ad una variazione di un dollaro del valore di mercato dell'impresa. Il risultato di tale rapporto (cosiddetto *fractional equity-ownership* ([122])) indicherebbe la partecipazione al capitale d'impresa dell'amministratore ([123]). I risultati dello studio, condotto su un campione costituito da circa 10.400 osservazioni rilevate nel periodo 1974-1986, evidenziano come un aumento di $ 1.000 nel valore di mercato dell'impresa generi un incremento di appena $ 3,25 nella remunerazione degli amministratori delegati ([124]), equivalente ad una partecipazione al capitale dello 0,325 per cento. I risultati ottenuti evidenziano un'esigua intensità di tale legame, dato il ruolo che dovrebbe ricoprire in tale contesto la remunerazione basata sulle performance ([125]). Studi successivi hanno utilizzato la metodologia del *fractional equity-ownership* elaborata da Jensen e Murphy ottenendo risultati differenti. Per esempio, uno studio condotto su un campione di imprese britanniche quotate nel periodo 1983-1986 analizzando la variazione subita dalla remunerazione monetaria percepita dall'amministratore più pagato in seguito ad una variazione di un dollaro nel valore di mercato dell'impresa, conclude che esista un legame debole tra remunerazione e performance ([126]). A differenza dello studio condotto da Jensen e Murphy, tale studio ha considerato la sola remunerazione monetaria. Pertanto, è possibile che con l'inclusione delle ulteriori componenti considerate da Jensen e Murphy, in particolare la variazione del valore delle stock option e delle azioni possedute, i risultassi potessero risultare differenti ([127]).

I risultati del lavoro di Jensen e Murphy e la metodologia del *fractional equity-ownership* furono successivamente messi in discussione da uno studio condotto da Hall e Liebman pubblicato nel 1998 ([128]). I risultati di tale studio, condotto su un campione di circa 400 imprese quotate nel periodo 1980-1994, evidenziano la presenza di un significativo legame tra remunerazione e performance la cui intensità tende ad aumentare nel tempo. Secondo gli Autori la minore sensitività rilevata da Jensen e Murphy è da ricondurre sia alla minore diffusione di strumenti di remunerazione basati su azioni nel periodo da essi analizzato ([129]), sia all'utilizzo della variazione del valore di mercato dell'impresa quale stima delle performance aziendali ([130]), tale variazione costituisce un valore troppo elevato da raffrontare ad una variazione di ricchezza degli amministratori ([131]). La

---

(122) Così come definito in C. FRYDMAN, D. JENTER, *Ceo compensation*, MIT Working Paper, 2010.

(123) La *fractional equity-ownership* è calcolata nel seguente modo: {[Totale remunerazione monetaria + valore attuale delle variazioni del compenso base e dei bonus + variazioni di ricchezza a seguito revoca dell'incarico + valore azioni possedute + valore stock option possedute]/capitalizzazione di mercato} × 1.000.

(124) Tale relazione perde di intensità all'aumentare della dimensione aziendale. Nelle imprese di grandi dimensioni un aumento di $ 1.000 nel valore di mercato dell'impresa genera un incremento di circa $ 1.85, mentre nelle imprese quotate di minori dimensioni tale incremento è pari a $ 8.05. Cfr. M.JENSEN, K. MURPHY, *Performance pay and top management incentive*, cit., pp. 225-264.

(125) Tale evidenza fu riscontrata anche in altri lavori, tra i quali si veda: J. GAREN, *Executive Compensation and Principal-Agent Theory*, in The Journal of Political Economy, Vol. 102, N.6, 1994, pp. 1175-1199.

(126) Cfr. M. CONYON, D. LEECH, *Top pay, Corporate Performance and Corporate Performance*, in Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 56, N. 3, 1994, pp. 229-247.

(127) Infatti, uno studio condotto su un campione di 59 società britanniche quotate nel periodo 1982-1989 che ha considerato tra le componenti della remunerazione anche il valore delle stock option assegnate agli amministratori ha rilevato la presenza di un significativo legame tra la remunerazione dell'amministratore più pagato e le performance aziendali. Cfr. B. MAIN, A. BRUCE, T. BUCK, *Total Board Remuneration and Company Performance*, in The Economic Journal, Vol. 106, N. 439, 1996, pp. 1627-1644.

(128) Cfr. B. HALL, J. LIEBMAN, *Are CEOs really paid like bureaucrats?*, in Quarterly Journal of Economics, Vol.113, N. 3,1998, pp. 655-656.

(129) In particolare è stato evidenziato come la percentuale di amministratori delegati di imprese statunitensi destinatari di stock option è incrementata dal 30 per cento del 1980 al 70 per cento del 1994. *Ibidem*, pp. 663.

(130) *Ibidem*., pp. 655-656.

(131) « ... the Jensen and Murphy statistic in isolation can present a misleading picture of pay to performance relationships because the denominator - the change in firm value - is so large. A several million dollar change in CEO wealth appears very small

prima motivazione è supportata dai risultati emersi dall'applicazione del metodo del *fractional equity-ownership* al campione oggetto di studio. Viene evidenziato che nel 1994 un incremento di $ 1.000 nel valore dell'impresa generi un incremento (mediano) della ricchezza degli amministratori delegati pari a circa $ 6 ([132]). A supporto della seconda giustificazione i risultati derivanti dall'applicazione del cosiddetto metodo del *value of equity-stake* ([133]), il quale stima il grado di incentivazione degli amministratori attraverso la variazione intervenuta nella loro ricchezza ([134]) a seguito di una variazione dell'un per cento nel valore di mercato dell'impresa ([135]). Dai risultati dell'analisi emerge come siano la variazione nel valore delle *stock option* e delle azioni ad essere strettamente legati alle perfomance aziendali, mentre tale legame tende a scomparire se si considera la sola remunerazione monetaria (compensi base e bonus). In particolare emerge che un incremento dell'1 per cento del valore di mercato dell'impresa genera un aumento di $ 125.000 di dollari nel valore delle stock option e azioni detenute, mentre solo un incremento di $ 2.300 nel valore dei compensi monetari ([136]).

Le metodologie del *fractional equity-ownership* e del *value of equity-stake* sono state successivamente applicate da diversi studi al fine di individuare quale delle due sia in grado di fornire una stima migliore del grado di incentivazione degli amministratori, nonché al fine di studiare l'evoluzione temporale del grado di incentivazione. Con riferimento al primo aspetto, alcuni Autori hanno osservato che la scelta di utilizzare il metodo del *fractional equity-ownership*, piuttosto che quello del *value of equity-stake*, per stimare il grado di incentivazione dell'amministratore delegato dipende dal tipo incentivo che si vuole stimare. Il metodo del *fractional equity-ownership* è maggiormente adatto nei casi in cui si vuole misurare il grado di incentivazione a porre in essere attività che, a prescindere dalla dimensione aziendale, creano il medesimo valore di ricchezza Il metodo del *value of equity-stake*, invece, sarebbe più adatto quando si vuole misurare l'incentivo a realizzare attività che generano una maggiore ricchezza all'incrementare della dimensione aziendale ([137]). I risultati di lavori atti a studiare l'evoluzione temporale del grado di incentivazione supportano l'evidenza riscontrata da Hall e Liebman evidenziando che, applicando entrambe le metodologie, il grado di incentivazione degli amministratori sia cresciuto in maniera significativa nel corso del tempo, grazie soprattutto alla diffusione degli strumenti di remunerazione basati su azioni ([138]).

---

when divided by the annual change in the market value of a Fortune 500 company, and firm size matters a lot in interpreting their measure of pay to performance sensitivity ». *Ibidem*, p 656.

(132) L'analisi degli Autori rileva un incremento mediano di $ 5.29. Tuttavia tale analisi non tiene in né il compenso base e i bonus ricevuti nell'anno, né il valore attuale dei compensi base e dei bonus futuri, né la minore ricchezza che potrebbe derivare a seguito di un licenziamento. Pertanto il valore mediano si approssima a $ 6 in seguito all'aggiunta della sensitività alle performance di tali componenti. *Ibidem*, p. 676 (nota 25).

(133) Così come definito in C. FRYDMAN, D. JENTER, *Ceo compensation*, cit..

(134) La ricchezza degli amministratori è definita dagli Autori come la somma del valore dei compensi base, dei bonus, delle stock option e azioni assegnate nell'anno e nella variazione nel valore delle azioni e stock option possedute. Cfr. B. HALL, J. LIEBMAN, *Are CEOs really paid like bureaucrats?*, cit., p. 670.

(135) L'*equity at stake* non è altro che il prodotto della *fractional equity-ownership* e la capitalizzazione di mercato dell'impresa. Si rinvia alla nota 124 per la definizione della modalità di calcolo della *fractional equity-ownership*.

(136) La ricchezza degli amministratori è definita dagli Autori come la somma del valore dei compensi base, dei bonus, delle stock option e azioni assegnate nell'anno e nella variazione nel valore delle azioni e stock option possedute. Cfr. B. HALL, J. LIEBMAN, *Are CEOs really paid like bureaucrats?*, cit., p. 670.

(137) Cfr. G. BAKER, B. HALL, *Ceo incentive and firm size*, in Journal of Labor Economics, Vol. 22, Vol. 4, 2004, pp. 767-798.

(138) Le metodologie del *fractional equity-ownership* e del *value of equity-stake* sono state utilizzate per stimare il grado di incentivazione degli amministratori delle 50 più grandi imprese statunitensi, osservate in ogni decade del periodo 1936-2005. I risultati di tale analisi evidenziano che il grado di incentivazione degli amministratori, stimato mediante entrambe le metodologie, è aumentato nel corso del periodo analizzato. Inoltre, emerge il grado di incentivazione stimato secondo il *fractional equity-ownership* ha un andamento analogo a quello stimato secondo il *value of equity-stake* sino agli anni '70, mentre, nel periodo successivo, il grado di incentivazione stimato secondo il metodo *value of equity-stake* incrementa in maniera maggiore rispetto a quello stimato secondo il metodo del *fractional equity-ownership*. Secondo gli Autori, tale differenza sarebbe dovuta alla crescita subita dal valore di mercato dell'impresa nel tempo. A causa di tale incremento, sebbene l'ammontare di denaro investito dagli amministratori delegati nell'impresa sia aumentato, emerge una minore partecipazione azionaria in termini percentuale sul valore dell'impresa e per tale motivo il metodo del *fractional equity-ownership* rileva un minor grado di incentivazione. Cfr. C. FRYDMAN, D. JENTER, *Ceo compensation*, cit., pp. 9-10.

Uno studio sull'evoluzione temporale del grado di incentivazione degli amministratori delegati delle società statunitensi quotate nello S&P 500 evidenzia come il grado di incentivazione calcolato secondo il *fractional equity-ownership* raggiunga il valore più alto nel 2003 risultando tre volte più grande rispetto a quello rilevato da Jensen e Murphy, mentre nel 2008 (durante la crisi dei mercati finanziari) tale valore risulta essere maggiore da quello rilevato dallo studio del 1990 di Jensen e Murphy di appena il 50 per cento.

Tabella 2.1 – Rassegna dei principali studi sul legame tra remunerazione e performance

AUTORE	CAMPIONE	REMUNERAZIONE	MISURE DI PERFORMANCE	PRINCIPALI RISULTATI
Roberts (1956)	936 società (1935-1950) USA	Compenso base, bonus e contributi versati dalla società per compensi differiti (esclusi compensi basati su azioni)	Reddito netto calcolato prima di: tasse, interessi su finanziamenti a lungo termine e remunerazione degli amministratori	Presente un legame tra remunerazione e dimensione aziendale. Nessuna influenza esercitata dai profitti
Lewellen e Huntsman (1970)	50 società (1942-1963) USA	Compenso base, bonus e valore attuale delle componenti di remunerazione differite (quali piani pensionistici e piani di stock option)	Reddito netto e valore di mercato delle azioni.	Il reddito è la principale determinante della remunerazione. Il fatturato appare non esercitare un'influenza significativa.
Cosh (1975)	1600 società (1969-1971) Regno Unito	Compenso base, bonus, gettoni di presenza, rimborsi spese e *fringe benefits*.	*Return on asset* (ROA)	La dimensione aziendale esercita un'influenza maggiore sulla remunerazione rispetto alla redditività
Meeks e Whittington	1008 società (1969-1971) Regno Unito	Compenso base e bonus annuali	*Rate of return* pari al rapporto tra il Reddito netto e il totale dell'attivo	La dimensione rappresenta la principale determinante della remunerazione, ma le performance esercitano un'influenza significativa
Deckop (1988)	120 società (1977-1981) USA	Compenso base e bonus annuali	Reddito netto	La remunerazione dell'amministratore delegato è influenzata positivamente dai profitti espressi come percentuale delle vendite.
Jensen e Murphy (1990)	1049 società (1974-1986) USA	Compenso base, bonus, valore attuale delle variazioni dei compensi base e bonus futuri, l'effetto sulla ricchezza derivante dalla probabilità di licenziamento, e le variazioni di valore delle stock option e delle azioni detenute	*Shareholder Wealth* determinato come il valore di mercato delle azioni di inizio anno moltiplicato per il rendimento delle azioni ordinarie deflazionato	Presente una legame positivo tra remunerazione e performance statisticamente significativa, ma ritenuto poco intenso per un occupazione in cui gli incentivi dovrebbero ricoprire un ruolo importante.
Conyon e Leech 1994	294 società (1983-1986) Regno Unito	Compenso base e bonus	*Shareholder Wealth*:[prezzo azioni fine anno + dividendi) /prezzo azioni inizio anno] × tasso di inflazione aggiustato per il rendimento delle azioni ordinarie	Legame debole tra remunerazione e performance.
Hall e Liebman (1998)	478 società (1980-1994) USA	Compenso base, bonus, valore stock option e azioni assegnate nell'anno e variazione nel valore delle azioni e stock option possedute	*Shareholder Wealth* (determinato come il valore di mercato delle azioni di inizio anno moltiplicato per il rendimento delle azioni ordinarie deflazionato) / capitalizzazione di mercato	La remunerazione dell'amministratore delegato è fortemente legata alle performance aziendali.
Conyon e Murphy 2000	510 società Regno Unito 1666 società USA (1979-1997)	Compenso base, bonus annuale, valore azioni assegnate, valore delle stock option assegnate.	*Shareholder Wealth*	Il legame tra remunerazione e performance è più intenso negli USA rispetto al Regno Unito.
Buck, Bruce, Main e Udueni (2003)	287 società (1997-1998) Regno Unito	Compenso base, bonus annuale, fringe benefits, pensioni, dividendi e valore delle stock option assegnate, variazioni di valore nelle azioni possedute e valore stimato delle azioni oggetto dei LTIPs.	*Total Shareholder Return*	Scarsa sensitività della remunerazione alle performance aziendali.

I lavori sinora illustrati hanno analizzato il legame tra remunerazione e performance nelle realtà aziendale anglo-americana. Con riferimento alle prassi aziendali in altri Paesi, studi sull'argomento in esame sono stati condotti solo in epoca recente, a causa dell'assenza di un'adeguata trasparenza informativa in tali contesti sulla remunerazione degli amministratori ([139]).

I risultati dell'analisi condotta secondo il metodo del *value of equity-stake* evidenziano che una variazione dell'1% del valore dell'impresa ha generato un incremento nella ricchezza degli amministratori pari circa a € 600.000 nel 2000 e nel 2005 per poi scendere a € 207.000 nel 2008 Cfr. M. CONYON, N. FERNANDES, M. FERREIRA. P. MATOS, K. MURPHY, *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, cit., p. 22.

(139) Sul legame tra remunerazione e performance di imprese operante in contesti diversi da quello anglo-americano si vedano, tra gli altri, i seguenti lavori. Per l'Australia: R. MERHEBI, K. PATTENDEN, P. SWAN, X. ZHOU, *Australian chief executive officer re-*

Tabella 2.2 – Rassegna dei principali studi sul legame tra remunerazione e performance nel contesto non anglo-americano

Autore	Campione	Remunerazione	Misure di Performance	Risultati
Zhou (2000)	755 società (1991-1995) Canada	Compenso base, bonus annuali, *fringe benefit* e valore delle stock option e delle azioni assegnate	*Return to stock* (RTS), *return on assets* (ROA) e *return on equity* (ROE) *Shareholder Wealth*	Il livello della remunerazione è legato sia alla dimensione aziendale sia alle performance aziendali.
Conyon e Schwalbach (2000)	48 società Germania 102 società Regno Unito (1968-1995)	Compenso base, bonus annuali e *fringe benefit*	*Total shareholder return*	Relazione positiva tra remunerazione e performance in entrambi i Paesi
Eriksson e Lausten (2000)	160 società (1990-1994) Danimarca	Compenso base e bonus annuali	Reddito Netto e Ricavi di Vendita	Relazione debole tra remunerazione e performance aziendali.
Brunello, Graziano e Parigi (2001)	107 società (1993-1996) Italia	Compenso base e bonus annuali	Reddito Netto	La dimensione rappresenta la principale determinante della remunerazione, ma le performance esercitano una scarsa influenza
Randøy e Nielsen (2002)	224 società (1996-1998) Norvegia e Svezia	Compenso base, bonus annuali e valore delle stock option	*Return on equity* (ROE), valore di mercato delel azioni, Price to book value	Relazione non statisticamente significativa tra remunerazione e performance
Crespí-Cladera e Gispert (2003)	113 società (1990-1995) Spagna	Media dei compensi base e dei *fringe benefit* ricevuti dall'intero C.d.A.	*Return on assets* (ROA) e *Shareholder Return*	Relazione positive tra remunerazione e performance aziendali
Kubo (2005)	210 società (1993-1995) Giappone	Compenso base e bonus annuali	Reddito ante imposte e *return on capital* (ROC).	Legame poco intenso tra remunerazione e performance.
Firth, Fung e Rui (2006)	549 società (1998-2000) Cina	Compenso base e bonus annuali	*Return on sale* (ROS) e valore di mercato delle azioni	Legame poco intenso tra remunerazione e performance.
Merhebi, Pattenden, Swan e Zhou (2006)	722 società (1999-2000) Australia	Compenso base	*Return to stock* (RTS), *return on assets* (ROA), *return on equity* (ROE), *Shareholder Wealth*	La remunerazione dell'amministratore delegato è influenzata sia dalla dimensione aziendale sia dalle performance
Fernandes (2008)	51 società (2002-2004) Portogallo	Compenso base e bonus annuali	Valore di mercato delle azioni; *return on equity* (ROE) e *return on assets* (ROA).	Poca connessione tra la remunerazione degli amministratori e il rendimento per gli investitori.

Con particolare riferimento alla realtà italiana uno dei primi studi effettuati ha analizzato il legame esistente tra le performance e i compensi fissi assegnati a 623 amministratori esecutivi di 107 imprese non quotate nel periodo 1993-1996 evidenziando una scarsa sensitività della remunerazione alle performance ([140]). Differenti i risultati che emergono da uno studio condotto su un

---

muneration: pay and performance, in Accounting and Finance, Vol. 46, N. 3, 2006, pp. 481-497; per il Canada: X. ZHOU, CEO *Pay, Firm Size, and Corporate Performance: Evidence from Canada*: in The Canadian Journal of Economics, Vol. 33, N. 1, 2000, pp. 213-251; per la Cina: M. FIRTH, P. FUNG, O. RUI, *Corporate performance and CEO compensation in China*, in Journal of Corporate Finance, Vol. 12, N. 4, 2006, pp. 693-714; per la Germania: M. CONYON, J. SCHWALBACH, *Executive compensation: evidence from the UK and Germany*, in Long Range Planning, Vol. 33, N. 4, 2000, pp. 504-526; per il Giappone: K. KUBO, *Executive Compensation Policy and Company Performance in Japan*, in Corporate Governance: An International Review, Vol.13, N. 3, 2005, pp. 429-435; per il Portogallo: N. FERNANDES, *EC: Board compensation and firm performance: The role of "independent" board members*, in Journal of Multinational Financial Management, Vol. 18, N. 1, 2008, pp. 30-44; per i Paesi Scandinavi: T. ERIKSSON, M. LAUSTEN, *Managerial pay and firm performance: Danish evidence*, in Scandinavian Journal of Management, Vol. 16, N. 3, 2000, pp. 269-286; T. RANDØY, J. NIELSEN, *Company Performance, Corporate Governance, and CEO Compensation in Norway and Sweden,* in Journal of Management and Governance, Vol. 6, N. 1, 2002, pp. 57-81; per la Spagna: R. CRESPÍ-CLADERA, C. GISPERT, *Total Board Compensation, Governance and Performance of Spanish Listed Companies*, in Labour, Vol. 17, N. 1, 2003, pp. 103-126.

Diversi studi hanno condotto un'analisi comparata avente per oggetto Paesi differenti. A riguardo, si vedano i seguenti lavori: M. CONYON, J. SCHWALBACH, *Corporate governance, executive pay and performance in Europe*, in J. CARPENTER, D. YEMARK (edited by) *Executive Compensation and Shareholder Value: Theory and Evidence*, Kluver Academics Publisher, 1998, pp, 13-33; M. CONYON, N. FERNANDES, M. FERREIRA. P. MATOS, K. MURPHY, *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, Working paper, 2010, cit., pp. 1-138.

(140) Cfr. G. BRUNELLO, C. GRAZIANO, B. PARIGI, *Executive compensation and firm performance in Italy*, in International Journal of Industrial Organization, Vol. 19, N.1-2, 2000, pp. 133-161.

campione di 189 amministratori delegati e 191 presidenti di consigli di amministrazione di imprese quotate nel 1999. Tali risultati evidenziano la presenza di un legame statisticamente significativo tra la remunerazione monetaria e le performance aziendali ([141]). Uno studio più recente, analizzando la remunerazione del consiglio di amministrazione delle imprese italiane quotate nel periodo 1995-2002, ha evidenziato che il livello di remunerazione monetaria è legato ad una serie di caratteristiche di corporate governance, ma che eventuali eccessi di remunerazione non trovano giustificazione nei livelli di performance futuri ([142]).

2.5.2. *La dimensione aziendale*

Differenti studi volti ha comprendere quali fossero i fattori in grado di influenzare la remunerazione attribuita agli amministratori esecutivi hanno evidenziato come il livello della remunerazione sia strettamente legato alla dimensione aziendale ([143]).

Diverse sono le spiegazioni che la dottrina ha fornito con riferimento alla citata relazione.

Secondo alcuni Autori le imprese più grandi tendono a ricompensare maggiormente i propri amministratori a causa della presenza di un elevato numero di livelli gerarchici, al vertice del quale si trova l'amministratore delegato. Poiché la remunerazione dei soggetti che appartengono ai livelli più alti deve essere superiore rispetto a quelle dei soggetti appartenenti ai livelli inferiori, all'aumentare del numero dei livelli gerarchici aumenterebbe la remunerazione dell'amministratore delegato ([144]). Altri Autori sostengono che il legame tra remunerazione e dimensione aziendale dipenda dall'obiettivo perseguito dagli amministratori, ovvero la crescita degli utili. Tale obiettivo può essere perseguito tramite un incremento del volume dei ricavi o mediante il contenimento dei costi. Pertanto, poiché il volume dei ricavi realizzati rappresenta anche una stima della dimensione aziendale, l'incremento dei compensi a seguito della crescita della dimensione aziendale non sarebbe altro che il premio per avere aumentato la profittabilità dell'impresa ([145]). Un'altra possibile spiegazione è rappresentata dalla maggiore complessità che caratterizza le imprese di maggiori dimensioni che causerebbe una maggiore remunerazione per gli amministra-

---

(141) Cfr. F. ZONA, *La retribuzione degli amministratori delegati nelle società quotate*, in G. AIROLDI, A. ZATTONI (a cura di), *Piani di stock options. Progettare la retribuzione degli amministratori*, cit., pp. 71-93

(142) Tale studio si pone l'obiettivo di verificare se gli eccessi di remunerazione ricevuti dagli amministratori delegati rappresentino una rendita di posizione o un premio attribuito per l'attuazione di attività atte a favorire la creazione di valore, i cui effetti non sono osservabili nel breve periodo. In questo secondo caso tali eccessi di remunerazione dovrebbero ricollegarsi ad un incremento futuro delle performance. Cfr. R. BARONTINI, S. BOZZI, *Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies*, in Journal of Management and Governance, Vol. 15, N. 1, 2011, pp. 59-89.

(143) Si vedano in merito, tra gli altri, i seguenti lavori. D. ROBERT, *A General Theory of Executive Compensation Based on Statistically Tested Propositions*, cit., pp. 270-294; J. MCGUIRE, J. CHIU, A. ELBING, *Executive Incomes, Sales and Profits*, cit., pp. 753-761; D. CISCEL, *Determinants of Executive Compensation*, in Southern Economic Journal, Vol. 40, N. 4, 1974, pp. 613-617; A. COSH, *The Remuneration of Chief Executives in the United Kingdom*, cit., pp. 191-201; M. CONYON, D. LEECH, *Top Pay, Company Performance and Corporate Governance*, cit., pp .229-247; H. TOSI, S. WERNER, J. KATZ, L. GOMEZ-MEJIA, *How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies*, in Journal of Management, Vol. 26, N.2, 2000, pp. 301-339; N. OZKAN, *Do Corporate Governance Mechanisms Influence CEO Compensation? An Empirical Investigation of UK Companies*, in Journal of Multinational Financial Management, Vol. 17, N. 5, 2007, pp. 349-364

(144) « Businesses, like all large-scale organizations, are roughly pyramidal in form, because of the hierarchical structure induced by the authority relation. Each executive has a certain number, n, of subordinates at the level immediately below him, and this number varies within only moderate limits in a given company, and even among a number of companies. At executive levels it is seldom less than three, and seldom more than ten, and usually lies within narrower bounds-particularly if we take averages over all executives in an organization at a given level. There is a widely accepted attitude in industry that an appropriate differential in salary exists between an executive and his immediate subordinates, measured not in absolute terms but as a ratio. That is, an executive's salary "should" be b times the salary of his immediate subordinates, no matter what his level ». H. SIMON, *The Compensation of Executives*, in Sociometry, Vol. 20, N. 1. 1957, pp. 32-33.

(145) Cfr. D. CISCEL, T. CARROLL, *The Determinants of Executive Salaries: An Econometric Survey*, in The Review of Economics and Statistics, Vol. 62, N. 1, 1980, p. 13.

D'altra parte Baumol osserva come «… the typical large corporation in the United States seeks to maximise not its profits but its total revenues which the businessman calls his sales. That is, once his profits exceed some vaguely defined minimum level, he is prepared to sacrifice further increases in profits if he can thereby obtain larger revenues ». (W. BAUMOL, *On the Theory of Oligopoly*, in Economica, Vol. 25, N. 99, 1958, p. 187). e che di conseguenza «…executive salaries appear to be far more closely correlated with the scale of operations of the firm than with its profitability ». W. BAUMOL, *Business behavior, value and growth*, Harcourt Brace Jovanovich, 1967, p. 46.

tori che le gestiscono ([146]). Infine, altri Autori sostengono che gli amministratori che gestiscono le imprese di maggiori dimensioni siano anche quelli aventi le competenze di livello superiore. Tali competenze sono scarse e le imprese che le necessitano maggiormente sono quelle più complesse ovvero le imprese di maggiori dimensioni. Pertanto queste ultime offrirebbero livelli retribuitivi più elevati al fine di attrarre gli amministratori particolarmente talentuosi ([147])

2.5.3. *Il rischio di impresa*

La struttura e il livello della remunerazione degli amministratori possono essere influenzati, oltre che dalla dimensione e dalle performance aziendali, anche dal livello di rischiosità che caratterizza l'impresa in cui essi operano ([148]). Le imprese caratterizzate da un elevato livello di rischiosità presentano anche un altrettanto elevato grado di incertezza nel raggiungimento degli obiettivi di performance prestabiliti ([149]). Ne consegue che gli amministratori di tali imprese sono sottoposti ad un maggiore rischio rispetto ai colleghi che gestiscono imprese meno rischiose. Subordinare la remunerazione esclusivamente al raggiungimento di livelli di performance prestabiliti potrebbe esporre gli amministratori al sostenimento di un rischio eccessivamente elevato ([150]). Pertanto, è da ritenere plausibile che le imprese che presentano un rischio elevato privilegino l'adozione di strumenti di remunerazione fissa che permettono di proteggere gli amministratori dalle influenze esterne, esercitate da fattori da essi non controllabili, sul livello di performance dell'impresa ([151]). Diversi sono gli studi che hanno evidenziato come all'aumentare della rischiosità dell'impresa si verifichi un contestuale incremento nell'utilizzo di strumenti di remunerazione fissa e, al contempo, si riduca il ricorso a strumenti di remunerazione basati sulle performance ([152]). Occorre evidenziare che gli strumenti di remunerazione fissa sono in grado ridurre il rischio percepito dagli amministratori, ma non di annullarlo completamente. Infatti, nel caso in cui le performance dell'impresa fossero al di sotto dei livelli prefissati, gli amministratori sono comunque sottoposti al rischio di essere revocati dal proprio incarico con una conseguente perdita di valore in termini di reputazione ([153]). Ne consegue che, anche se remunerati mediante compensi fissi, all'aumentare

---

(146) Si vedano tra gli altri: S. FINKELSTEIN, D. HAMBRICK, *Chief Executive Compensation: A Study of the Intersection of Markets and Political Processes*, in Strategic Management Journal, Vol. 10, N. 2, 1989, pp. 121-134; J. DECKOP, *Determinants of Chief Executive Officer Compensation*, cit., pp. 215-226.

(147) Cfr. S. ROSEN, *Contracts and the Market for Executives*, cit., pp. 191-201.

(148) « Il rischio, nell'economia aziendale, si identifica nell'alea che l'azienda è costretta a sopportare in seguito al possibile manifestarsi egli eventi che ricadono nella sua orbita ». (U. BERTINI, *Introduzione allo studio dei rischi in economia d'azienda*, cit., p. 13). Il complesso di rischi che incombono sull'impresa viene definito con l'espressione «rischio economico generale», concetto che riassume al suo interno tutte le problematiche del rischio considerate nel suo carattere sistematico e in base al contenuto economico. *Ibidem*, pp. 34-40.

Il Ferrero definisce il rischio economico generale come l'eventualità che « l'incerto affluire dei ricavi non sia tendenzialmente atto a fronteggiare, nella dinamica delle condizioni d'impresa, di mercato e d'ambiente, le mutevoli esigenze di congrua remunerazione dei fattori produttivi qualitativamente e quantitativamente vincolati, in modo vario secondo il mutare delle prospettive economiche, al durevole esercizio dell'impresa stessa ». G. FERRERO, *Impresa e Management*, cit., p. 91.

(149) Cfr. S. SITKIN, A. PABLO, *Reconceptualizing the Determinants of Risk Behavior*, in The Academy of Management Review, Vol. 17, N. 1, 1992, pp. 9-38.

(150) Gli amministratori sono soggetti che si caratterizzano per una naturale avversione al rischio, pertanto potrebbero non essere disposti ad accettare di sopportare un rischio il cui livello sia superiore ad un determinato limite. Per ulteriori approfondimenti si rinvia al capitolo 1.

(151) In merito è stato osservato che «…people underweight outcomes that are merely probable in comparison with outcomes that are obtained with certainty. This tendency, called the certainty effect, contributes to risk aversion in choices involving sure gains and to risk seeking in choices involving sure losses ». D. KAHNEMAN, A. TVERSKY, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, in Econometrica, Vol. 47, N. 2, 1979, pp. 263-292.

(152) Si vedano tra gli altri i seguenti lavori: K. EISENHARDT, *Agency and institutional explanations of compensation in retail sales*, in Academy of Management Journal, Vol. 31, N. 3, 1988, pp. 488-511; S. GRAY, A. CANNELLA, *The role of risk in compensation,* in Journal of Management, Vol. 23, N. 5, 1997, pp. 517-540; M. BLOOM, G. MILKOVICH, *Relationships among Risk, Incentive Pay, and Organizational Performance*, in The Academy of Management Journal, Vol. 41, N. 3, 1998, pp. 283-297.

(153) Cfr. E. FAMA, *Agency problems and the theory of firm*, cit., pp. 297-198; G. SALANCIK, J. PFEFFER, *Effects of Ownership and Performance on Executive Tenure in U.S. Corporations*, in The Academy of Management Journal, Vol. 23, N. 4., 1980, pp. 653-664; D. JAMES, M. SOREF, *Profit Constraints on Managerial Autonomy: Managerial Theory and the Unmaking of the Corporation President*, in American Sociological Review, Vol. 46, N. 1, 1981, pp. 1-18.

della rischiosità dell'impresa aumenta anche il rischio a cui sono esposti gli amministratori. Affinché questi ultimi siano disposti ad accettare un maggior rischio, *ceteris paribus*, le imprese dovranno offrire loro una remunerazione più elevata ([154]). L'incremento della remunerazione deve essere tale da compensare l'effetto negativo derivante dall'assunzione di un rischio maggiore. È, quindi, probabile che all'aumentare del rischio di impresa si verifichi un contestuale aumento nel livello di remunerazione percepito dall'amministratore ([155]). Tale aumento sarà tanto più elevato quanto maggiore è la quota parte di remunerazione variabile.

2.5.4. *Le opportunità di crescita*

Le imprese che presentano delle potenziali opportunità di crescita si caratterizzano per la prevalenza di investimenti il cui valore dipende, almeno in parte, dall'attuazione negli anni successivi di ulteriori investimenti che presentano carattere discrezionale ([156]). La valutazione di tali investimenti risulta essere alquanto difficoltosa in quanto influenzata dalla presenza di discrezione nella realizzazione degli investimenti futuri a cui il loro valore è legato ([157]). Nelle imprese in cui l'incidenza di tali investimenti è maggiore risulta essere più difficile monitorare il comportamento degli amministratori esecutivi a causa della maggiore discrezionalità di cui essi dispongono ([158]). Poiché, in tali imprese i meccanismi di controllo sull'operato degli amministratori potrebbero essere poco efficaci è probabile che vi sia un maggiore ricorso a strumenti di remunerazione basati sulle performance ([159]). Inoltre, è opportuno evidenziare come le imprese che presentano maggiori opportunità di crescita siano anche quelle che mirano ad investire nel proprio sviluppo futuro mediante elementi innovativi, i quali possono causare un innalzamento nel livello di rischiosità dell'impresa. All'aumentare della rischiosità si potrebbe determinare un incremento nel livello dei compensi assegnati agli amministratori ([160]). Occorre evidenziare che se da una parte la coincidenza tra tali caratteristiche (presenza di opportunità di crescita e rischiosità aziendale) rafforza il legame con il livello di remunerazione; d'altra parte, invece, si presenta una situazione di contrasto con riferimento al ricorso a strumenti di remunerazione variabile. Infatti, se da una parte, la maggiore rischiosità dell'impresa, a causa dell'avversione al rischio degli amministratori, rendere meno opportuno l'utilizzo di strumenti di incentivazione, dall'altra le maggiori difficoltà di controllo insite nelle imprese con elevate opportunità di crescita rende meno efficaci i meccanismi di controllo e favorisce l'uso di sistemi di incentivazione. Ne consegue che il ricorso a strumenti di incentivazione sarà tanto minore se a prevalere sarà l'esigenza di contenere il rischio, e tanto maggiore se prevale quella di adottare meccanismi sostituitivi al controllo.

L'evidenza empirica supporta gli assunti teorici illustrati. Diversi studi hanno, infatti, rilevato che nelle imprese che presentano maggiori opportunità di crescita si riscontri una maggiore remunerazione percepita dagli amministratori ([161]) e un maggiore ricorso a strumenti di remunerazione basati sulle performance ([162]).

Si veda quanto osservato al paragrafo 1.3.1. per quanto riguarda il funzionamento del mercato per il lavoro manageriale e sul ruolo esercitato dalla reputazione.

(154) Cfr. S. SHAVELL, *Risk sharing and incentives in the principal and agent relationship*, cit., pp. 55-73.

(155) « because increased firm risk means increased variability in performance outcomes, executives employed by high risk firms may require a risk premium as poor performance (regardless of cause) will be attributed to them ». S. GRAY, A. CANNELLA, *The role of risk in compensation*, cit., p. 519.

Inoltre si vedano i seguenti lavori: B. HOLMSTRÖM, *Incentive Compensation: Practical Design from a Theory Point of View* , cit., p. 179.

(156) Le opportunità di crescita sono rappresentate dalla presenza di «… assets that can be regarded as call options, in the sense that their ultimate values depend, at least in part, on further discretionary investment by the firm ». S. MYERS, *Determinants of Corporate Borrowing*, in Journal of Financial Economics, Vol. 5, N. 2, 1977, pp. 147-175.

(157) *Ibidem*, pp.147-175.

(158) Cfr. R. WATTS, J. ZIMMERMAN. *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall, 1986, pp. 360-361.

(159) Si rinvia al capitolo 1 in merito al rapporto di sostituibilità esistente tra i meccanismi di controllo e quelli di incentivazione.

(160) Cfr. C. SMITH, R. WATTS, *The investing opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies*, cit., p. 274.

(161) Cfr. C. SMITH, R. WATTS, *The investing opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies*, cit., pp. 263-292; J. GAVERA, K. GAVER, *Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compen-*

2.5.5. Il settore industriale

Nei paragrafi precedenti è stato illustrato come la remunerazione possa essere influenzata da fattori quali le performance realizzate, la dimensione aziendale, il rischio dell'attività di impresa e le opportunità di crescita. Tali fattori possono essere comuni ad imprese che svolgono attività similari e pertanto essere maggiormente presenti all'interno di un dato settore industriale. È possibile, per esempio, che taluni settori a causa del rischio insito nelle attività che li caratterizzano ([163]), siano formati da un elevato numero di imprese altamente rischiose, o che a causa della particolare complessità che caratterizza determinate attività imprenditoriali ([164]) si contraddistinguano per la presenza di un elevato numero di imprese di dimensioni medio-grandi o che presentano elevate opportunità crescita ([165]). Inoltre, poiché le imprese che operano nel medesimo settore sono accomunate dallo svolgimento di attività simili è possibile che, a causa di un sistemico calo della domanda, l'intero settore entri in crisi ([166]) e pertanto si registrino delle performance più basse rispetto a quelle realizzate negli altri settori, o viceversa.

A causa di tali relazioni è possibile pertanto che, sulla base delle motivazioni illustrate nei paragrafi precedenti, l'appartenenza di un'impresa ad un determinato settore possa esercitare una significativa influenza sui livelli e sulla configurazione della remunerazione degli amministratori. Gli studi empirici condotti in merito sono molteplici ([167]). Alcuni studi hanno osservato che le imprese che operano in settori molto dinamici, quali sono per esempio i settori *high-tech*, offrono ai propri amministratori compensi superiori rispetto a quelli richiesti dagli amministratori di imprese che operano i settori meno dinamici, poiché essendo più complesse necessitano di essere gestite da soggetti dotati di un livello di competenze elevato ([168]). Altri studi hanno riscontrato che le imprese che operano in settori che fronteggiano delle difficoltà tendono ad abbassare i livelli di performance a cui è legata la remunerazione degli amministratori, in attesa della ripresa economica ([169]).

2.5.6. La struttura della proprietà e del controllo

La struttura della proprietà e del controllo che caratterizza un'impresa costituisce un fattore potenzialmente in grado di influenzare la composizione e il livello della remunerazione percepita

---

sation policies, in Journal of Accounting and Economics, Vol. 16, N. 1-3, 1993, pp. 125-160; H. MEHRAN, *Executive compensation structure, ownership, and firm performance*, in Journal of Financial Economics, Vol. 38, 1995, pp. 163-184; N. OZKAN, *Do Corporate Governance Mechanisms Influence CEO Compensation? An Empirical Investigation of UK Companies*, cit., pp. 349-364.

(162) Cfr. C. SMITH, R. WATTS, *The investing opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies*, cit., pp. 263-292; W. BABER, S. JANAKIRAMAN, S. KANG, *Investment opportunities and the structure of executive compensation*, in Journal of Accounting and Economics, Vol. 21, N. 3, 1996, pp. 297-318; J. CORE, W. GUAY, *The use of equity grants to manage optimal equity incentive*, in Journal of Accounting and Economics, Vol. 28, N. 2, 1999, pp. 151-184; J. WALKER, *The Use of Performance-based Remuneration: High versus Low-growth Firms*, in Australian Accounting Review, Vol. 20, N. 3, 2010, pp. 256-264.

(163) Si consideri a titolo esemplificativo il settore immobiliare dei *sub-prime*. Le imprese che operano in tale settore effettuando prestiti a soggetti che non sono in possesso dei "tradizionali" requisiti di solvibilità per accedere ad un prestito sono naturalmente esposte ad un rischio maggiore rispetto a quello sopportato dalle imprese che, al contrario, effettuano prestiti solo a soggetti in possesso dei predetti requisiti.

(164) Si consideri a titolo esemplificativo il settore petrolifero. Le attività che devono essere realizzate in tale contesto si caratterizzano per un certo livello di complessità e la loro attuazione richiede l'investimento di un ingente ammontare di risorse in attività immateriali, quali gli studi per l'individuazione di nuovi pozzi petroliferi, e in attività materiali, rappresentate per esempio dalle spese la predisposizione degli impianti di perforazione.

(165) Sul legame tra complessità, dimensione aziendale e opportunità di crescita si vedano i paragrafi 2.5.2 e 2.5.4.

(166) Si pensi alla crisi manifestatasi sul settore automobilistico negli anni recenti a causa di un drastico calo nei livelli delle vendite.

(167) A riguardo si vedano, tra gli altri, i seguenti studi: D. ROBERT, *A General Theory of Executive Compensation Based on Statistically Tested Propositions*, cit., pp. 270-294; K. ELY, *Interindustry Differences in the Relation between Compensation and Firm Performance Variables*, in Journal of Accounting Research, Vol. 29, N 1, 1991, pp. 37-58.

(168) Cfr. P. KOSTIUK, *Firm Size and Executive Compensation*, in The Journal of Human Resources, Vol. 25, N. 1, 1990, pp. 90-105; D. BALKIN, L. GOMEZ-MEJIA, *Compensation Practices in High-Technology Industries*, in Personnel Administrator, Vol. 37, N. 4, 1984, pp. 635-650.

(169) Cfr. R. DECKOP, *Determinants of Chief Executive Officer Compensation*, cit., pp. 215-226

dagli amministratori. Come precedentemente illustrato nel capitolo 1, la presenza di un azionista di riferimento, in grado di esercitare una forte influenza sulla gestione aziendale ([170]), o di un azionista che, sebbene non sia in grado di esercitare una tale influenza, possiede una partecipazione azionaria significativa (cosiddetto *blockholder* esterno) ([171]) favorisce la riduzione del problema di agenzia di tipo classico. Tali soggetti, grazie al possesso di un pacchetto azionario rilevante, possono avere la convenienza, nonché il potere e le informazioni necessarie, per esercitare un attività di monitoraggio sull'operato degli amministratori e, pertanto, rendere meno necessario l'utilizzo di strumenti di incentivazione, tra i quali rientra la remunerazione ([172]). Pertanto, è plausibile che in presenza di tali soggetti le imprese ricorrano meno a strumenti di remunerazione variabile e, poiché agli amministratori viene trasferito un rischio limitato, remunerino in maniera minore i propri amministratori. A riguardo, l'evidenza empirica mostra che nelle imprese caratterizzate da una struttura proprietaria maggiormente concentrata il livello della remunerazione degli amministratori risulta essere più contenuto ([173]) e che, con particolare riferimento alle imprese caratterizzate da un azionariato frazionato, all'aumentare delle partecipazioni detenute dal *blockholder* esterno si verifica una riduzione nell'ammontare di remunerazione percepita dagli amministratori ([174]) ed un minor ricorso, da parte delle imprese, a strumenti di remunerazione basata su azioni ([175]). Altri lavori rilevano, invece, una maggiore intensità del legame tra remunerazione e performance aziendali ([176]). Altri studi hanno investigato il ruolo esercitato dall'identità degli azionisti di riferimento e dei *blockholder* esterni sulla remunerazione degli amministratori. Con riferimento ai primi, alcuni studi evidenziano che la remunerazione percepita dagli amministratori diminuisca se l'azionista di riferimento è rappresentato dallo Stato o da altri enti pubblici, mentre aumenti se è costituito da una famiglia ([177]). Una tale differenza è attribuibile alla presenza di membri della famiglia all'interno dei consigli di amministrazione ([178]). Tuttavia, altri studi che hanno analizzato la remunerazione degli amministratori di imprese famigliari hanno rilevato che gli amministratori appartenenti alla famiglia che controlla l'impresa siano pagati meno rispetto agli altri amministratori ([179]). Studi sull'identità dei *blockholders* esterni hanno riscontrato che la presenza di investitori istituzionali è associata ad un minore livello nella remunerazione degli amministratori e ad un maggior ricorso a strumenti di remunerazione variabile di lungo termine ([180]).

---

(170) Secondo la dottrina prevalente è da considerarsi tale un azionista che possiede una partecipazione azionaria compresa tra il 10 e il 20 per cento del capitale votante, a condizione che tale partecipazione gli permetta di nominare la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione. In merito si vedano, su tutti, i seguenti lavori: R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, R. VISHNY, *Corporate Ownership Around the World*, cit., pp. 471-517; S. CLAESSENS, S. DJANKOV, L. LANG, *The separation of ownership and control in East Asian corporations*, in Journal of Financial Economics, Vol. 58, N. 1-2, 2000, pp. 81-112; M. FACCIO, L. LANG, *The ultimate ownership of Western European corporations*, in Journal of Financial Economics, Vol. 65, N. 3, 2002, pp. 365-395; L. PATELLI, A. PRENCIPE, *The Relationship between Voluntary Disclosure and Independent Directors in the Presence of a Dominant Shareholder*, in European Accounting Review, Vol. 16, N. 1, 2007, pp. 5-33.

(171) La dottrina di riferimento considera tali gli azionisti in possesso di un pacchetto azionario pari ad almeno il 5 per cento del capitale dell'impresa. In merito si vedano: M. ALLEN, *Power and Privilege in the Large Corporation: Corporate Control and Managerial*, in The American Journal of Sociology, Vol. 86, N. 5 , 1981, pp. 1112-1123; A. SHLEIFER, R. VISHNY, *Large Shareholders and Corporate Control*, cit., pp. 461-488; J. CORE, R. HOLTHAUSEN, D. LARCKE, *Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance*, cit., pp. 371-406;

(172) A riguardo, si rinvia al paragrafo 1.3.1 ove ulteriori riferimenti dottrinali.

(173) Cfr. R. BARONTINI, S. BOZZI, *Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies*, cit., pp. 59-89.

(174) Cfr. R. LAMBERT, D. LARCKER, K. WEIGEL, *The Structure of Organizational Incentives*, in Administrative Science Quarterly, Vol. 38, N. 3, 1993, pp. 438-446; R. CYERT, S. KANG, P. KUMA, *Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation: Theory and Evidence*, in Management Science, Vol. 48, N. 4, 2002, pp. 453-469; J. CORE, R. HOLTHAUSEN, D. LARCKE, *Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance*, cit., pp. 371-406.

(175) Cfr. H. MEHRAN, *Executive compensation structure, ownership, and firm performance*, cit., pp. 163-184.

(176) Si rinvia in merito alla rassegna effettuata da L. GOMEZ-MEJIA, R. WISEMAN, *Reframing Executive Compensation: An Assessment and Outlook*, cit., pp. 291-374, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

(177) Cfr. R. BARONTINI, S. BOZZI, *Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies*, cit., pp. 59-89.

(178) *Ibidem*.

(179) Cfr. L. GOMEZ-MEJIA, M. LARRAZA-KINTANA, M. MAKRI, *The Determinants of Executive Compensation in Family-Controlled Public Corporations*, in The Academy of Management Journal, Vol. 46, N. 2, 2003, pp. 226-237.

(180) Si vedano, in merito, i seguenti lavori: P. DAVID, R. KOCHHAR, E. LEVITAS, *The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation*, in The Academy of Management Journal, Vol. 41, N. 2, 1998, pp. 200-208; J. HARTZELL, L. STARKS,

2.5.7. *Le caratteristiche personali dell'amministratore delegato*

Le capacità e le competenze che caratterizzano gli amministratori delegati rientrano tra i fattori in grado di influenzare la remunerazione che questi ultimi ricevono in cambio della propria prestazione lavorativa ([181]). L'avvalersi di collaboratori talentuosi in possesso di competenze e conoscenze specifiche costituisce per le imprese un importante vantaggio competitivo. È stato osservato che affinché una risorsa possa costituire un tale vantaggio per l'impresa deve possedere i seguenti attributi:

- essere utile al processo di creazione del valore
- rara
- difficilmente imitabile
- difficilmente sostituibile ([182]).

Le abilità e le competenze degli amministratori costituiscono di fatto una risorsa per l'impresa ([183]). È plausibile ritenere che tali risorse presentino gli attributi sopra illustrati in quanto la complessità che caratterizza l'attività di impresa richiede agli amministratori di sviluppare conoscenze tecniche specifiche, l'apprendimento delle quali richiede tempo e viene effettuato anche grazie alle esperienze passate ([184]). Ne consegue che, per potersi avvalersi degli amministratori più talentuosi, le imprese dovranno offrire loro una remunerazione in grado di attrarli a sé, sottraendoli in tal modo alle imprese concorrenti ([185]). Per tale motivo potrebbe essere plausibile che la remunerazione degli amministratori non sia legata alle performance aziendali passate o presenti, ma che sia determinata sulla base delle performance future le quali sarebbero stimate sulla base delle competenze degli amministratori che le gestiscono ([186]). Gli amministratori reputati maggiormente talentuosi ricevono una remunerazione maggiore in quanto si ritiene che mediante la loro gestione l'impresa potrà raggiungere negli anni successivi livelli di performance più elevati ([187]). Diversi studi empirici riscontrano come le esperienze e il livello di istruzione degli amministratori siano fattori in grado di influenzare il livello della remunerazione di questi ultimi ([188])

Institutional Investors and Executive Compensation, in The Journal of Finance, Vol. 58, N. 6, 2003, pp. 2351-2374; N. OZKAN, *Do Corporate Governance Mechanisms Influence CEO Compensation? An Empirical Investigation of UK Companies*, cit., pp. 349-364.

(181) In merito è stato osservato che «…firm-specific human capital plays an important role in the top-level management of the corporation, and this role extends its influence into the compensation policies of the firms » (P. KOSTIUK, *Firm Size and Executive Compensation*, cit., p. 104) e che « …the increase in executive compensation can be explained by an increase in the importance of general skills, as opposed to firm specific knowledge, in managing the modern corporation ». K. MURPHY, J. ZÁBOJNÍK, CEO *Pay and Appointments: A Market-Based Explanation for Recent Trends*, in The American Economic Review, Vol. 94, N. 2, 2004, p. 195.

Per maggiori approfondimenti in merito si veda, su tutti: G. BECKER, *Human capital: a theoretical and empirical analysis, with special reference to education*, Columbia University press, 1964.

(182) Cfr. J. BARNEY, *Firm resources and sustained competitive advantage*, in Journal of Management, Vol. 17, N. 1, 1991, pp. 99-120.

(183) Cfr. G. BECKER, *Human Capital. A theoretical and Empirical Analysis with Special Reference to Education*, The University of Chicago Press, 1993; M. HUSE, *Boards, governance and value creation: the human side of corporate governance*, Cambridge University Press, 2007.

(184) In merito si rinvia a quanto osservato da: R. CASTANIAS, C. HELFAT, *Managerial resources and rents*, in Journal of Management, Vol. 17, N. 1 pp. 155-171; J. COMBS, M. SKILL, *Managerialist and Human Capital Explanations for Key Executive Pay Premiums: A Contingency Perspective*, in The Academy of Management Journal, Vol. 46, N. 1, 2003, pp. 63-73, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

(185) L'impresa che vuole avvalersi dei fattori produttivi qualitativamente e quantitativamente richiesti dall'esercizio dell'attività di impresa proiettata deve remunerare tali fattori in maniera congrua, quando tale remunerazione è necessaria e, al contempo, sufficiente per trattenerli ed attrarli, nell'ambito dell'impresa, alle operanti condizioni di mercato. Cfr. G. FERRERO, *Impresa e Management*, cit., p. 15.

(186) Cfr. T. HOGAN, L. MCPHETERS, *Executive Compensation: Performance versus Personal Characteristics*, in Southern Economic Journal, Vol. 46, N. 4, 1980, pp. 1060-1068.

(187) Cfr. J. MINCEL, *Schooling, Experience, and Earnings*, Columbia University Press, 1974, pp. 83-96.

(188) In merito si vedano i seguenti lavori: N. AGARWAL, *Determinants of executive compensation*, in Industrial Relations, Vol. 20, N. 1, 1991, pp. 36-45; T. HOGAN, L. MCPHETERS, *Executive compensation: performance versus personal characteristics*, cit., pp. 1060-1068; K. CHUNG, S. PRUITT, *Executive ownership, corporate value and executive compensation: A unifying framework*, in Journal of Banking and Finance, Vol. 20, N. 7, 1996, pp. 1135-1159; M. CARPENTER, G. SANDERS, H. GREGERSEN, *Bundling Human Capital With Organizational Context: The Impact of International Assignment Experience on Multinational Firm Performance and Ceo Pay*, in The Academy of Management Journal, Vol. 44, N. 3, 2001, pp. 493-511.

2.5.8. *Il ruolo del consiglio di amministrazione*

Il consiglio di amministrazione, e ove costituito il comitato per la remunerazione ([189]), assume un ruolo centrale nella definizione della remunerazione degli amministratori di un'impresa, in quanto rappresenta l'organo all'interno del quale hanno luogo i principali processi decisionali, tra i quali rientra la configurazione della remunerazione dei sui membri. Secondo la teoria dell'agenzia, illustrata nel capitolo 1, il consiglio di amministrazione costituisce un importante meccanismo di controllo sull'operato degli amministratori esecutivi. Il consiglio di amministrazione dovrebbe configurare la remunerazione degli amministratori esecutivi in maniera tale da orientare i comportamenti di tali soggetti al perseguimento della creazione di valore per gli azionisti e limitare l'attuazione di comportamenti opportunistici da parte di tali soggetti ([190]). Tuttavia, affinché il sistema di corporate governance sia in grado di promuovere l'attuazione di meccanismi di correttezza è opportuno che vi sia un'effettiva separazione tra i soggetti che si occupano della gestione aziendale e coloro che si occupano di valutare il loro operato ([191]). I sostenitori della cosiddetta teoria della *rent-extraction* ([192]) ritengono il consiglio di amministrazione un organo non indipendente, che agisce per soddisfare gli interessi degli amministratori stessi, piuttosto che quelli degli azionisti, e né il mercato per il controllo aziendale né quello per il lavoro manageriale sono in grado di esercitare su di esso, e sugli amministratori esecutivi, un potere tale da influenzarne il comportamento ([193]). La mancata indipendenza del consiglio di amministrazione favorirebbe l'attuazione di comportamenti opportunistici da parte degli amministratori esecutivi, i quali potrebbero, grazie all'elevato potere di cui dispongono, influenzare il procedimento di configurazione della propria remunerazione al fine di beneficiare di una rendita di posizione a scapito della creazione di valore per gli azionisti ([194]). Tale rendita sarebbe rappresentata dalla remunerazione ricevuta in eccesso rispetto a quella spettante secondo una logica di contrattazione ottimale ([195]). L'estrazione di ricchezza verrebbe effettuata mediante l'adozione di pratiche atte a nascondere sia l'ammontare dei compensi effettivamente ricevuti dagli amministratori sia il legame tra tali compensi e le performance realizzate ([196]). Sulla base di tali considerazioni, la teoria della *rent-extraction* considera la remunerazione degli amministratori una conseguenza del problema di agenzia, piuttosto che una possibile soluzione di tale problema.

La volontà decisionale del consiglio di amministrazione, e ove costituito del comitato per la remunerazione, sarebbe inficiata, oltre che dai possibili legami personali esistenti tra gli amministratori non esecutivi e l'amministratore delegato, anche dal ruolo che quest'ultimo esercita sul processo di nomina e sulla definizione della remunerazione dei primi. Gli amministratori che si opponessero all'approvazione di una remunerazione per l'amministratore delegato non giustificata da logiche di contrattazione ottimale metterebbero a rischio la loro eventuale riconferma tra i membri del consiglio di amministrazione nonché la possibilità di essere nominati consiglieri di

---

(189) Il comitato per la remunerazione è un organo interno al consiglio di amministrazione, normalmente composto da un numero compreso tra 3 e 5 membri, il cui compito principale è definire la remunerazione degli amministratori esecutivi. Si rinvia per maggiori dettagli al paragrafo 3.4.2.

(190) Per ulteriori specificazioni sull'argomento si rinvia a quanto illustrato al capitolo 1, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

(191) Cfr. V. CODA, *Trasparenza informative e correttezza gestionale: contenuti e condizioni di contesto*, in AA.VV, *Scritti di Economia Aziendale in memoria di Raeffale D'Oriano*, Tomo I, Cedam, 1997, pp. 321-336.

(192) La teoria della *rent-extration* si propone di fornire una spiegazione alternativa a quella fornita dalla teoria della contrattazione ottimale in merito alla funzione svolta dalla remunerazione degli amministratori di imprese quotate. In merito è stato osservato quanto segue: « Although the managerial power approach is conceptually quite different from the optimal contracting approach, we do not propose the former as a complete replacement for the latter. Compensation arrangements are likely to be shaped both by market forces that push toward value-maximizing outcomes, and by managerial influence, which leads to departures from these outcomes in directions favorable to managers. The managerial power approach simply claims that these departures are substantial and that optimal contracting alone cannot adequately explain compensation practices ». L. BEBCHUK, J. FRIED, *Executive compensation as an agency problem,* cit., pp. 72-73.

(193) Sulle motivazioni alla base di tali assunzioni si rinvia, su tutti, a quanto scritto in L. BEBCHUK, J. FRIED, D. WALKER, *Managerial Power And Rent Extraction In The Design Of Executive Compensation,* cit., pp. 764-783.

(194) Cfr. L. BEBCHUK, J. FRIED, *Executive compensation as an agency problem,* cit., pp. 71-92.

(195) *Ibidem.*

(196) *Ibidem.*

amministrazione in altre imprese ([197]). Inoltre, i membri del comitato per la remunerazione potrebbero essere portati a configurare la remunerazione dei colleghi con deleghe esecutivi sulla base delle proprie aspettative di remunerazione ([198]). L'attribuzione agli amministratori esecutivi di una remunerazione in eccesso potrebbe avere un'influenza poco rilevante sul valore delle azioni sul mercato, soprattutto se si tratta di imprese di grandi dimensioni, ne consegue che anche l'azione di controllo effettuata da parte del mercato per il controllo aziendale e/o del mercato per il lavoro manageriale risulti essere, in tal caso, inefficace ([199]).

D'altra parte è opportuno osservare come la configurazione della remunerazione costituisca una problematica complessa ([200]). Affinché sia configurata in maniera tale da favorire la creazione di valore per gli azionisti è importante che i soggetti a cui compete la definizione delle politiche di remunerazione siano in possesso di adeguate competenze in materia ([201]). Le competenze necessarie per la configurazione di un pacchetto retributivo sono di vario tipo. Occorre, per esempio, avere una buona conoscenza in merito ai diversi strumenti di remunerazione che possono essere adottati ed essere in grado comprendere se il loro utilizzo può apportare benefici all'impresa, conoscere le diverse metodologie mediante le quali stimare le performance degli amministratori ed essere in grado di stabilire delle soglie al superamento delle quale l'obiettivo può essere considerato raggiunto, conoscere quali siano i comportamenti attuati dalle imprese concorrenti al fine di definire una remunerazione che possa essere considerata attrattiva, etc. ([202]). È possibile che conoscenze tanto specifiche non siano possedute dai membri del consiglio di amministrazione ([203]). Pertanto potrebbe essere possibile che il consiglio di amministrazione, o il comitato per la remunerazione ove istituito, non siano in grado di configurare la remunerazione degli amministrazione secondo logiche ottimali, non perché non siano indipendenti, ma perché non possiedono le competenze necessarie a tal fine.

Per ovviare a tale mancanza di competenza, è diffusa tra le imprese, soprattutto tra quelle operanti nel contesto anglo-americano, la prassi di avvalersi di consulenti esterni che supportino il consiglio di amministrazione (o il comitato per la remunerazione, ove istituito) nella definizione delle politiche di remunerazione ([204]). Tali soggetti possono apportare le competenze necessarie per la costruzione di una remunerazione che segue le logiche della contrattazione ottimale, facendo sostenere all'impresa un costo inferiore rispetto a quello necessario per lo sviluppo interno di tali competenze ([205]). Occorre evidenziare, tuttavia, che sebbene competenti tali soggetti potrebbero non essere effettivamente indipendenti e quindi configurare la remunerazione secondo la

---

(197) Cfr. L. BEBCHUK, J. FRIED, D. WALKER, *Managerial Power And Rent Extraction In The Design Of Executive Compensation,* cit., pp. 764-774.

Tale effetto può avere luogo solo se si assume come ottica di riferimento quella della *rent-extraction theory*. Se si considera, invece, un'ottica della teoria della contrattazione ottimale, il mercato per il lavoro manageriale dovrebbe essere in grado di premiare i consiglieri che configurano una remunerazione che rispetta logiche di efficienza ed efficacia, e punire quelli che favoriscono l'amministratore delegato nell'estrazione di una rendita.

(198) In merito, si rinvia a: C. O'REILLY, B. MAIN, G. CRYSTAL, *CEO compensation as tournament and social comparison: A tale of two theories*, in Administrative Science Quarterly, Vol. 33, N. 2, 1988, pp. 257–274.

(199) Cfr. L. BEBCHUK, J. FRIED, D. WALKER, *Managerial Power And Rent Extraction In The Design Of Executive Compensation,* cit., pp. 774-779.

(200) Cfr. G. AIROLDI, *La rimunerazione degli amministratori: tra organizzazione e corporate governance*, cit., p. 64.

(201) Le competenze di cui sono in possesso i membri del consiglio di amministrazione rappresentano per l'impresa una risorsa. Tali competenze possono essere di tipo diverso. Le competenze necessarie ai soggetti che configurano la remunerazione dell'amministratore delegato rientrano nella categoria delle cosiddette competenze "*process-oriented*" in quanto specifiche per l'espletamento di una particolare funzione all'interno del consiglio. Si veda per maggiori approfondimenti: M. HUSE, *Boards, governance and value creation: the human side of corporate governance*, cit., pp. 74-77.

(202) Cfr. M. CONYON, S. PECK, G. SADLER, *Compensation Consultants and Executive Pay Evidence from the United States and the United Kingdom*, in The Academy of Management Perspectives, Vol. 23, N. 1, 2009, pp. 43-55.

(203) « Outside directors are unlikely to specialists in the field of executive pay or have all relevant information to design an optimal pay contract ». M. CONYON, S. PECK, G. SADLER, *Compensation Consultants and Executive Pay Evidence from the United States and the United Kingdom*, cit. p 45.

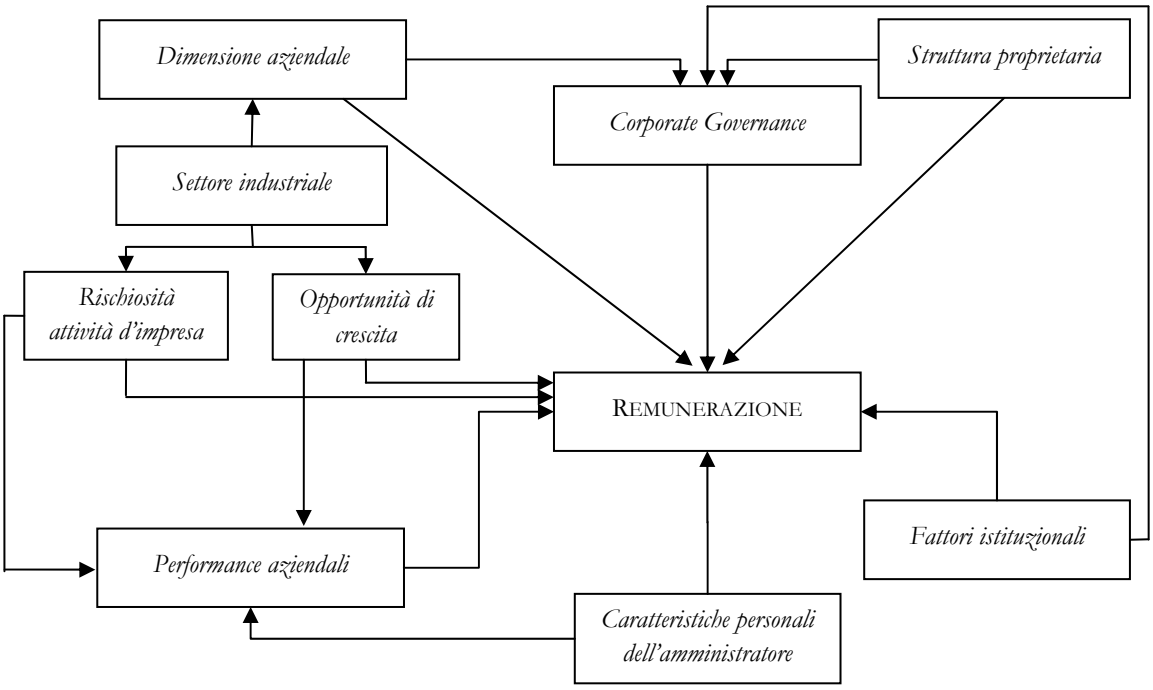
(204) « The use of consultants can be explained within the optimal contracting framework on grounds that they supply useful information and contribute expertise on the design of compensation packages ». L. BEBCHUK, J. FRIED, *Executive compensation as an agency problem,* cit., p. 78.

(205) Cfr. M. CONYON, S. PECK, G. SADLER, *Compensation Consultants and Executive Pay Evidence from the United States and the United Kingdom*, cit., pp. 43-55.

volontà e gli interessi dell'amministratore delegato, piuttosto che per soddisfare gli interessi degli azionisti ([206]).

Sulla base di tali considerazioni è possibile ritenere che la remunerazione percepita dall'amministratore delegato, nonché le modalità di configurazione della medesima, possano essere significativamente influenzate dal potere di cui è in possesso l'amministratore delegato ([207]), dall'indipendenza del consiglio di amministrazione ([208]), e, ove istituito, del comitato per la remunerazione ([209]), dalle competenze di cui tali organi sono in possesso ([210]), nonché dalla presenza di un consulente esterno ([211]).

Figura 2.7. – Principali determinanti della remunerazione



(206) Cfr. L. BEBCHUK, J. FRIED, *Executive compensation as an agency problem,* cit., pp. 71-92.

(207) Cfr. J. WESTPHAL, E. ZAJAC, *Who Shall Govern? CEO/Board Power, Demographic Similarity, and New Director Selection*, in Administrative Science Quarterly, Vol. 40, N. 1, 1995, pp. 60-83; S. FINKELSTEIN, B. BOYD, *How Much Does the CEO Matter? The Role of Managerial Discretion in the Setting of CEO Compensation*, in The Academy of Management Journal, Vol. 41, No. 2, 1998, pp. 179-199; L. BEBCHUK, J. FRIED, D. WALKER, *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, cit., pp. 751-846.

(208) Si vedano ad esempio i seguenti lavori: J. CORE, R. HOLTHAUSEN, D. LARCKE, *Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance*, cit., pp. 371-406; H. RYAN, R. WIGGINS, *Who is in Whose Pocket? Director Compensation, Board Independence, and Barriers to Effective Monitoring*, in Journal of Financial Economics, Vol. 73, N. 3, 2004, pp. 497-524; V. CHHAOCHHARIA, Y. GRINSTEIN, *CEO compensation and board structure*, in The Journal of Finance, Vol. 64, N. 1, 2009, pp. 231-261.

(209) A riguardo, studi che hanno investigato la presenza di tale relazione hanno trovato risultati contrastanti.

Da una parte, alcuni studi evidenziano che la presenza di amministratori esecutivi all'interno del comitato per la remunerazione porti alla configurazione di una remunerazione più "favorevole" all'amministratore delegato. Cfr. M. CONYON, S. PECK, *Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation*, in. The Academy of Management Journal, Vol. 41, N. 2, 1998, pp. 146-157; A. NEWMAN, H. MOZES, *Does the Composition of the Compensation Committee Influence CEO Compensation Practices?*, in Financial Management, Vol. 28, N. 3, 1999, pp. 41-53.

Altri studi, invece, non hanno riscontrato alcuna relazione tra l'indipendenza del comitato per la remunerazione. Cfr. C. DAILY, L. JOHNSON, A. ELLSTRAND, D. DALTON, *Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation*, in The Academy of Management Journal, Vol. 41, N. 2,1998, pp. 209-220; R. ANDERSON, J. BIZJAK, *An empirical examination of the role of the CEO and the compensation committee in structuring executive pay*, in Journal of Banking & Finance, Vol. 27, N. 7, 2003, pp. 1323–1348.

(210) Cfr. J. SUN, S. CAHAN, *The Effect of Compensation Committee Quality on the Association between CEO Cash Compensation and Accounting Performance*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 17, N. 2, 2009, pp. 193–207.

(211) A riguardo alcuni studi riscontrano che la presenza del consulente esterno determini un aumento nel livello della remunerazione e un maggior ricorso a strumenti di remunerazione variabile.. Cfr. M. CONYON, S. PECK, G. SADLER, *Compensation Consultants and Executive Pay Evidence from the United States and the United Kingdom*, cit., pp. 43-55; G. VOULGARIS, K. STATHOPOULOS, M. WALKER, *Compensation Consultants and CEO Pay: UK Evidence*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 18, N. 6, 2010, pp. 511–526.

Capitolo 3

CORPORATE GOVERNANCE E PROCESSO DI CONFIGURAZIONE DELLA REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI: ITALIA E REGNO UNITO A CONFRONTO

SOMMARIO: 3.1. Introduzione. — 3.2. La struttura proprietaria e il ruolo del mercato dei capitali e del controllo aziendale. — 3.3. Il ruolo e la composizione degli organi di amministrazione e di controllo. — 3.3.1. Gli amministratori non esecutivi. — 3.3.2. Gli amministratori indipendenti. — 3.4.3. I meccanismi di nomina dei membri del Consiglio di amministrazione e gli amministratori nominati dagli azionisti di minoranza. — 3.4.4. Il Presidente del Consiglio di Amministrazione. — 3.3.5. Il *lead (senior) independent director*. — 3.4. Il processo di configurazione della remunerazione degli amministratori. — 3.4.1. Il ruolo dell'assemblea dei soci. — 3.4.2. Il ruolo del comitato per la remunerazione. — 3.4.3. Il ruolo del consulente esterno.

3.1. Introduzione

I sistemi di corporate governance possono essere distinti in due gruppi: basati sul mercato (o sistemi *outsider*) e basati sulle relazioni (o sistemi *insider*) ([1]). I sistemi basati sul mercato si caratterizzano per la presenza di mercati dei capitali molto sviluppati in cui è quotato un numero di imprese elevato, la maggior parte delle quali presenta una struttura proprietà altamente frazionata, e per la presenza di un mercato per il controllo aziendale attivo ([2]). Tale sistema è tipico del Regno Unito ([3]). I sistemi basati sulle relazioni si caratterizzano, invece, per un mercato dei capitali relativamente poco sviluppato, per la presenza di imprese aventi un azionariato fortemente concentrato, per un mercato del controllo aziendale poco attivo (l'attuazione di una scalata rappresenta un evento raro, la vendita dei pacchetti di controllo di un'impresa avviene solitamente in maniera amichevole) e per la presenza di un notevole intreccio di relazioni tra i soggetti facenti parte di imprese non appartenenti al medesimo gruppo aziendale ([4]). Tale sistema caratterizza i Paesi dell'Europa continentale, e l'Italia in particolare.

Le differenze esistenti tra i sistemi di corporate governance che caratterizzano l'Italia e il Regno Unito sono alla base del differente problema di agenzia che prevale nelle imprese quotate che operano nei due Paesi. Nelle imprese britanniche prevale il problema di agenzia esistente tra amministratori e azionisti ([5]). Tale problema è invece notevolmente ridotto nelle imprese italiane, nelle quali gli azionisti in possesso di un pacchetto di azioni rilevante sono potenzialmente in grado di orientare i comportamenti degli amministratori. Tuttavia il potere di cui dispongono tali azionisti può essere usato a scapito degli interessi degli azionisti di minoranza. Pertanto, sorge un problema di agenzia tra l'azionista di riferimento e gli azionisti di minoranza. La presenza di problemi di agenzia differenti tra le imprese operanti nei due Paesi potrebbe far sì che la remunerazione degli amministratori ricopra un ruolo differente all'interno dei due contesti.

Il presente lavoro si pone l'obiettivo di indagare le modalità adottate dalle imprese italiane e da quelle britanniche nel retribuire i propri amministratori delegati. Al fine di meglio comprendere

---

(1) In merito si veda: A. MELIS, S. CARTA, S. GAIA, *I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche*, cit., pp. 135-146, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

(2) Si rinvia al paragrafo 1.3.1 per approfondimenti circa il funzionamento di tali meccanismi.

(3) I sistemi basati sul mercato caratterizzano i Paesi angloamericani, tra i quali è possibile annoverare oltre al Regno Unito anche gli Stati Uniti, l'Irlanda, l'Australia ecc..

(4) Cfr. R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, *Corporate Ownership Around the World*, cit., pp. 471-517; T. CLARKE, *International Corporate Governance. A comparative approach*, Routledge, 2007, pp. 129-227; A. MELIS, S. CARTA, S. GAIA, *I compensi basati su azioni. Principi, Teorie ed evidenze empiriche*, cit., pp. 135-146, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

(5) In merito si rinvia a quanto osservato nel capitolo 1.

eventuali differenze che possono essere riscontrate tra i comportamenti attuati dalle imprese operanti nei due Paesi, il presente capitolo fornirà una descrizione dei principali elementi di corporate governance che caratterizzano la realtà delle imprese italiane e di quelle britanniche. Particolare enfasi sarà data agli elementi in grado di esercitare un'influenza diretta sulla configurazione della remunerazione degli amministratori.

3.2. La struttura proprietaria e il ruolo del mercato dei capitali e del controllo aziendale

A livello istituzionale, i sistemi di corporate governarce delle imprese italiane e di quelle britanniche presentano delle differenze che concernono principalmente i seguenti aspetti:

- lo sviluppo del mercato dei capitali
- la struttura proprietaria delle imprese
- il ruolo del mercato per il controllo aziendale ([6]).

Le imprese italiane e quelle britanniche presentano un differente orientamento al mercato dei capitali. Il mercato borsistico italiano ([7]) presenta un numero di società quotate e un livello di capitalizzazione notevolmente inferiori rispetto al mercato borsistico britannico. Al termine del 2009 le imprese italiane quotate presso l'FTSE erano appena 291 ([8]) e la capitalizzazione media del mercato era pari a circa 457 miliardi di euro ([9]). Nella stessa data, invece, l'FTSE registrava 2.179 imprese britanniche quotate ed una capitalizzazione media pari a circa 1.990 miliardi di euro ([10]).

Le imprese italiane quotate, in particolare quelle non finanziarie, si caratterizzano per una struttura proprietà fortemente concentrata ([11]), in cui un azionista (o un gruppo di azionisti), definito azionista di riferimento, è in grado di controllare l'impresa esercitando il ruolo di soggetto economico ([12]), grazie al possesso di un pacchetto rilevante di azioni. L'azionista di riferimento esercita un'influenza significativa sulla gestione aziendale, in quanto è capace di nominare la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione e di esercitare un'efficace azione di controllo sul loro operato. L'azionista di riferimento, rappresentato principalmente dalle "grandi" famiglie e dallo Stato ([13]), è in grado di esercitare un ruolo attivo nella gestione aziendale e di monitorare l'operato degli amministratori non solo grazie al possesso di una partecipazione azionaria significativa, ma anche grazie all'utilizzo di strumenti, fortemente diffusi nel contesto italiano, atti migliorare il rapporto fra il capitale controllato dall'azionista di riferimento tramite il suo investimento nell'impresa ed il capitale da egli investito in quest'ultima ([14]). Si tratta principalmente dei

---

(6) Cfr. A. MELIS, *Corporate Governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un ottica europea*, cit., p.46 ss.

(7) Dal 2007 la Borsa Valori di Milano è stata acquisita dalla London Stock Exchange e pertanto a partire da tale data le imprese in essa quotate fanno parte dell'FTSE.

(8) Se si considerano anche le imprese straniere, il numero di imprese italiane quotate incrementa di appena 5 unità. Cfr. WORD FEDERATION OF EXCHANGE, *Year-To-Date monthly statistic: Number of listed companies*, December 2009, disponibile presso il sito web http://www.world-exchanges.org.

(9) Cfr. WORD FEDERATION OF EXCHANGE, *Year-To-Date monthly statistic: Domestic Market Capitalization*, December 2009, disponibile presso il sito web http://www.world-exchanges.org.

(10) Equivalenti a circa 1.713 miliardi di sterline. Cfr. WORD FEDERATION OF EXCHANGE, *Year-To-Date monthly statistic: Domestic Market Capitalization*, cit.

(11) Tale struttura della proprietà e del controllo è quella maggiormente diffusa a livello internazionale, con la principale eccezione delle grandi imprese quotate negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Per ulteriori approfondimenti in merito si veda, su tutti, R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, *Corporate Ownership Around the World*, cit., pp. 471-517.

(12) Cfr. F. BARCA, M. BECHT, *The Control of Corporate Europe*, cit.; R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, *Corporate Ownership Around the World*, cit., pp. 471-517; A. MELIS, *Corporate Governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un ottica europea*, cit., p. 82; A. ZATTONI, *Assetti proprietari e Corporate Governance*, cit., p. 62 ss.

Il soggetto economico è stato definito come « colui che di fatto ha ed esercita il supremo potere nell'azienda subordinatamente solo ai vincoli d'ordine giuridico e morale ai quali deve o dovrebbe sottoporsi ». P. ONIDA, *Economia d'azienda*, Utet, 1968, p. 21.

(13) È opportuno evidenziare che nonostante lo Stato rappresenti il soggetto economico di alcune delle più importanti imprese quotate, il suo ruolo quale principale azionista si è significativamente ridimensionato in seguito al processo di privatizzazione verificatosi nel corso degli anni '90. Cfr. A. MELIS, S. GAIA, *Corporate Governance in Italy: normative developments vs. actual practices*, in C. MALLIN (edited by), *Handbook of International Corporate Governance*, 2nd edition, Edward Elgar, 2011, pp. 59-92.

(14) Cfr. L. BEBCHUK, R. KRAAKMAN, G. TRIANTIS, *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and*

seguenti strumenti: i gruppi piramidali ([15]), i patti di sindacato ([16]) e l'emissione di azioni senza diritto di voto ([17]).

A differenza delle imprese italiane, quelle britanniche si caratterizzano per una struttura proprietaria altamente frazionata ([18]). La maggior parte del capitale di tali imprese è posseduto dagli investitori istituzionali, rappresentati principalmente da fondi pensionistici, società assicurative e fondi comuni di investimento ([19]), i quali però raramente detengono rilevanti frazioni del capitale in una singola società. L'assenza di un azionista di riferimento in grado di esercitare un'influenza rilevante nella gestione aziendale dà origine ad una sostanziale separazione tra proprietà e controllo e fa sì che gli amministratori esecutivi rappresentino il vero e proprio soggetto economico di tali imprese ([20]).

Il mercato per il controllo aziendale costituisce un meccanismo di controllo relativamente efficiente per le imprese britanniche, mentre esercita un ruolo marginale nell'ambito del sistema italiano. Il verificarsi di scalate ostili rappresenta un evento probabile nel sistema britannico e, in quanto tale, può costituire un efficace meccanismo per disciplinare il comportamento degli amministratori delle imprese operanti in tale contesto. Nelle imprese italiane il concludersi, o anche il solo tentativo di attuazione, di una scalata ostile è, invece, da considerarsi un evento eccezionale. In tale realtà, gli amministratori sono, di solito, rimossi in seguito a cambiamenti nella struttura proprietaria dell'impresa, piuttosto che a causa di bassi livelli di perfomance ([21]). Il differente ruolo assunto da tale meccanismo di controllo è da ricondursi anche alla differente struttura della

---

Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights, in R. MORCK (edited by) *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press, 2000, pp. 445-460.

Per maggiori approfondimenti in merito si rinvia a quanto osservato in A. MELIS, S. CARTA, S. GAIA, *I compensi basati su azioni. Principi, Teorie ed evidenze empiriche*, cit., pp. 136-144, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

(15) Mediante il ricorso ai gruppi piramidali il soggetto economico è in grado di massimizzare il rapporto tra il valore delle risorse aziendali controllate e il capitale proprio da egli investito per mantenere il controllo di tali risorse. In un gruppo piramidale la società capogruppo controlla (in modo diretto od indiretto) la maggioranza dei diritti di voto delle società che appartengono al gruppo, il cui controllo finale è nelle mani o di un singolo investitore, oppure di una coalizione di investitori, aventi fra di loro spesso, ma non necessariamente, legami famigliari. Cfr. L. GUATRI, *La teoria della creazione del valore, Una via europea*, EGEA, 1991, p. 185 ss; A. ZATTONI, *Assetti proprietari e corporate governance*, cit., p. 238 ss; M. LEVY, *Control in Pyramidal Structures*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 17, N. 1, 2009, pp. 77-89; R. TRICKER, *Corporate Governance. Principles, Policies, and Practices,* Oxford University Press, 2009, p. 83 ss.

(16) I patti di sindacato (o patti parasociali) sono degli accordi formali stipulati tra alcuni soci atti a regolare alcuni aspetti relativi alla gestione ed al governo aziendale (es. la nomina degli amministratori). Mediante tali accordi il gruppo di soci aderenti è spesso in grado di esercitare un'influenza dominante nelle assemblee societarie, determina le strategie aziendali e influenza il procedimento di nomina e revoca degli amministratori, e diviene, di fatto, il soggetto economico dell'impresa quotata. Per un'analisi maggiormente approfondita circa l'uso di tale strumento si rinvia a quanto scritto in G. GIANFRATE, *What Do Shareholders' Coalitions Really Want? Evidence from Italian voting trusts*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 15, N. 2, 2007, pp. 122-132.

(17) Le azioni senza diritto di voto attribuiscono ai soggetti detentori un trattamento economico privilegiato rispetto alle azioni ordinarie, ma al contempo privano tali soggetti sia del diritto di voto, sia del diritto di partecipazione alle assemblee dei soci (anche a titolo informativo). L'emissione di azioni senza diritto di voto permette all'azionista di riferimento di reperire nuove fonti di finanziamento per l'impresa a titolo di capitale proprio, senza che ciò comprometta la sua posizione di controllo. Tuttavia la diffusione di tale strumento è in costante riduzione tra le imprese italiane, probabilmente a causa dello scarso apprezzamento da parte degli investitori istituzionali. Cfr. M. BIANCHI, M. BIANCO, *Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?*, ECGI Finance Working Paper N. 144, November, 2006, p. 12; F. CUOMO, A. ZATTONI, *L'impatto della tutela legale degli azionisti sull'assetto proprietario delle imprese: un'analisi longitudinale sulle imprese italiane quotate*, in V. MAGGIONI, L. POTITO, R. VIGANÒ (a cura di), *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, Il Mulino, 2009, p. 418; S. MENGOLI, F. PAZZAGLIA, E. SAPIENZA, *Effect of Governance Reforms on Corporate Ownership in Italy: Is it Still Pizza, Spaghetti and Mandolino?*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 17, N. 5, 2009, pp. 629-645.

(18) Cfr. B. BLACK, J. COFFEE, *Hail Britannia?: Institutional investor behavior under limited regulation*, in Michigan Law Review, Vol. 92, N. 7, 1994, pp. 1997-2087; H. SHORT, K. KEASEY, *Institutional Shareholders and Corporate Governance in the United Kingdom*, in K. KEASEY, S. THOMPSON, M. WRIGHT (edited by), *Corporate governance. Economics, Management and Financial Issues*, Oxford University Press, 1997, pp. 18-51; C. MALLIN, *Corporate governance*, 2nd edition, Oxford University Press, 2007, p. 80 ss.

(19) In merito si vedano i riferimenti dottrinali indicati nella precedente nota.

È possibile risalire all'identità dei maggiori azionisti di una società inglese quotata poiché la legge britannica stabilisce che l'identità degli azionisti in possesso di partecipazioni azionarie per un valore superiore al tre per cento del capitale sociale alle società debba essere comunicata nel bilancio della società. Si veda in merito il FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Disclosure Rules and Transparency Rules. Chapter 5: Vote Holder and Issuer Notification Rules*, FSA Handbook, 2007, p. 1 e ss.

(20) Si rinvia in merito alle problematiche illustrate nel capitolo 1.

(21) Cfr. G. BRUNELLO, C. GRAZIANO, B. PARIGI, *CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case*, in Journal of Banking & Finance, Vol. 27, N. 6, 2003, pp. 1027-1051.

proprietà e del controllo che caratterizza le imprese appartenenti ai due Paesi. La presenza di un azionista di riferimento può rendere difficile la contendibilità del controllo aziendale delle imprese ([22]). La scarsa diffusione del fenomeno delle scalate nel contesto italiano non significa che non si verifichino cambiamenti nel controllo aziendale, ma che questi avvengono sulla base di accordi privati stipulati fuori dal mercato ([23]). Di norma, il prezzo del trasferimento è superiore al valore delle azioni acquisite in quanto include il cosiddetto « premio di controllo » ([24]), il cui ammontare è solitamente legato ai benefici privati del controllo ([25]) di cui l'azionista di riferimento usufruisce.

La differente struttura della proprietà e del controllo aziendale che caratterizza i sistemi di corporate governarce dell'Italia e del Regno Unito è tra le cause della presenza nei due contesti di un differente problema di agenzia. Le imprese britanniche sono gestite da amministratori non proprietari che, a causa della presenza di un azionariato frazionato, divengono il vero e proprio soggetto economico. In tale contesto prevale il problema di agenzia di tipo classico tra azionisti e amministratori non proprietari ([26]). Nelle imprese italiane, invece, il problema di agenzia di tipo classico è sostanzialmente limitato grazie alla presenza di un azionista di riferimento. È frequente che tale soggetto sieda all'interno del consiglio di amministrazione in qualità di amministratore delegato o di presidente ([27]). In tale situazione non esistendo una netta separazione tra proprietà e controllo, non sorge alcun problema di agenzia tra azionisti e amministratori. Alternativamente, l'azionista di riferimento può decidere di non gestire l'impresa in prima persona, ma di delegare tale attività ad amministratori non proprietari. Anche in tale situazione il problema di agenzia classico è fortemente limitato. L'azionista di riferimento, avendo il potere di nominare (e revocare) la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione, è comunque in grado di orientare i comportamenti di questi ultimi. Pertanto, a causa dell'elevato potere di cui dispone l'azionista di riferimento, è probabile che anche gli amministratori non proprietari pongano in essere comportamenti atti a perseguire l'interesse di tale azionista. Perseguire tali interessi non significa necessariamente perseguire anche quelli delle altre categorie di azionisti. Al contrario, è possibile che tali interessi siano in contrasto tra loro e che, a causa dell'elevato potere di cui dispone l'azionista di riferimento, gli interessi delle altre categorie di azionisti vengano posti in secondo piano. Per tali ragioni, nelle imprese caratterizzate dalla presenza di un azionista di riferimento si crea un problema di agenzia tra quest'ultimo e gli azionisti di minoranza ([28]). L'azionista di riferimento può esercitare il potere che detiene all'interno dell'impresa a proprio favore, trasferendo a se stes-

---

(22) Il termine "contendibilità" definisce «…la possibilità di cambiare il controllo della società anche contro la volontà dell'attuale controllante ». L. CAPRIO, *Le strutture proprietarie delle società quotate, l'efficienza della gestione societaria e il diritto*, in Rivista delle Società, marzo-giugno, 1998, p. 557.

Con riferimento allo sviluppo del mercato per il controllo in Italia si rinvia a: P. VOLPIN, *Governance with poor investor protection. Evidence from top executive turnover*, in Journal of Financial Economics, Vol. 64, N. 1, 2002, pp. 61-90.

(23) Il trasferimento del pacchetto di azioni di controllo avviene, di norma, attraverso l'intermediazione di banche d'affari o la stipula di accordi privati fra l'azionista di riferimento ed il soggetto interessato ad acquisire il controllo. Cfr. A. MELIS, *Corporate Governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un ottica europea*, cit., p. 97.

(24) Il premio per il controllo è stato definito come: «…un plus riconosciuto al valore di una partecipazione rispetto alla corrispondente frazione del capitale economico complessivo, per il semplice fatto di consentire il controllo di una società ». T. ONESTI, *Trasferimento di partecipazioni e sconti di minoranza*, in Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, N. 9-10, 2000, p. 457.

(25) Cfr. A. SHLEIFER, R. VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, cit., p. 759.

Tali benefici sono definiti "privati" in quanto, per loro natura, ne può usufruire solo il soggetto (o gruppo di soggetti) che di fatto esercita il comando sulla gestione aziendale. Da essi risultato esclusi tutti gli altri soggetti (ivi compresi gli azionisti di minoranza) che non fanno parte del soggetto economico. Per un ulteriore approfondimento a riguardo, si vedano: M. BARCLAY, C. HOLDERNESS, *Private Benefits from Control of Public Corporations*, in Journal of Financial Economics, Vol. 25, N. 2, 1989, p. 373 ss; A. DYCK, L. ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, cit., pp. 537-600.

Occorre evidenziare, tuttavia, che i benefici privati del controllo non danneggiano necessariamente gli azionisti di minoranza, ma, talvolta, danno origine a sinergie che possono favorire la creazione di valore per l'impresa. In merito si rinvia a quanto osservato in: A. MELIS, *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, 2002, p. 183 ss, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

(26) Si rinvia in merito a quanto osservato nel capitolo 1.

(27) Cfr. R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, *Corporate Ownership Around the World*, cit., pp. 471-517; G. BRUNELLO, C. GRAZIANO, B. PARIGI, *CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case*, cit., pp. 1027-1051.

(28) Cfr. A. MELIS, *Corporate governance in Italy*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 8, N. 4, 2000, p. 354; L. ENRIQUES, P. VOLPIN, *Corporate Governance Reform in Continental Europe*, in Journal of Economic Perspectives, Vol. 21, N. 1, 2007, p. 117.

so ricchezza a scapito degli azionisti di minoranza ([29]), i quali dispongono di pochi strumenti per tutelare i propri interessi ([30]).

3.3. Il ruolo e la composizione degli organi di amministrazione e di controllo.

Il legislatore italiano attribuisce alle imprese italiane quotate la facoltà di scegliere tra tre diversi modelli di amministrazione e controllo in base alle caratteristiche dell'impresa stessa ed alle necessità del suo soggetto economico ([31]). In particolare, le società possono scegliere di adottare in alternativa al modello cosiddetto "tradizionale", il modello "monistico" ([32]) od il modello "dualistico" ([33]). Tuttavia, questi ultimi due modelli hanno trovato scarsa applicazione nel contesto italiano ([34]), pertanto, nel proseguo del presente lavoro l'analisi sarà focalizzata sul modello di tipo tradizionale, che prevede l'istituzione di un organo amministrativo (il consiglio di amministrazione) e di un organo di controllo (il collegio sindacale). La nomina (e revoca) di tali organi compete all'assemblea dei soci. Il consiglio di amministrazione riveste un ruolo centrale nel governo delle imprese, ad esso competono funzioni strategiche, di controllo e di gestione dei rapporti con l'ambiente esterno ([35]). In particolare, spetta al consiglio di amministrazione il compito di valutare ed approvare i piani strategici, industriali e finanziari dell'impresa e del gruppo di cui sia eventualmente a capo. Inoltre, compete a tale organo l'esame e l'approvazione delle operazioni aziendali di tipo strategico, economico-finanziario o patrimoniale, che presentino una particolare rilevanza, nonché la valutazione dell'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile generale dell'impresa e delle sue principali controllate, con particolare riferimento al sistema di controllo interno ed alla gestione dei conflitti di interesse. Il collegio sindacale è l'organo a cui compete il controllo sull'amministrazione, ossia il compito di vigilare sull'applicazione delle norme di legge e dello statuto aziendale, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione e sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dall'impresa e sul suo corretto funzionamento ([36]).

---

(29) Cfr. S. JOHNSON, R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, *Tunnelling*, cit., pp. 22-27; S. DJANKOV, R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, *The Law and Economics of Self-Dealing*, in Journal of Financial Economics, Vol. 88, N. 3, 2008, pp. 430-465; F. PERRINI, G. ROSSI, B. ROVETTA, *Does Ownership Structure Affect Performance? Evidence from the Italian Market*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 16, N. 4, 2008, p. 314.

(30) Cfr. P. VOLPIN, *Governance with poor investor protection: evidence from top executive turnover in Italy*, cit., p. 62.

In merito si veda anche l'evidenza fornita dal caso aziendale Olivetti-Telecom Italia in: M. DALLOCCHIO, C. TAMAROWSKI, *Corporate governance e valore. L'esempio di Telecom Italia*, Egea, 2005.

(31) Tale facoltà è stata attribuita in seguito all'attuazione nel 2004 della cosiddetta riforma del diritto societario, originata dal decreto legislativo 6/2003 (e successive integrazioni). Prima dell'attuazione di tale riforma le imprese italiane erano obbligate all'utilizzo del modello di governance cosiddetto tradizionale.

(32) Sul modello monistico si rinvia a quanto osservato con riferimento alla imprese britanniche.

(33) Il modello dualistico, di ispirazione germanica, prevede, oltre all'assemblea dei soci, l'istituzione di un consiglio di gestione, a cui è affidata la gestione dell'impresa, e di un consiglio di sorveglianza, come organo di controllo. Il consiglio di sorveglianza è nominato dall'assemblea dei soci e deve essere composto da almeno tre membri, uno dei quali deve essere scelto fra i soggetti iscritti al registro dei revisori contabili. Al consiglio di sorveglianza spettano oltre ai compiti che nel modello tradizionale sono attribuiti al collegio sindacale, anche alcune funzioni dell'assemblea dei soci, quali il potere di nomina e revoca dei membri del consiglio di gestione, la determinazione del loro compenso, e l'approvazione del bilancio d'esercizio (e, ove redatto, di quello consolidato). Occorre evidenziare come il modello dualistico adottato dalle imprese italiane non coincida pienamente con quello tedesco, in merito si rimanda a: A. NOBOLO, F. MAGLI, *Corporate governance e sistema dualistico: alcune criticità nelle società per azioni bancarie*, in V. MAGGIONI, L. POTITO, R. VIGANÒ (a cura di), *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, cit., p. 258 ss, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

(34) Dall'analisi delle relazioni di corporate governance delle imprese italiane non finanziarie quotate, è emerso come solo circa il tre per cento di esse ha adottato uno dei modelli alternativi a quello tradizionale. Cfr. ASSONIME, *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina nella società quotate (Anno 2009),* Roma, 2010, appendice 2.

(35) In merito si vedano, fra gli altri: S. ZAHRA, J. PEARCE, *Board of directors and corporate financial performance*, in Journal of Management, Vol. 15, N. 2, 1989, pp. 291-334; A. ZATTONI, D. RAVASI, *Assetto proprietario, sistemi di governo e processi di decisione strategica nelle imprese con controllo di coalizione*, in G. AIROLDI, G. FORESTIERI (a cura di), *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Etaslibri, 1998, p. 239 ss; B. TRICKER, *Corporate Governance. Principles, Policies, and Practices,* cit., p. 120 ss.

(36) Per un approfondimento circa le funzioni spettanti al collegio sindacale si rimanda a quanto osservato nei seguenti lavori: U. BERTINI, *Le funzioni del Collegio Sindacale e il controllo di gestione*, in AA.VV., *Saggi di Ragioneria e di Economia aziendale. Scritti in onore di D. Amodeo*, Cedam, 1987; A. BANDETTINI, *Collegio sindacale e Società di revisione*, in AA.VV., *Saggi di Ragioneria e di Economia aziendale.*

Il legislatore britannico lascia ampia libertà alle imprese di organizzare la struttura di amministrazione e controllo nel modo che esse ritengono più consono ([37]). Nonostante tale discrezionalità, la maggior parte delle imprese britanniche è amministrata mediante un sistema di tipo monistico ([38]). Tale sistema di amministrazione e controllo prevede l'istituzione del solo consiglio di amministrazione, nominato dall'assemblea dei soci, responsabile sia della gestione della società (a cui competono funzioni analoghe a quelle elencate per le imprese italiane), sia delle funzioni di vigilanza e controllo ([39]). Tuttavia, mentre le funzioni gestionali sono attribuite ai membri in possesso di deleghe esecutive, la buona prassi prevede che le funzioni di vigilanza e controllo competano agli amministratori non esecutivi.

È opportuno evidenziare come la figura degli amministratori non esecutivi, aventi il compito di monitorare l'operato dei membri con deleghe esecutive, sia presente anche all'interno del consiglio di amministrazione delle imprese italiane. Pertanto, la principale differenza, in termini di struttura, tra i due sistemi di amministrazione e controllo è rappresentata dalla presenza, nel sistema tradizionale italiano, di un ulteriore organo di controllo, costituito dal collegio sindacale.

3.3.1. *Gli amministratori non esecutivi*

I codici di *best practice* ([40]) vigenti in Italia e nel Regno Unito forniscono una serie di raccomandazioni inerenti la composizione del consiglio di amministrazione. Tale organo dovrebbe essere composto da amministratori esecutivi e non esecutivi ([41]). I primi dovrebbero occuparsi direttamente della gestione aziendale, in base alle deleghe loro assegnate dal consiglio di amministrazione. I secondi, invece, non essendo direttamente coinvolti nella gestione aziendale, hanno il compito di monitorare gli amministratori esecutivi, valutandone le proposte e l'operato, al fine di favorire l'assunzione di decisioni equilibrate ([42]) e la formulazione della strategia aziendale ([43]). Gli amministratori non esecutivi dovrebbero ricoprire un duplice ruolo all'interno del consiglio di amministrazione. In *primis*, spetta ad essi il compito di vigilare sull'operato degli amministratori esecutivi al fine di evitare che le decisioni consiliari siano assunte sulla base dell'esclusiva volontà di un soggetto (o di un gruppo ristretto di soggetti). Inoltre, devono collaborare con gli amministratori esecutivi nell'amministrazione dell'impresa ([44]). In particolare, i codici di *best practice* attri-

---

Scritti in onore di D. Amodeo, cit.; G. BRUNI, *Nuove competenze e responsabilità del collegio sindacale*, in Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, Vol. 101, N. 1-2, 2001, pp. 2-8.

(37) Il *Companies Act* si limita a disporre che le società quotate siano gestite da almeno due amministratori, di cui almeno uno deve essere una persona fisica. Cfr. *Companies Act 2006*, artt. 154 e 155.

(38) C. MALLIN, *Corporate governance*, cit., p. 121 e ss.

(39) Per un eventuale approfondimento in merito, si vedano, fra gli altri, i seguenti lavori: C. MALLIN, *Corporate governance*, cit., p. 121 ss; R. MONKS, N. MINOW, *Corporate governance*, cit., p. 223 ss; B. TRICKER, *Corporate Governance: Principles, Policies and Practice*, cit., pp. 61-67.

(40) I codici di *best practice* sono delle raccolte di raccomandazioni non vincolanti, rivolte alle società quotate in mercati regolamentati, inerenti la composizione e il funzionamento degli organi di amministrazione e controllo. Sul ruolo e diffusione di tali codici si rinvia ai seguenti lavori: R. AGUILERA, A. CUERVO-CAZURRA, *Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger?*, in Organization Studies, Vol. 25, N. 3, 2004, pp. 415.443; A. ZATTONI, F. CUOMO, *Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 16, N. 1, 2008, pp. 1-15.

(41) Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, Borsa Italiana, Marzo 2006, par. 2.P.1; FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, The Financial Reporting Council Limited, June, 2010, par. B.1.

(42) « Gli amministratori non esecutivi apportano le loro specifiche competenze alle discussioni consiliari, contribuendo all'assunzione di decisioni equilibrate e prestando particolare cura alle aree in cui possono manifestarsi conflitti di interesse ». COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., par. 2.P.2. .

(43) « as part of their role as members of a unitary board, non-executive directors should constructively challenge and help develop proposals on strategy ». FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., par. A.4.

(44) Alcuni Autori sostengono che possa esistere un conflitto nello svolgimento di tali funzioni. Gli amministratori non esecutivi dovrebbero sia coadiuvare gli amministratori esecutivi nella gestione societaria, sia controllore l'operato di questi ultimi. Cfr. M EZZAMEL, R WATSON, *Wearing two hats: the conflicting control and management roles of non-executive directors,* in K. KEASEY, S. THOMPSON, M. WRIGHT (edited by), *Corporate governance: economic and financial issues*, cit., pp. 54-79.

Per maggiori approfondimenti circa il ruolo degli amministratori non esecutivi nel sistema italiano si veda: A. MELIS, *Corporate Governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un ottica europea*, cit., p. 153 ss.

buiscono agli amministratori non esecutivi un ruolo cruciale nell'ambito dei processi decisionali particolarmente delicati, ovvero quelli in cui esiste un potenziale conflitto di interessi tra gli interessi degli amministratori esecutivi e quelli dell'impresa. Può essere ricompresa all'interno di tali processi la configurazione della remunerazione degli amministratori in possesso di deleghe esecutive ([45]). L'analisi dei comportamenti posti in essere dalle società quotate non evidenzia rilevanti differenze tra i due Paesi in merito alla presenza di amministratori non esecutivi all'interno del consiglio di amministrazione. Essi rappresentano il 65 per cento dei membri dei consigli di amministrazione delle imprese italiane ([46]) e il 67 per cento nelle società britanniche ([47]). Tuttavia, è opportuno evidenziare che mentre nelle imprese britanniche la figura dell'amministratore non esecutivo si è ampiamente diffusa solo in seguito alle raccomandazioni introdotte dal codice di *best practice* del 1992 (il cosiddetto *Cadbury Report*) ([48]), in quelle italiane essi rappresentavano la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione ben prima dell'emanazione, nel 1999, della relativa raccomandazione dal parte del codice di *best practice* italiano ([49]).

3.3.2. *Gli amministratori indipendenti.*

Entrambi i codici di *best practice* attribuiscono un ruolo importante agli amministratori non esecutivi, tuttavia è opportuno evidenziare come l'efficacia del loro ruolo possa essere inficiata nel caso in cui essi siano legati agli amministratori esecutivi (e/o all'azionista di riferimento) da rapporti di natura famigliare, fiduciaria o economica ([50]). Nelle imprese britanniche, che si caratterizzano prevalentemente per un assetto proprietario altamente frazionato in cui il soggetto economico coincide con l'Alta direzione, è fondamentale l'indipendenza nei confronti degli amministratori esecutivi. Nelle imprese italiane, invece, caratterizzate da una struttura proprietaria fortemente concentrata, pur essendo importante la precedente esigenza, diviene fondamentale l'assenza di legami con l'azionista di riferimento ([51]). Al fine di favorire un corretto funzionamento del consiglio di amministrazione, assume un ruolo centrale la figura dell'amministratore indipendente, raccomandata oltre che dai codici di corporate governance vigenti nei Paesi oggetto del presente studio ([52]), anche a livello internazionale ([53]).

Con riferimento al sistema britannico si vedano: C. MALLIN, *Corporate governance*, cit., p. 132 ss.; J. ROBERTS, T. MCNULTY, P. STILES, *Beyond Agency Conceptions of the Work of the Non-Executive Director: Creating Accountability in the Boardroom*, in British Journal of Management, Vol. 16, Supplement 1, 2005, pp. 5-26.

(45) Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., p. 19; FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., p. 15.

(46) Cfr. ASSONIME, *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina nella società quotate (Anno 2009),* cit., appendice 2.

(47) Cfr. SPENCER STUART, *2009 UK Board Index. Current board trends and practices at major UK companies*, Spencer Stuart, 2009, p. 6.

Tale dato si riferisce ad un campione costituito dalle 150 più grandi società britanniche (ad esclusione dei trust di investimento) quotate all'FTSE alla fine dell'Aprile 2009. *Ibidem*, p. 2.

(48) In merito uno studio empirico avente per oggetto un campione di 460 imprese britanniche ha evidenziato come la percentuale di amministratori non esecutivi sia incrementata dal 36,5 per cento al 46 per cento a seguito all'emanazione del *Cadbury Report*. Cfr. J. DAHYA, J. MCCONNELL, N. TRAVLOS, *The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover*, in The Journal of Finance, Vol. 57, N. 1, 2002, pp. 461-483.

(49) Cfr. A. MELIS, *Corporate Governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un ottica europea*, cit., pp. 111-119; M. MOLTENI, *I sistemi di Corporate Governance nelle grandi imprese italiane di medie e grandi dimensioni*, in M. MOLTENI (a cura di) *I sistemi di corporate governance nelle grandi imprese italiane*, Egea, 1997, pp. 57-75.

(50) Cfr. N. BRENNAN, M. MCDERMOTT, *Alternative Perspectives on Independence of Directors*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 12, N. 3, 2004, pp. 325-336; P. CLIFFORD, R. EVANS, *Non-Executive Directors: A Question of Independence*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 5, N. 4, 1997, pp. 224-231, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

(51) Tale differenza tra i due sistemi è da ricondurre alla differente struttura della proprietà e del controllo che caratterizza le società quotate ad essi appartenenti. Si rinvia in merito a quanto osservato nel paragrafo 3.2.

(52) Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., paragrafo 3.P.1; FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The Combined Code of Corporate Governance*, cit., paragrafo A.3.2..

(53) Cfr. ASSOCIATION FRANÇAISE DES ENTREPRISES PRIVEES, *Code de Gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, MEDEF-AFEP, 2008, paragrafo 8; CODIGO CONTHE, *Informe del grupo especial de trabajo sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas*, CNMV, 2006., p. 17 ss; ASX CORPORATE GOVERNANCE COUNCIL, *Corporate Governance Principles and Recommandations*, 2007, p. 12 e ss; TAIWAN STOCK EXCHANGE, GRETAI SECURITIES MARKET, *Taiwan Corporate Governance Best-Practice Principles*, 2002, p. 12.

Il codice di *best practice* italiano non fornisce raccomandazioni in merito al numero di amministratori indipendenti che dovrebbero essere presenti all'interno del consiglio di amministrazione, ma si limita a suggerire che siano presenti in numero « adeguato » ([54]). Occorre evidenziare però che tale figura è prevista anche dalla legge italiana, la quale richiede che almeno uno ([55]) dei membri del consiglio di amministrazione sia in possesso di specifici requisiti di indipendenza previsti per i sindaci ([56]). Il codice di *best practice* britannico raccomanda, invece, che almeno la metà dei membri del consiglio di amministrazione possa essa essere qualificata come indipendente ([57]).

Entrambi i codici di *best practice* forniscono un elenco non esaustivo di condizioni non tassative che le imprese dovrebbero considerare nel valutare l'indipendenza di un amministratore. Ritengono che un consigliere di amministrazione non dovrebbe essere considerato indipendente nel caso in cui si trovi in una delle seguenti situazioni:

a) ha, o ha avuto nell'esercizio precedente (nei tre precedenti, secondo il codice di corporate governance britannico), per via diretta od indiretta, una significativa relazione di tipo commerciale, finanziario o professionale con l'impresa ([58]);

b) è, o è stato nei tre esercizi precedenti (nei cinque precedenti, secondo il codice britannico) dipendente della società o di una società del gruppo a cui essa appartiene;

c) riceve, o ha ricevuto nei tre esercizi precedenti (negli esercizi precedenti, secondo il codice britannico) dall'impresa (o da una società del gruppo) una significativa remunerazione in aggiunta al compenso fisso spettante in qualità di amministratore non esecutivo o partecipa a piani di incentivazione legati alle performance aziendali (ivi inclusi compensi basati su azioni) ([59]);

d) è stato membro del consiglio di amministrazione dell'impresa per più di nove anni negli ultimi dodici anni (negli ultimi nove anni dalla data di nomina, secondo il codice di *best practice* britannico);

e) riveste la carica di amministratore esecutivo in un'altra società nella quale un amministratore esecutivo dell'impresa è membro del consiglio di amministrazione;

f) è uno stretto famigliare di un soggetto che non può essere considerato indipendente secondo i criteri definiti dal codice di corporate governance (di un consulente, amministratore o membro dell'alta direzione della società, secondo il codice di britannico);

e) è un azionista della società che, secondo il codice di *best practice* italiano, controlla l'impresa o esercita su di essa un'influenza notevole ([60]) o, secondo il codice britannico, possiede una parteci-

---

La presenza di consiglieri di amministrazione indipendenti è obbligatoria per le imprese quotate negli Stati Uniti. In particolare il regolamento emittenti della Borsa Valori di New York richiede che tale tipologia di consiglieri costituisca la maggioranza del consiglio di amministrazione. Cfr. NEW YORK STOCK EXCHANGE, *Final NYSE Corporate Governance Rules*, New York, 2003, p. 4.

(54) Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., par. 3.P.1.

(55) Almeno due qualora il Consiglio di amministrazione sia composto da almeno sette membri. Cfr. Testo Unico della Finanza, art. 147-ter.

(56) Si tratta di criteri differenti rispetto a quelli suggeriti da Codice di Autodisciplina. Per approfondimenti si rinvia all'art. 148 del Testo Unico della Finanza.

(57) Tale raccomandazione non si applica per società quotate di minori dimensioni, per le quali è, invece, raccomandata la presenza di almeno due amministratori indipendenti. Sono considerate tali le società non appartenenti al segmento dell'FTSE 350 durante l'anno a cui si riferisce la relazione di corporate governance. Cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., par. B.1.2.

(58) Il codice di corporate governance italiano considera non indipendenti anche gli amministratori che hanno intrattenuto relazione di questo tipo con società controllate, con soggetti che controllano l'impresa e con i rispettivi « esponenti di rilievo ». Sono da considerarsi esponenti di rilievo il rappresentante legale, il presidente del consiglio di amministrazione, gli amministratori esecutivi ed i dirigenti con responsabilità strategiche. Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., parr. 3.C.1. e 3.C.2.

Il codice di corporate governance britannico, invece, considera non indipendenti anche gli amministratori che sono partner, azionisti, amministratori o membri dell'Alta direzione di entità che intrattengono relazioni del predetto tipo con la società. Cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., par. B.1.1.

(59) Il codice di corporate governance britannico considera non indipendenti anche i consiglieri di amministrazione che sono membri di un piano pensionistico aziendale. Cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., par. B.1.1.

(60) Il controllo o l'influenza notevole possono essere esercitate dal soggetto, da solo o mediante un patto di sindacato, per via diretta o indiretta. Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., paragrafo 3.C.1.

pazione significativa ([61]).

In aggiunta alle menzionate situazioni, il codice di *best practice* italiano considera non indipendente un amministratore che:

h) è (o è stato nei tre esercizi precedenti) un « esponente di rilievo » ([62]) dell'impresa o di società appartenenti al medesimo gruppo aziendale ([63]);

i) è socio o amministratore di una società o di un'azienda appartenente alla rete dell'impresa incaricata della revisione contabile.

Come precedentemente evidenziato si tratta di condizioni non tassative e non esaustive. Il consiglio di amministrazione nel valutare l'indipendenza dei propri amministratori ([64]) può ritenere che tale requisito sussista nonostante si presentino fattispecie riconducibili alle menzionate condizioni, oppure che, sulla base di ulteriori elementi, l'indipendenza non sussista sebbene siano soddisfatte tutte le condizioni richiamate. In tali situazioni, in base del principio del *comply or explain* ([65]), è compito del consiglio di amministrazione comunicare al mercato l'esito della valutazione ([66]). L'osservazione della prassi aziendale evidenzia una maggiore presenza di amministratori indipendenti tra le società quotate nel Regno Unito. Infatti, mentre in tali società è considerato indipendente circa il 94 per cento degli amministratori non esecutivi ([67]), nelle società italiane tale percentuale è pari ad appena il 50 per cento circa ([68]).

3.3.3. *I meccanismi di nomina dei membri del consiglio di amministrazione.*

Il procedimento di nomina degli amministratori presenta caratteristiche differenti tra la realtà delle imprese italiane e quella delle imprese britanniche.

Per quanto concerne le imprese italiane la nomina degli amministratori compete per legge all'assemblea dei soci ([69]) secondo il meccanismo del voto di lista ([70]). Al fine di tutelare gli inte-

---

(61) Cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The Combined Code of Corporate Governance*, cit., par. B.1.1.

Sebbene il codice britannico non definisca il concetto di azionista significativo, appare plausibile, ad opinione di chi scrive, considerare tali gli azionisti in possesso di un partecipazione sul capitale che posseggono una partecipazione al capitale votante superiore al 3 per cento secondo quanto richiesto dalla Financial Services Authority (FSA), organismo che ha compiti di vigilanza sui mercati finanziari del Regno Unito. Cfr. FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Disclosure Rules and Transparency Rules. Chapter 5: Vote Holder and Issuer Notification Rules*, cit., p. 1 e ss.

(62) Sono da considerarsi esponenti di rilievo il rappresentante legale, il presidente del consiglio di amministrazione, gli amministratori esecutivi ed i dirigenti con responsabilità strategiche. Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., par. 3.C.2.

(63) Per società appartenenti allo stesso gruppo si considerano le società controllate aventi rilevanza strategica, le società sottoposte a comune controllo con l'impresa, e le aziende che, anche attraverso un patto parasociale, controllano l'impresa o sono in grado di esercitare su di essa un'influenza notevole. Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., par. 3.C.1.

(64) Valutazione che secondo entrambi i codici deve essere effettuata annualmente e deve essere comunicata all'esterno mediante la relazione annuale sulla corporate governance o il bilancio. Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., p. 23; FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The Combined Code of Corporate Governance*, cit., par. B.1.1.

(65) Secondo il principio del *comply or explain* le imprese sono tenute a motivare debitamente i comportamenti che si discostano dalle raccomandazione fornite dai codici. Cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The Combined Code of Corporate Governance*, cit., pp. 4-5.

Allo stesso principio si ispira anche il codice di *best practice* italiano. Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., pp. 2-3.

(66) Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., pp. 23-24; FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The Combined Code of Corporate Governance*, cit., par. B.1.1.

(67) Cfr. SPENCER STUART, *2009 UK Board Index. Current board trends and practices at major UK companies*, cit., p. 6.

(68) Cfr. ASSONIME, *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina nella società quotate (Anno 2009),* cit., appendice 2.

(69) Si rimanda in merito all'art. 2383 del codice civile.

(70) Secondo tale meccanismo la nomina degli amministratori avviene sulla base delle candidature espresse dagli azionisti all'interno di specifiche liste le quali devono essere depositate presso la sede sociale e rese disponibili al pubblico rispettivamente entro i 25 e i 21 giorni precedenti la data dell'assemblea chiamata a deliberare sulla nomina dei componenti del consiglio di amministrazione. Hanno diritto a presentare una lista di candidati alla carica di amministratore gli azionisti che, da soli o in gruppo, siano in possesso di una predeterminata frazione del capitale votante (tale soglia è di norma definita dallo statuto, ma non può essere superiore a dei limiti previsti dalla legge). Per ulteriori approfondimenti si veda il testo integrale dell'art. 147-ter del d.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998.

ressi degli azionisti di minoranza, il legislatore ha dapprima raccomandato alle imprese, e poi reso obbligatorio a partire dal 30 giugno 2007, che almeno uno degli amministratori sia scelto tra i candidati indicati da una lista di minoranza, ovvero da una lista presentata da azionisti non collegati con l'azionista di riferimento ([71]). In tal modo il legislatore ha voluto fornire una tutela ai diritti delle minoranze azionarie, che sono stati in passato violati dagli abusi di potere degli azionisti che, di fatto, controllano l'azienda ([72]). Un possibile ostacolo all'implementazione del voto di lista è costituito dalla presenza di previsioni statutarie che impongono agli azionisti il possesso di un quantitativo minimo di azioni a fini della presentazione di una lista. Tali norme, se da una parte evitano la presentazione di liste di « disturbo » ([73]), dall'altra, possono essere strumentali ad impedire la nomina di candidati non voluti dall'azionista di riferimento. Per evitare comportamenti di questo tipo da parte delle imprese, la normativa ha stabilito che la quota minima di partecipazione azionaria richiesta per la presentazione di una lista non debba essere superiore ai limiti stabiliti dalla legge e dai regolamenti Consob ([74]). La figura dell'amministratore nominato della minoranze azionarie non è molto diffusa tra le imprese italiane, essendo presente solo in circa il 18,5 per cento di esse ([75]). Tale scarsa diffusione è da ricollegarsi al fatto che la legge ha imposto alle società quotate l'obbligo di conformare, entro il 30 giugno 2007, le previsioni statutarie relative alla nomina degli amministratori alle nuove disposizioni normative, ma non quello di procedere, entro tale data, alla rinomina dell'intero consiglio di amministrazione secondo il meccanismo di nomina precedentemente illustrato, la cui effettiva applicazione diventerà pertanto effettiva solo al momento in cui le società rinnovano il consiglio. Ciò significa che la presenza di consiglieri di amministrazione eletti dalle lista presentate dagli azionisti di minoranza si diffonderà solo dopo qualche anno l'entrata in vigore dell'obbligo.

La nomina degli amministratori delle imprese britanniche compete sempre all'assemblea dei soci, tuttavia non sono previste delle disposizioni di legge dettagliate in merito ([76]). Nella prassi gli amministratori sono cooptati dal consiglio di amministrazione, sulla base delle proposte del comitato per le nomine, e successivamente sono confermati (o eventualmente rimossi) dall'assemblea dei soci. Il comitato per le nomine ricopre in tale contesto un ruolo centrale. Il suo compito è quello di gestire l'intero procedimento di nomina e di indicare al consiglio di amministrazione quali competenze e conoscenze dovrebbero possedere i potenziali candidati alla carica di consigliere ([77]). La sua istituzione non è obbligatoria, ma è raccomandata dal codice di *best practice* britannico, e, sempre secondo tale codice, i suoi membri dovrebbero essere costituiti per la maggior parte da amministratori indipendenti ([78]).Tale organo risulta essere particolarmente utile in realtà

---

(71) I risultati di un'analisi empirica hanno rilevato che solo una minoranza di imprese aveva adottato tale meccanismo per la nomina dei propri amministratori prima che divenisse obbligatorio per legge. Cfr. C. MALBERTI, E. SIRONI, *The Mandatory Representation of Minority Shareholders on the Board of Directors of Italian Listed Corporations: an Empirical Analysis*, in Rivista di Diritto Finanziario e Scienza delle Finanze, Vol. 67, N. 1, 2008, pp. 54-67.

(72) Si consideri, a titolo di esempio, l'ingente danno economico subito dagli azionisti di minoranza di Parmalat all'epoca del crack finanziario degli anni 2000 originatosi a seguito degli abusi commessi dall'azionista di riferimento. Per maggiori approfondimenti in merito si veda: A. MELIS, *Corporate Governance Failures: to what extent is Parmalat a particularly Italian Case?*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 13, N. 4, 2005, pp.478-488.

(73) Sono considerate tali le liste presentate da azionisti il cui fine ultimo non è quello di incidere sulla gestione aziendale mediante la nomina di un proprio rappresentante, ma quello di sottrarre voti ai candidati indicati dalle altre liste e di generare una conseguente dispersione dei voti.

(74) Nello specifico il TUF dispone all'art. 147-ter che la soglia debba essere determinata in misura non superiore a un quarantesimo del capitale sociale o alla diversa misura stabilita dalla Consob con apposito regolamento tenendo conto della capitalizzazione, del flottante e degli assetti proprietari delle società quotate.

(75) Cfr. ASSONIME, *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina nella società quotate (Anno 2009),* cit., appendice 2.

È opportuno sottolineare che tale percentuale potrebbe sovrastimare il numero di amministratori che possono effettivamente essere considerati rappresentati di azionisti non legati all'azionista di riferimento. È possibile che essi siano stati scelti tra i candidati indicati in liste presentate da azionisti che solo formalmente non hanno legami con l'azionista di riferimento. Cfr. A. MELIS, S. CARTA, S. GAIA, *I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche*, cit., p. 164.

(76) In particolare il *Companies Act* che disciplina il funzionamento delle società britanniche si limita a definire i requisiti di cui devono essere in possesso i potenziali candidati alla carica di amministratore. Si rinvia per ulteriori approfondimenti al *Companies Act 2006*, artt. 157-161.

(77) Cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The Combined Code of Corporate Governance*, cit., parr. A.4.1. e A.4.2.

(78) Cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The Combined Code of Corporate Governance*, cit., par. A.4.1.

aziendali caratterizzate da un azionariato altamente frazionato ([79]). Ricopre, invece, un ruolo marginale nelle imprese che presentano un azionariato concentrato poiché il processo di nomina è curato dagli azionisti in prima persona. È per tale motivo che il codice di *best practice* italiano, a differenza di quello inglese, non fornisce una raccomandazione "forte" in merito, ma si limita a consigliare alle imprese di valutarne l'istituzione ([80]). La stessa motivazione sta alla base dell'assenza della figura dell'amministratore nominato dalle minoranze azionarie nel sistema britannico ([81]). Tale figura, infatti, costituisce una potenziale soluzione al problema di agenzia tipico delle imprese italiane fornendo una tutela agli interessi delle minoranze azionarie ([82]). Gli altri amministratori, anche quelli indipendenti ([83]), essendo espressione della volontà degli azionisti di riferimento potrebbero favorire l'assunzione di decisioni atte a produrre dei benefici a favore di quest'ultimo a scapito degli interessi delle minoranze azionarie ([84]).

3.3.4. *Il presidente del consiglio di amministrazione*

Il compito di organizzare i lavori del consiglio di amministrazione è normalmente affidato al suo presidente, il quale dovrebbe coordinare gli amministratori, esecutivi e non esecutivi, e favorire una partecipazione attiva e proficua da parte di tutti ([85]). In dottrina esiste un ampio dibattito in merito all'opportunità di separare o concentrare le funzioni di presidente e di amministratore delegato in un unico soggetto ([86]). Da un lato, è stato osservato che la separazione delle due cariche può favorire il sorgere di conflitti tra i due soggetti e generare incomprensioni in merito a quali responsabilità e compiti spettino ad ognuno di essi, rallentando in tal modo il processo decisionale del consiglio ([87]). D'altro lato, alcuni ritengono che la mancanza di separazione porti ad

---

Inoltre, il codice di *best practice* britannico raccomanda che tale comitato sia coordinato dal presidente della società o da un amministratore indipendente, precisando che non è opportuno che il primo presieda il comitato nelle riunioni in cui si deve procedere alla nomina del nuovo presidente.

(79) Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., p. 32.

(80) *Ibidem*, par. 6.P.2

In merito occorre evidenziare che essendo assente una formale raccomandazione in merito all'istituzione del comitato per le nomine da parte del codice di *best practice* italiano non si applica il principio del *comply or explain*.

(81) La figura dell'amministratore nominato dagli azionisti di minoranza può essere, invece, riscontrata nell'ambito delle società quotate spagnole e islandesi, poiché i relativi ordinamenti giuridici prevedono quale meccanismo di nomina degli amministratori il sistema proporzionale. Tale sistema è obbligatorio per le società spagnole. Cfr. MINISTERIO DE LA PRESIDENCIA, *Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital*, in Boletín Oficial del Estado, N. 161, art. 243

Per le società islandesi, invece, il sistema proporzionale è previsto solo a condizione che gli azionisti che posseggono almeno il 20 per cento del capitale sociale (10 per cento, nel caso in cui gli azionisti della società siano più di 200) ne richiedano l'adozione, in luogo del metodo maggioritario. Cfr. *Company Law - Act No 2/1995 respecting Public Limited Companies*, art. 63, disponibile presso il sito web http://eng.idnadarraduneyti.is/laws-and-regulations/nr/1147.

(82) Oltre a garantire un rappresentante alle minoranze azionarie, il voto di lista costituisce anche uno strumento atto assicurare una processo di nomina trasparente e la presenza di un numero adeguato di amministratori indipendenti. Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., p. 32.

(83) A riguardo, uno studio empirico condotto sulle società italiane quotate nell'allora S&P 40 ha evidenziato che solo una minoranza degli amministratori dichiarati indipendenti nelle relazioni di corporate governance di tali società soddisfi, nella sostanza, i criteri di indipendenza dichiarati. Cfr., P. SANTELLA, G. PAONE, C. DRAGO, *How Independent are Independent Directors? The Case of Italy*, German Working Papers in Law and Economics, 2006.

(84) Il codice di *best practice* italiano ritiene che la sola circostanza di essere nominato dalle minoranze azionarie non sia sufficiente per qualificare un amministratore come indipendente, ma che tale caratteristica vada verificata in concreto, secondo i criteri di indipendenza indicati dal codice stesso. Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., p. 26.

(85) Cfr. A. CADBURY, *Corporate governance and Chairmanship: a personal view*, Oxford University Press, 2002, p. 34 ss; R. TRICKER, *Corporate Governance. Principles, Policies, and Practices,* cit., p. 57 ss.

(86) Per un'analisi approfondita circa le motivazioni alla base delle differenti posizioni si vedano: A. BRICKLEY, J. COLES, G. JARRELL, *Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board*, in Journal of Corporate Finance, Vol. 3, N. 3, 1997, pp. 189-220; J. DAHYA, N. TRAVLOS, *Does the One-man Show Pay? Theory and Evidence on the Dual CEO Revisited*, in European Financial Management, Vol. 6, N. 1, 2000, pp. 85-98; A. CADBURY, *Corporate governance and Chairmanship: a personal view*, cit., p. 105 ss.

(87) Tale è la posizione dei sostenitori della *stewardship theory* secondo la quale l'amministratore non è un soggetto opportunista ma, al contrario, ha come obiettivo prioritario il soddisfacimento degli interessi del principale in quanto attraverso il soddisfacimento di tali interessi riesce a soddisfare i propri. Per tale motivo, secondo tale teoria: «…fusion of the incumbency of the roles of chair and CEO will enhance effectiveness and produce, as a result, superior returns to shareholders than separation of the roles of chair and CEO The organisation will enjoy the classic benefits of unity of direction and of strong command and control ». L.

un'eccessiva concentrazione di potere nelle mani di un unico soggetto e rafforzi l'azione di controllo del consiglio di amministrazione sull'operato dell'amministratore delegato ([88]). La separazione, inoltre, può favorire una migliore operatività delle due figure poiché le competenze necessarie per svolgere il ruolo di presidente sono differenti rispetto a quelle di cui necessità l'amministratore delegato per la gestione aziendale ([89]). Con riferimento a tale dibattito, i codici di *best practice* dei Paesi oggetto del presente studio, assumono posizioni differenti. Il codice di *best practice* italiano non prende una posizione forte in merito, limitandosi ad enunciare un principio generale circa l'opportunità di non concentrare le cariche sociali in un unico soggetto ([90]) ed a raccomandare che le imprese comunichino, mediante la relazione annuale sulla corporate governance, le eventuali deleghe gestionali attribuite al presidente motivando le ragioni alla base di tale scelta ([91]). Il codice britannico, invece, non solo assume una posizione netta a favore della separazione tra le cariche di presidente e di amministratore delegato ([92]), ma richiede anche che il presidente sia in possesso, al momento della nomina, dei requisiti di indipendenza esposti al paragrafo 3.3.2 ([93]).

L'analisi della prassi aziendale evidenzia che in circa il 70 per cento delle imprese italiane ([94]) e nella quasi totalità delle imprese inglesi ([95]) le cariche di presidente ed amministratore delegato sono assunte da due soggetti distinti. Tuttavia, con riferimento alla realtà italiana emerge che solo nel 35 per cento delle imprese quotate il presidente è privo di deleghe esecutive ([96]).

3.4.5. *Il lead (senior) independent director*

Oltre alla figura del presidente, entrambi i codici di *best practice* raccomandano alle società quotate la nomina di un *lead (senior) independent director* ([97]), al quale dovrebbero essere attribuiti i seguenti compiti:

- coordinare l'operato degli amministratori non esecutivi, con particolare riferimento agli amministratori indipendenti ([98]);
- fungere da intermediario tra questi ultimi e gli altri consiglieri, quando necessario, al fine di assicurare a tutti i consiglieri di amministrazione un completo e tempestivo flusso informativo ([99]);
- aiutare gli azionisti che abbiamo dei problemi inerenti a particolari situazioni, per il quali il presidente e/o l'amministratore delegato non hanno trovato una soluzione o per i quali non era

---

DONALDSON, J. DAVIS, *Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns*, in Australian Journal of Management, Vol. 16, N. 1, 1991, pp. 49-66.

(88) Tale è la posizione assunta dai sostenitori della teoria dell'agenzia, secondo la quale l'eccessiva concentrazione di potere nelle mani dell'amministratore delegato indebolirebbe l'efficacia dell'azione di controllo del consiglio di amministrazione. Cfr. E. FAMA, M. JENSEN, *Separation of ownership and control*, cit., pp. 301-325.

(89) Cfr. A. CADBURY, *What are the Trends in Corporate Governance? How Will They Impact your Company?*, in Long Range Planning, Vol. 32, N. 1, 1999, p. 17.

(90) Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., art. 2.P.5.

(91) *Ibidem*, art. 2.P.5.

(92) Inoltre, il codice specifica che nei casi eccezionali in cui il consiglio di amministrazione valutasse opportuno affidare l'incarico di presidente all'amministratore delegato, sarebbe opportuno che il consiglio consultasse preventivamente il maggiore azionista e fornisse agli altri azionisti, al momento della nomina e nel bilancio annuale, le motivazioni che hanno condotto a tale scelta. Cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., par. A.3.1.

(93) Cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., paragrafo A.3.1.

(94) Cfr. ASSONIME, *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina nella società quotate (Anno 2009),* cit., appendice 2.

(95) In particolare tra le 150 società oggetto dell'analisi condotta dalla società Spencer Stuart solo in 3 di esse le cariche tra presidente e amministratore delegato sono ricoperte dalla medesima persona. Cfr. SPENCER STUART, *2009 UK Board Index. Current board trends and practices at major UK companies*, cit., p. 6.

(96) Cfr. ASSONIME, *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina nella società quotate (Anno 2009),* cit., appendice 2.

(97) Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., p. 19. FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., paragrafo A.4.1.

(98) *Ibidem.*

(99) Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., p. 19.

opportuno il contatto con questi ultimi ([100]).

Il codice di *best practice* britannico raccomanda l'istituzione di tale figura *tout-court*, mentre il codice italiano solo nei casi in cui il presidente del consiglio di amministrazione sia anche l'amministratore delegato o l'azionista di riferimento della società ([101]). Inoltre, è opportuno evidenziare che nella realtà delle imprese italiane la figura del *lead (senior) independent director* è stata istituita solo di recente ([102]). Presente in appena il 21 per cento delle imprese quotate nel 2007, anno di prima applicazione della relativa raccomandazione introdotta dalla versione del 2006 del codice di *best practice*, il *lead (senior) independent director* è stato nominato nel 2009 nel 40 per cento delle imprese italiane quotate ([103]). Nel Regno Unito, invece, ove la figura del *lead (senior) independent director* era raccomandata già nel 1992 ([104]), solo poche imprese ritengono non opportuna l'istituzione di tale figura ([105]).

3.4. Il processo di configurazione della remunerazione degli amministratori

3.4.1. *Il ruolo dell'assemblea dei soci*

Il legislatore italiano conferisce all'assemblea dei soci ed al consiglio di amministrazione le decisioni in tema di remunerazione degli amministratori. In particolare, all'assemblea dei soci spetta la competenza generale di definire i compensi spettanti agli amministratori, a meno che questi non siano già stati determinati dallo statuto ([106]), mentre al consiglio di amministrazione è demandato il compito di stabilire l'ulteriore compenso da attribuire agli amministratori investiti di particolari cariche ([107]), previo parere favorevole del collegio sindacale, ove istituito ([108]). Tale disposizione può essere derogata mediante esplicita previsione statutaria, indicando che spetti all'assemblea il compito di determinare un importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori, inclusi quelli investiti di particolari cariche ([109]). In tal caso al consiglio di amministrazione spetterà il compito di ripartire l'ammontare stabilito dall'assemblea tra tutti gli amministratori. All'assemblea dei soci compete, inoltre, il compito di approvare i regolamenti dei piani di compensi basati su azioni redatti dal Consiglio di amministrazione, in base alle proposte effettuate dal comitato per la remunerazione (ove costituito) ([110]) e, se tali piani di stock option/*stock grant*

---

(100) Cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., par. A.4.1.

(101) Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., par. 2.C.3.

(102) Solo a partire dal 2006 il codice di *best practice* italiano ha raccomandato alle imprese italiane quotate la nomina di un *lead independent director*. Prima di tale raccomandazione tale figura era praticamente sconosciuta nel panorama italiano.

(103) Cfr. ASSONIME, *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina nella società quotate (Anno 2009),* cit., appendice 2.

(104) La nomina di un *senior independent director* era, però, raccomandata solo per le imprese in cui le cariche di presidente e amministrazione delegato fossero ricoperte dalla medesima persona. Cfr. CADBURY REPORT, *The Financial Aspects of Corporate Governance*, Gee, 1992, par. 4.5.

(105) Cfr. SPENCER STUART, *2009 UK Board Index. Current board trends and practices at major UK companies*, cit., p. 7.

(106) L'art. 2364 c.c. stabilisce che l'assemblea ordinaria: « determina il compenso degli amministratori e dei sindaci, se non è stabilito dallo statuto ». Inoltre, l'art. 2389 al primo comma dispone « i compensi spettanti ai membri del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo sono stabiliti all'atto della nomina o dall'assemblea ».

(107) L'art. 2389 al terzo comma dispone: « la rimunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche in conformità dello statuto è stabilita dal consiglio di amministrazione, sentito il parere del collegio sindacale ».

Tale disposizione ha sollevato delle critiche, in quanto sottrae ai soci la competenza della determinazione dei compensi proprio nei casi in cui la retribuzione è più elevata e la affida all'organo di cui fanno parte gli stessi beneficiari. Cfr. A. MAURO, M. MEOLI, M. NEGRO, *Gli amministratori. Disciplina civilistica, fiscale e previdenziale*, Ipsoa, 2007, p. 181.

(108) Il collegio sindacale non deve entrare nel merito delle decisioni, ma valutare il rispetto delle procedure.

(109) L'art. 2839 al terzo comma dispone: « Se lo statuto lo prevede l'assemblea può determinare un importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori, inclusi quelli investiti di particolari cariche ».

(110) Prima dell'introduzione dell'art. 114-bis del Tuf ad opera della legge 262/2005 l'obbligatorietà dell'approvazione del regolamento del piano di attribuzione degli strumenti finanziaria era un argomento assai dibattuto in dottrina. Chi sostiene la tesi dell'obbligatorietà dell'approvazione da parte dell'assemblea afferma che poiché gli elementi indicati nel regolamento del piano di stock option/*stock grant* incidono sull'entità del compenso attribuito agli amministratori, sia applicabile l'art. 2389 del codice civile che attribuisce all'assemblea la competenza nella definizione dei compensi degli amministratori. Cfr. S. CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori. Incentivi azionari e creazione di valore*, Tesi di dottorato di ricerca, Università degli Studi della Tuscia di Viterbo, 2005.

si basano su azioni di nuova emissione, anche la delibera di aumento di capitale a servizio del piano, a meno che lo statuto societario, o la stessa assemblea, non decida di delegare tale incarico al consiglio di amministrazione ([111]).

Nel diritto societario britannico l'assemblea dei soci dell'imprese quotate ricopre un ruolo relativamente marginale nel processo di determinazione dei compensi degli amministratori. Ad essa, la legge britannica ha attribuito solo nel 2002 il diritto di votare le proposte del consiglio di amministrazione in merito alla remunerazione da assegnare ai propri membri ([112]). In particolare, è richiesto alle imprese di redigere un documento (denominato *Director Remuneration Report*), in cui fornire delle informazioni dettagliate circa la remunerazione dei membri del consiglio di amministrazione, da sottoporre all'approvazione dell'assemblea. L'approvazione del *Director Remuneration Report* da parte dell'assemblea dei soci non è vincolante per il consiglio di amministrazione al quale, pertanto, rimane pieno potere decisionale. L'approvazione del *Director Remuneration Report* assume comunque rilevanza in quanto in caso di voto contrario si fornirebbe al mercato un forte segnale di sfiducia nei confronti delle politiche retributive dell'impresa ([113]). Inoltre, il codice di *best practice* britannico raccomanda che i piani di incentivazione, e le successive modifiche, siano sottoposti all'approvazione dell'assemblea dei soci ([114]).

3.4.2. *Il ruolo del comitato per la remunerazione*

Il comitato per la remunerazione è l'organo a cui è attribuito il compito di presentare al consiglio di amministrazione delle proposte in merito alla remunerazione degli amministratori e dei membri dell'Alta direzione ([115]). Deve garantire l'attuazione di un procedimento trasparente, mediante il quale definire il livello e la configurazione della remunerazione spettante ai membri del consiglio di amministrazione ([116]). L'istituzione di un comitato per la remunerazione dovrebbe, inoltre, limitare la possibilità che gli amministratori partecipino alle decisioni in merito alla propria remunerazione ([117]) e favorire una configurazione atta a incentivare gli amministratori alla creazione di valore per gli azionisti nel medio-lungo periodo ([118]). A tal fine, i codici di *best practice* italiano e britannico raccomandano che il comitato per la remunerazione sia composto da almeno tre membri ([119]) scelti tra gli amministratori non esecutivi della società ([120]). Inoltre, secondo il co-

---

D'altra parte poiché l'art. 2389 al terzo comma prevede che, se lo statuto lo prevede, l'assemblea può limitarsi a determinare l'importo complessivo dei compensi da attribuire a tutti gli amministratori e poiché al consiglio di amministrazione spetterebbe il compito di ripartire tale somma tra i singoli amministratori, allora l'approvazione da parte dell'assemblea non sarebbe necessaria. A riguardo è stato sostenuto che: «…all'interno dell'ordinamento italiano non vi è alcun obbligo di sottoporre il Regolamento che disciplina il piano di stock grant (o di stock option) all'approvazione dell'assemblea, ferme restando le eventualità che sia lo statuto a disporre in tal senso, ovvero che l'approvazione assembleare sia, di volta in volta, richiesta dagli amministratori che hanno predisposto il Regolamento del piano ». S. POLI, *I meccanismi societari di attuazione dei piani di Stock Option e Stock Grant*, in M. REGALLI (a cura di) *Stock option e incentivazione del management*, Il sole 24 ore, 2003, p. 240.

(111) Ai sensi dell'art. 2443 del codice civile.

(112) Cfr. *The Directors' Remuneration Report Regulations*, 2002, N. 1986, section 7.

Prima del 2002 il voto dell'assemblea dei soci sulla remunerazione degli amministratori non era obbligatorio, ma raccomandato. Pertanto la sua applicazione era di tipo volontario. Tale raccomandazione è stata introdotta nel 1998. Cfr. I. GREGORY-SMITH, *Empirical Studies in UK Corporate Governance and Executive Remuneration*, Thesis submitted for the degree of Doctor of Philosophy, University of Nottingham, 2008, p. 142 e ss.

(113) Cfr. M. CONYON, G. SADLER, *Shareholder Voting and Directors' Remuneration Report Legislation: Say on Pay in the UK*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 18, N. 4, 2010, p. 298.

(114) Cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., par. D.2.4.

(115) Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., par. 7.C.3; FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., par. D.2.2.

(116) Cfr. C. MALLIN, *Corporate governance*, cit., p. 129.

(117) Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., par. 7.P.6.; FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., par. D.2.

(118) Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., par. 7.P.2; FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., par. D.1.

(119) Nel caso in cui il consiglio di amministrazione sia composto da non più di cinque membri, il codice di *best practice* italiano ritiene che il comitato possa essere composto anche da due soli consiglieri, purché indipendenti. Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., par. 7.C.1.

dice britannico essi dovrebbero essere in possesso dei requisiti di indipendenza, mentre il codice italiano richiede il possesso di tali requisiti solo per la maggioranza dei membri del comitato ([121]). È stato osservato, tuttavia, che la circostanza che il comitato per la remunerazione sia composto interamente da amministratori indipendenti non implica l'effettiva indipendenza di giudizio di tale organo. È possibile, infatti, che essi sentano un obbligo morale a configurare la remunerazione in maniera particolarmente favorevole per l'amministratore delegato (o per gli amministratori che sono anche azionisti di riferimento della società) perché sono stati questi ultimi a nominarli quali membri del consiglio di amministrazione ([122]), oppure perché in quanto amministratori delegati di altre imprese quotate desidererebbero ricevere una remunerazione tale ([123]).

Il codice di *best practice* italiano raccomanda, inoltre, che almeno uno dei membri del comitato per la remunerazione sia in possesso di competenze in materia finanziaria ([124]). Non si riscontrano, invece, raccomandazioni analoghe all'interno del codice britannico. Si tratta di una raccomandazione potenzialmente importante. Definire la remunerazione degli amministratori rappresenta un tema complesso e pertanto appare necessario che i membri del comitato per la remunerazione abbiano le competenze necessarie per individuare gli strumenti più adatti per remunerare e incentivare gli amministratori. La formulazione di tale raccomandazione appare essere, però, ad opinione di chi scrive, generica, poiché non definisce nello specifico cosa si intende per competenze finanziarie e, in tal modo, lascia spazio alla possibile attuazione di comportamenti finalizzati al rispetto formale, piuttosto che sostanziale, della raccomandazione stessa.

L'analisi della prassi delle imprese quotate evidenzia come il comitato per la remunerazione sia istituito dalla stragrande maggioranza delle imprese quotate italiane e britanniche ([125]). Tuttavia, mentre tale comitato era presente nella maggior parte delle imprese britanniche già all'inizio degli anni '90 ([126]), la sua diffusione tra le imprese italiane è relativamente recente ([127]).

Nello svolgimento delle proprie funzioni il comitato per la remunerazione dovrebbe porre in essere una serie comportamenti raccomandati dai codici di *best practice*. Tali codici non si limitano a fornire raccomandazioni inerenti la composizione del comitato per la remunerazione, ma illustrano anche una serie di criteri generali, sostanzialmente analoghi tra i due codici, che dovrebbero essere seguiti nel processo di configurazione della remunerazione degli amministratori. Non entrano, invece, nel merito dei livelli dei compensi ([128]), anche se raccomandano la previsione di tetti massimi per i compensi variabili ([129]).

La stessa disposizione è prevista dal codice di *best practice* britannico per le società di minori dimensioni, ovvero quelle non appartenenti all'FTSE 350. FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., par. D.2.1.

(120) Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., par. 5.C.1. e 7.P.3; FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., par. D.2.1.

(121) Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., par. 7.P.3.

Il codice di *best practice* britannico, inoltre, ritiene opportuna la presenza del presidente del consiglio di amministrazione quale membro del comitato per la remunerazione, ma non quale presidente del medesimo organo, solo nel caso in cui sia in possesso dei requisisti di indipendenza. Cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., par. D.2.1.

(122) Cfr. B. TRICKER, *Corporate Governance. Principles, Policies, and Practices,* cit., pp. 70-71.

(123) Cfr. B. TRICKER, *Corporate Governance. Principles, Policies, and Practices,* cit., pp. 70-71; C. MALLIN, *Corporate governance*, cit., p. 144.

(124) Tale raccomandazione, introdotta con la revisione dell'art. 7 del marzo del 2010, entrerà in vigore dal 2011. Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina. Art. 7- Remunerazione degli amministratori*, Borsa Italiana, Marzo 2010, par. 7.P.3.

(125) L'analisi condotta da Assonime indica che tale comitato è stato istituito da circa l'80 per cento delle imprese quotate italiane. Cfr. ASSONIME, *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina nella società quotate (Anno 2009),* cit., appendice 2.

Tutte le 150 società oggetto dello studio condotto da Spencer Stuart hanno istituito il comitato per la remunerazione. Cfr. SPENCER STUART, *2009 UK Board Index. Current board trends and practices at major UK companies*, cit., p. 9.

(126) Cfr. M. CONYON, *Institutional arrangements for setting directors' compensation in UK companies*, in K. KEASEY, S. THOMPSON, M. WRIGHT (edit by), *Corporate governance: economic and financial issues*, cit., pp. 103-121.

(127) La pratica di istituire un comitato per la remunerazione si è diffusa solo verso la metà degli anni 2000. Cfr. F. FORTUNA, *Corporate governance. Soggetti, modelli e sistemi*, Franco Angeli, 2002, p. 233; ASSONIME, *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina nella società quotate (Anno 2004),* Roma, 2004, p. 17.

(128) A riguardo i codici si limitano a raccomandare che la remunerazione degli amministratori debba essere stabilita in misura sufficiente al fine di attrarre, trattenere e motivare i soggetti dotati delle competenze necessarie per gestire la società Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., art. 7.P.1; COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice*

Le raccomandazioni relative al processo di configurazione della remunerazione assumono contenuti diversi a seconda che si riferiscano agli amministratori esecutivi o a quelli non esecutivi.

Con riferimento ai primi, entrambi i codici raccomandano che una parte significativa della loro remunerazione sia legata alle performance aziendali e/o al raggiungimento di specifici obiettivi preventivamente stabiliti dal consiglio di amministrazione che favoriscano la creazione di valore nel medio-lungo termine ([130]). Inoltre, raccomandano che parte della remunerazione variabile sia differita per un « adeguato » periodo di tempo rispetto al momento della maturazione ([131]). Particolarmente rilevante appare con riferimento ai compensi variabili una previsione contenuta nel solo codice di *best practice* britannico, il quale raccomanda alle società di prevedere dei meccanismi di *claw-back*, mediante i quali imporre agli amministratori la restituzione dei compensi variabili ricevuti qualora emergesse che l'assegnazione dei medesimi fosse stata frutto di errori rilevanti o di comportamenti fraudolenti ([132]).

In merito alla remunerazione degli amministratori non esecutivi i codici ritengono che debba essere determinata in funzione dell'impegno richiesto e delle responsabilità attribuite a ciascuno di essi (ivi incluse le partecipazione a comitati) e non essere collegata ai risultati aziendali, se non per una parte non rilevante ([133]).

Particolare attenzione viene assegnata da entrambi i codici di *best-practice* ai compensi basati su azioni, il cui utilizzo è raccomandato per gli amministratori delegati, mentre è sconsigliato per i consiglieri privi di deleghe esecutive, salva preventiva e motivata approvazione da parte dell'assemblea dei soci ([134]). Il diverso atteggiamento dei codici in tal senso è da ricondurre al differente ruolo svolto dalle due categorie di amministratori: mentre gli amministratori esecutivi hanno il compito di gestire la società, i non esecutivi devono soprattutto controllare l'operato dei primi. Per evitare possibili collusioni tra le due categorie di amministratori, volte a fornire un'artificiosa rappresentazione dei risultati della gestione, è opportuno che gli amministratori esecutivi non ricevano compensi legati alle performance.

I codici di *best practice* forniscono, inoltre, delle raccomandazioni in merito alle caratteristiche dei compensi basati su azioni. In particolare, entrambi i codici raccomandano che il periodo di *vesting* non sia inferiore a tre anni e sia legato al raggiungimento di specifici obiettivi di performance e che gli amministratori beneficiari detengano per un determinato periodo di tempo almeno una parte delle azioni rivenienti dall'assegnazione del compenso basato su azioni ([135]). Tali raccomandazioni sono particolarmente importanti al fine di prevenire un uso improprio di tali strumenti, ovvero un uso finalizzato all'ottenimento di una rendita di posizione piuttosto che

---

di Autodisciplina. Art. 7- Remunerazione degli amministratori, cit., art. 7.P.1.; FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., par. D.1.

Inoltre, il codice italiano raccomanda che la componente di remunerazione fissa sia sufficiente a remunerare la prestazione degli amministratori anche qualora la componente variabile non fosse erogata a causa del mancato raggiungimento degli obiettivi prestabiliti. Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina. Art. 7- Remunerazione degli amministratori*, cit., par.. 7.C.1., lettera c.

(129) Tale previsione è stata inserita solo nel 2010 dal codice italiano. Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina. Art. 7- Remunerazione degli amministratori*, cit., par. 7.C.1, lettera b; FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., par. D.1.

(130) Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina. Art. 7- Remunerazione degli amministratori*, cit., par.. 7.C.1., lettera d; FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., par. D.1.

(131) Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina. Art. 7- Remunerazione degli amministratori*, cit., par.. 7.C.1., lettera e; FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., Schedule A.

(132) Cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., Schedule A.

(133) Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., art. 7.C.2.; COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina. Art. 7- Remunerazione degli amministratori*, cit., par.. 7.C.4; FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., par. D.1.3.

(134) In merito, il codice di *best practice* britannico raccomanda che qualora siano attribuite stock option ai consiglieri non esecutivi questi ultimi mantengano il possesso delle azioni rivenienti dall'esercizio delle opzioni sino all'anno successivo a quello in cui ha avuto termine il rapporto di collaborazione con l'impresa. Cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., par. D.1.3.

(135) Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina. Art. 7- Remunerazione degli amministratori*, cit., par. 7.C.2; FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., Schedule A, p. 27.

all'incentivazione degli amministratori ([136]). In aggiunta, il codice britannico raccomanda che i compensi basati su azioni siano assegnati in tranche, piuttosto che in un'unica soluzione ([137]). In tal modo gli amministratori dovrebbero essere incentivati all'attuazione di comportamenti orientati al medio-lungo termine durante l'intera durata del periodo di *vesting* ([138]).

Ulteriori raccomandazioni sono fornite in merito ai compensi spettanti agli amministratori al termine del rapporto con l'impresa. A riguardo, il codice britannico fornisce una raccomandazione di ampio spettro, evidenziando l'opportunità di definire in via preventiva un'adeguata politica per l'assegnazione di tali compensi atta ad evitare che gli amministratori vegano premiati per il conseguimento di risultati poco soddisfacenti ([139]). Il codice di *best practice* italiano si limita a raccomandare che si determini anticipatamente l'importo massimo che potrà essere assegnato in caso di interruzione del rapporto ([140]).

3.4.3. *Il ruolo del consulente esterno*

Un importante ruolo nel processo di configurazione dei compensi degli amministratori può essere ricoperto da un consulente esterno alla società. La funzione di consulente è di solito assolta da soggetti, o società, in possesso di competenze specialistiche in tema di remunerazione. Essi coadiuvano il comitato per la remunerazione fornendo consigli tecnici inerenti, ad esempio, agli aspetti legali e fiscali delle pratiche di remunerazione o alla determinazione degli strumenti di remunerazione che meglio si prestano a favorire il soddisfacimento degli obiettivi che la società intende perseguire mediante la remunerazione. Inoltre, essi possono fornire informazioni dettagliate circa la remunerazione degli amministratori operanti in imprese concorrenti, favorendo in questo modo la configurazione di una remunerazione competitiva ([141]).

La figura del consulente esterno è oggetto di un ampio dibattito in dottrina in quanto il suo ruolo presenta aspetti controversi. Da un lato, il consulente esterno è considerato un soggetto indipendente in possesso delle competenze necessarie per la configurazione di una remunerazione adeguata. Dall'altro, è stato osservato che tale soggetto non possa essere considerato effettivamente indipendente, poiché la sua nomina (e l'eventuale rinnovo del contratto di consulenza) dipende dall'amministratore delegato, pertanto è plausibile attendersi che la remunerazione di quest'ultimo possa essere configurato in maniera tale da favorire l'estrazione di una rendita ([142]). Per tale motivo, tale figura è stata considerata, da alcuni, una delle cause che ha contribuito alla crescita dei livelli di remunerazione degli amministratori esecutivi ([143]). Inoltre, è stato osservato che il ricorso al consulente esterno possa rappresentare uno strumento per beneficiare di una le-

---

(136) Cfr. A. MELIS, S. CARTA, S. GAIA, *Executive Remuneration in Blockholder-dominated Firms. How do Italian. Firms Use Stock Options?,* in Journal of Management and Governance, in corso di stampa, 2011.

(137) Cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., Schedule A, p. 27.

(138) Tale raccomandazione assume particolare rilevanza se si considera che nella realtà i mercati azionari non sono pienamente efficienti. Cfr. G. ZANDA, M. LACCHINI, T. ONESTI, *La valutazione delle aziende*, cit., p. 30.

Sulla base di tale assunzione, l'assegnazione di compensi basati su azioni aventi un lungo periodo di *vesting* potrebbe non essere sufficiente a incentivare gli amministratori all'attuazione di comportamenti orientati al medio-lungo se tali compensi non sono assegnati in maniera ricorrente. Si ipotizzi per esempio che un amministratore riceva nell'anno n un compenso basato su azioni avente un periodo di vesting triennale. Tale strumento dovrebbe favorire l'amministratore a massimizzare il valore delle azioni alla scadenza dell'anno n+3. Tuttavia, potrebbe favorire l'attuazione di comportamenti opportunistici nei primi due anni del periodo di *vesting* attraverso i quali trasferire il valore potenzialmente creato in tali anni all'anno n+3.

(139) *Ibidem*, par. D.1.4.

(140) Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina. Art. 7- Remunerazione degli amministratori*, cit., par. 7.C.1., lettera f.

(141) In merito alle funzioni del consulente esterno si rinvia a quanto osservato nei seguenti lavori: M. JENSEN, K. MURPHY, E. WRUCK, *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, cit., p. 55-56; B. CADMAN, M. CARTER, S. HILLEGEIST, *The Incentives of Compensation Consultants and CEO Pay*, in Journal of Accounting and Economics, Vol. 49, N. 3, 2010, pp. 263-280; M. CONYON, *Compensation Consultant and Executive pay*, in H. BAKER, R. ANDERSON (edited by), *Corporate Governance. A Synthesis of Theory, Research and Practice*, 2010, Wiley, pp. 285-302.

(142) Cfr. L. BEBCHUK, J. FRIED, *Executive Compensation as an Agency Problem*, cit., pp. 78-79.

(143) *Ibidem*.

gittimazione esterna. Poiché si tratta di soggetti esterni all'impresa il mercato li percepisce come soggetti indipendenti e valuta positivamente il procedimento remunerativo dell'impresa ([144]), a prescindere dalle modalità in cui la remunerazione è stata configurata.

In merito al ricorso al consulente esterno, i codici di *best practice* di Italia e Regno Unito assumono posizioni differenti. Il codice italiano non fornisce una raccomandazione a riguardo, ma si limita a statuire che il comitato per la remunerazione possa avvalersi nell'espletamento delle proprie funzione di un consulente esterno a condizione che quest'ultimo possa essere considerato indipendente ([145]). Il codice britannico, invece, raccomanda la presenza di tale figura attribuendo ad essa il compito di supportare il comitato per la remunerazione nell'attribuire agli amministratori compensi adeguati nel livello e nella struttura ([146]).

---

(144) Cfr. H. BARKEMA, L. GOMEZ-MEJIA, *Managerial Compensation and Firm Performance: a General Research Framework*, in Academy of Management Journal, Vol. 41, N. 2, 1998, pp. 141.

(145) Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina. Art. 7- Remunerazione degli amministratori*, cit., par..7.C.7.

(146) Cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., paragrafo D.2.

Il codice raccomanda, inoltre, che qualora il consulente esterno sia nominato è opportuno comunicare all'esterno gli altri eventuali rapporti intrattenuti con la società, poiché questi potrebbero essere tali da minare l'indipendenza del consulente esterno. Cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., paragrafo D.2.1.

Capitolo 4

LA REMUNERAZIONE DELL'AMMINISTRATORE DELEGATO: UN'ANALISI EMPIRICA COMPARATA TRA ITALIA E REGNO UNITO

SOMMARIO: 4.1. Obiettivi e motivazioni alla base dello studio. — 4.2. Sviluppo delle ipotesi. — 4.2.1. Le determinanti della remunerazione. — 4.2.2. L'influenza delle performance aziendali sulle variazioni della remunerazione. — 4.2.3. L'influenza del sistema di corporate governance sul legame tra remunerazione e performance nelle imprese in cui è stato distrutto valore per gli azionisti. — 4.3. Descrizione del campione e raccolta dei dati. — 4.4. Analisi dei dati. — 4.4.1. La remunerazione dell'amministratore delegato. — 4.4.2. L'analisi delle determinanti della remunerazione. — 4.4.3. L'analisi dell'influenza delle performance aziendali sulla remunerazione dell'amministratore delegato. — 4.4.4. L'analisi dell'influenza della struttura di corporate governance sull'intensità del legame tra remunerazione e performance. — 4.5. Risultati dell'analisi. — 4.5.1. Statistica descrittiva. — 4.5.2. La remunerazione dell'amministratore delegato: principali determinanti — 4.5.3. Il legame tra remunerazione e performance. — 4.5.4. Il legame tra remunerazione e performance nelle imprese in cui è stato distrutto valore per gli azionisti: principali determinanti.

4.1. Obiettivi e motivazioni alla base dello studio

Il presente lavoro si propone di studiare le politiche di remunerazione adottate dalle imprese quotate nei confronti dei propri amministratori delegati. In particolare, saranno oggetto di studio: l'individuazione delle principali determinanti della remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati, l'analisi del legame intercorrente tra la remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati e l'andamento delle performance aziendali e l'influenza che il sistema di corporate governance è in grado di esercitare su tale legame.

Il presente studio si propone di rispondere alle seguenti domande di ricerca:

- come le imprese remunerano i propri amministratori delegati?
- quali sono i fattori in grado di influenzare l'ammontare dei compensi ricevuti dagli amministratori delegati?
- quale influenza esercita l'andamento delle performance aziendali sulla remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato?
- quale influenza esercita il sistema di corporate governance sul legame intercorrente tra remunerazione e performance?

Al fine di rispondere alla prima domanda di ricerca sarà condotta un'analisi esplorativa volta ad analizzare le pratiche di remunerazione adottate dalle imprese quotate non finanziarie italiane e britanniche. I contesti istituzionali all'interno dei quali tali imprese operano presentano caratteristiche differenti, caratteristiche che possono influenzare le imprese nella definizione delle politiche di remunerazione degli amministratori delegati. In particolare, è stato evidenziato come tali imprese, a causa di una differente struttura della proprietà e del controllo, si caratterizzino per la presenza di un diverso problema di agenzia. Nelle imprese non finanziarie britanniche prevale un problema di agenzia di tipo "classico" a causa della presenza di azionisti che delegano la gestione dell'impresa ad un amministratore non proprietario. In Italia, invece, le imprese non finanziarie si caratterizzano per una struttura della proprietà e del controllo tipicamente rappresentata dalla presenza di un azionista di riferimento che siede nel consiglio di amministrazione e che è in grado di nominare la maggior parte dei membri di tale organo ([1]). Per tale ragione, il problema di agenzia di tipo classico, sebbene presente anche nel contesto aziendale italiano, si caratterizza per una

(1) Si rinvia in merito a quanto illustrato nel capitolo 3.

forma meno accentuata. Tuttavia, l'elevato potere di cui dispone l'azionista di riferimento causa il sorgere di un ulteriore problema di agenzia tra quest'ultimo e gli azionisti di minoranza. Secondo la teoria della contrattazione ottimale la remunerazione rappresenta un efficace strumento per la soluzione del problema di agenzia di tipo classico, in quanto permette di orientare i comportamenti dell'agente al perseguimento degli interessi degli azionisti piuttosto che al perseguimento di interessi personali. Pertanto, poiché la rilevanza del problema di agenzia di tipo "classico" nel contesto italiano è diversa rispetto a quella assunta nel contesto britannico è possibile che le imprese operanti nei due Paesi possano adottare politiche differenti per remunerare i propri amministratori delegati.

Il secondo e il terzo obiettivo dello studio mirano ad individuare i principali fattori in grado di influenzare l'ammontare della remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati e a stimare quale influenza è esercitata dall'andamento delle performance aziendali su tale remunerazione. L'analisi del legame esistente tra la remunerazione e le performance aziendali assume rilevanza al fine di verificare se quanto ricevuto dagli amministratori delegati a titolo di retribuzione costituisca un'equa ricompensa per il lavoro svolto. Tale domanda di ricerca assume particolare interesse in un periodo in cui le imprese quotate hanno subito un peggioramento delle proprie performance. È stato evidenziato come possa esistere un'asimmetria di comportamento nel premiare i successi e nel punire i fallimenti: i soggetti umani tendono ad essere più generosi nel premiare rispetto a quanto sono severi nel punire ([2]). È plausibile che tale asimmetria si manifesti anche con riferimento alla valutazione dell'operato degli amministratori delegati e che, pertanto, le imprese tendano a premiare i successi da essi raggiunti, ma non a penalizzare con la stessa intensità i fallimenti conseguiti. La maggior parte degli studi che ha analizzato le determinanti della remunerazione e il legame esistente tra quest'ultima e le performance aziendali ha studiato i periodi di crescita economica. Il presente studio, invece, si propone di studiare tali problematiche durante un periodo caratterizzato da una riduzione delle performance aziendali dovuta al manifestarsi della recente crisi finanziaria. Tale crisi ha suscitato particolare attenzione da parte dell'opinione pubblica e dei responsabili politici verso la modalità di remunerazione degli amministratori delegati delle società quotate, remunerazione che è stata più volte accusata di essere tra le cause della stessa crisi ([3]). In particolare, ha costituito oggetto del dibattito il maggiore ricorso a strumenti di remunerazione variabile da parte delle imprese negli ultimi decenni, e il conseguente incremento dell'ammontare della remunerazione degli amministratori delegati ([4]), incremento che è stato possibile in quanto il maggiore ricorso a strumenti di remunerazione variabile si è manifestato durante un periodo di crescita dei mercati finanziari. Pertanto, è opportuno domandarsi se, così come nelle fasi di crescita economica si è verificato un aumento nei livelli delle remunerazioni ([5]), nella fase di recessione, che ha caratterizzato gli anni più recenti, si sia verificata un'effettiva riduzione nell'ammontare dei compensi degli amministratori delegati e se, pertanto, la remunerazione ricevuta da essi in tale periodo sia commisurata alle performance aziendali.

Infine, il presente lavoro si propone di studiare quale influenza è in grado di esercitare il si-

---

(2) In merito si vedano, tra gli altri, i seguenti studi: L. MOLM, *The Structure and Use of Power: A Comparison of Reward and Punishment Power*, in Social Psychology Quarterly, Vol. 51, N. 2, 1988, pp. 108-122; P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., pp. 369-371.

(3) Si vedano in merito: A. BLUNDELL-WIGNALL, P. ATKINSON, S. LEE, *The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues*, in Financial Market Trends, OECD, 2008; S. BLINDER, *Crazy Compensation and the Crisis*, in the Wall Street Journal, 28 Maggio 2009, p. A15; S. BHAGAT, R. ROMANO, *Reforming Executive Compensation: Focusing and Committing to the Long-term*, in Yale Journal of Regulation, Vol. 26, N. 2, 2009, pp. 359-372.

(4) Tale dibattito è stato oggetto di attenzione anche da parte della Commissione delle Comunità Europee la quale ha provveduto ad emanare delle raccomandazioni volte a « migliorare la gestione del rischio nelle società finanziarie e collegare gli incentivi retributivi al conseguimento di risultati sostenibili di tali società in generale ». In merito agli obiettivi dell'intervento della Commissione si rinvia a: COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE, *Comunicazione della commissione che accompagna la Raccomandazione della commissione che integra le raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE per quanto riguarda il regime per la remunerazione degli amministratori delle società quotate e la Raccomandazione della commissione sulle politiche di remunerazione nel settore dei Servizi finanziari*, Bruxelles, 2009.

(5) Cfr. L. BEBCHUK, Y. GRINSTEIN, *The growth of executive pay*, in Oxford Review of Economic Policy, Vol. 21, N. 2, 2005, pp. 283-303; M. CONYON, N. FERNANDES, M. FERREIRA. P. MATOS, K. MURPHY, *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, cit.

stema di corporate governance sull'intensità del legame esistente tra la remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati e le performance realizzate dalle imprese da essi gestite. Studi precedenti hanno evidenziato come diversi aspetti inerenti il sistema di corporate governance siano in grado di esercitare un'influenza significativa sulla remunerazione ([6]) o sulle performance aziendali ([7]). Tuttavia, vi è la necessità di maggiori approfondimenti in merito all'influenza che tale sistema può esercitare sull'intensità del legame tra remunerazione degli amministratori e performance aziendali ([8]). In particolare, l'attenzione sarà focalizzata sul ruolo esercitato dal comitato per la remunerazione, in quanto costituisce l'organo preposto all'elaborazione di proposte inerenti la configurazione della remunerazione degli amministratori ([9]). Poiché il comitato per la remunerazione è l'organo all'interno del quale hanno origine le decisioni inerenti la configurazione della remunerazione dell'amministratore delegato ([10]), si ritiene che la sua composizione, espressa in termini di indipendenza e di competenza, sia determinante al fine assegnare all'amministratore delegato un compenso collegato con le perfomance aziendali.

4.2. Sviluppo delle ipotesi

4.2.1. *Le determinanti della remunerazione*

Nel definire la remunerazione da assegnare ai propri amministratori delegati le imprese possono essere influenzate da una molteplicità di fattori ([11]) che possono essere raggruppati nelle seguenti categorie:

- caratteristiche aziendali e di mercato
- caratteristiche relative alla struttura della proprietà e del controllo
- caratteristiche personali dell'amministratore

Tra le caratteristiche aziendali e di mercato possono essere ricompresi:

- la *dimensione aziendale*
- il *grado di rischiosità dell'impresa*
- le *opportunità di crescita*
- le *performance aziendali*

Le imprese di maggiori dimensioni presentano un maggiore grado di complessità ([12]), impiegano al loro interno un numero elevato di soggetti, si organizzano in un elevato numero di livelli

---

(6) Si vedano, tra gli altri i seguenti lavori: M.CONYON, *Corporate Governance and executive compensation*, in International Journal of Industrial Organization, Vol. 15, N. 4, 1997, pp. 493-509; J. CORE, R. HOLTHAUSEN, D. LARCKE, *Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance*, cit., pp. 371-406; M.CONYON, L. HE, *Compensation Committees and CEO Compensation Incentives in U.S. Entrepreneurial Firms*, in Journal of Management Accounting Research, Vol. 16, N. 1, 2004, pp. 35-56; N. OZKAN, *Do Corporate Governance Mechanisms Influence CEO Compensation? An Empirical Investigation of UK Companies*, cit., pp. 349-364; A. MELIS, S. CARTA, S. GAIA, *Executive remuneration in blockholder-dominated firms. How do Italian. firms use stock options?*, cit.

(7) Si vedano, tra gli altri i seguenti lavori: S. BHAGAT, B. BLACK, *The uncertain relationship between board composition and firm performance*, in Business Lawyer, Vol. 54, 1999, pp. 921-963.; B. HERMALIN, M. WEISBACH, *The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance*, in Financial Management, Vol. 20, N. 4, 1991, pp. 101-112; J. CORE, R. HOLTHAUSEN, D. LARCKE, *Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance*, cit., pp. 371-406; P. GOMPERS, J. ISHII, A. METRICK, *Corporate governance and equity prices*, in The Quarterly Journal of Economics, Vol. 118, N. 1, 2003, pp. 107-155.

(8) Sull'argomento si vedano i seguenti lavori: J. EDWARDS, W. EGGERT, A. WEICHENRIEDER, *Corporate governance and pay for performance: evidence from Germany*, in Economics of Governance, Vol. 10, N. 1, 2009, pp. 1-26; N. OZKAN, *CEO Pay-for-Performance Sensitivity and Corporate Governance: An Empirical Investigation of UK Panel Data*, Working Paper, 2007.

(9) Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., par. 7.C.3; FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., par. D.2.2.

(10) Cfr. C. DAILY, L. JOHNSON, A. ELLSTRAND, D. DALTON, *Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation*, cit., pp. 209-220; M. CONYON, L. HE, *Compensation Committees and CEO Compensation Incentives in U.S. Entrepreneurial Firms*, cit., pp. 35-56;

(11) A riguardo si rinvia a quanto riscontrato da studi precedentemente condotti sull'argomento, una cui sintesi è illustrata al paragrafo 2.5.

(12) Cfr. S. FINKELSTEIN, D. HAMBRICK, *Chief Executive Compensation: A Study of the Intersection of Markets and Political Processes*, cit., pp. 121-134; J. DECKOP, *Determinants of Chief Executive Officer Compensation*, cit., pp. 215-226

gerarchici ([13]) e dispongono di un ammontare di risorse finanziarie tale da attrarre gli amministratori maggiormente talentuosi, sottraendoli alle imprese concorrenti ([14]). Per tali ragioni è plausibile che le imprese di grandi dimensioni assegnino ai propri amministratori delegati una remunerazione più elevata rispetto a quella assegnata dalle imprese di minori dimensioni ([15]).

IPOTESI 1a: *La remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato dovrebbe essere tanto più elevata (bassa) quanto maggiore (minore) è la dimensione aziendale.*

Le imprese che presentano una rischiosità elevata si caratterizzano per una maggiore incertezza nel raggiungimento di determinati livelli di performance ([16]). Tale incertezza comporta il sostenimento di un maggiore rischio da parte degli amministratori. Quest'ultimi sono soggetti al rischio di non raggiungere gli obiettivi di perfomance stabiliti con la conseguenza di non ricevere alcuna remunerazione variabile, se questa è prevista contrattualmente, nonché al rischio di essere rimossi dall'incarico e di subire delle perdite in termini di capitale umano ([17]). Ne consegue che gli amministratori di tali imprese, essendo esposti al sostenimento di un rischio elevato, richiedano una remunerazione più elevata rispetto a quella ricevuta dagli amministratori operanti in imprese meno rischiose.

IPOTESI 1b: *La remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato dovrebbe essere tanto più elevata (bassa) quanto maggiore (minore) è il rischio di impresa.*

Le imprese che presentano potenziali opportunità di crescita si caratterizzano per la presenza di rilevanti difficoltà nel controllare l'operato degli amministratori esecutivi, poiché parte degli investimenti effettuati in esse presentano carattere discrezionale, e per una maggiore rischiosità, in quanto pongono in essere attività che si caratterizzano per un certo grado di innovazione ([18]). Pertanto, a causa delle difficoltà insite nell'attività di controllo è possibile che tali imprese ricorrano maggiormente a strumenti di remunerazione variabile e, a causa del rischio che tali strumenti trasferiscono in capo agli amministratori e della maggiore rischiosità derivante dalle attività innovative che tali imprese pongono in essere, è probabile che, a parità di altre condizioni, gli amministratori delegati di tali imprese ricevano una remunerazione più elevata rispetto agli amministratori delegati delle imprese che presentano minori opportunità di crescita ([19]).

IPOTESI 1c: *La remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato dovrebbe essere tanto più elevata (bassa) quanto maggiori (minori) sono le opportunità di crescita dell'impresa.*

La remunerazione costituisce uno strumento mediante il quale ricompensare gli amministratori per i risultati conseguiti ([20]). Tali risultati sono spesso misurati attraverso le performance realizzate dall'impresa ([21]). La complessità che caratterizza la gestione aziendale rende difficile valutare l'impegno profuso dagli amministratori ([22]). Le performance aziendali sono il frutto delle decisioni e dei comportamenti attuati da coloro che gestiscono l'impresa, di cui l'amministratore delega-

---

(13) Cfr. H. SIMON, *The Compensation of Executives*, cit., pp. 32-33.

(14) Cfr. S. ROSEN, *Contracts and the Market for Executives*, cit., pp. 191-201

(15) Per una spiegazione maggiormente approfondita circa le modalità attraverso le quali la dimensione aziendale influenza i livelli retributivi degli amministratori delegati si rinvia a quanto osservato al paragrafo 2.5.2, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

(16) Per approfondimenti in merito al legame tra remunerazione e rischiosità dell'impresa si rinvia a quanto precedentemente osservato al paragrafo 2.5.3, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

(17) Si vedano, tra gli altri, i seguenti lavori: S. GRAY, A. CANNELLA, *The role of risk in compensation,* cit., pp. 517-540; G. SALANCIK, J. PFEFFER, *Effects of Ownership and Performance on Executive Tenure in U.S. Corporations*, cit., pp. 653-664.

(18) Per maggiori delucidazioni a riguardo, si veda quanto osservato nel paragrafo 2.5.4.

(19) Cfr. C. SMITH, R. WATTS, *The investing opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies*, cit., pp. 263-292.

(20) Cfr. G. BAKER, M. JENSEN, K. MURPHY, *Compensation and Incentives: Practice vs. Theory*, cit., p. 612; P. MILGROM, J. ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, cit., p. 390

(21) Cfr. K. MURPHY, *Executive compensation*, cit., p. 2521.

(22) In merito si rinvia a quanto illustrato nel paragrafo 1.4.3.

to rappresenta il massimo esponente, pertanto è prassi utilizzare tali misure al fine di valutare l'operato degli amministratori delegati. Ne consegue che se la remunerazione è utilizzata al fine di premiare (penalizzare) i successi (fallimenti) degli amministratori delegati è plausibile che all'aumentare delle performance aziendali crescano i compensi ricevuti dagli amministratori, e viceversa.

IPOTESI 1d: *La remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato dovrebbe essere tanto più elevata (bassa) quanto maggiori (minori) sono i livelli di performance raggiunti dall'impresa.*

La tipologia di struttura della proprietà e del controllo di un'impresa assume carattere centrale ai fini della presente analisi in quanto permette di stimare la capacità degli azionisti di monitorare l'operato degli amministratori. La remunerazione può costituire un meccanismo sostitutivo a quello del controllo ([23]), pertanto è possibile che, a seconda del tipo di struttura della proprietà e del controllo, la remunerazione degli amministratori sia configurata in maniera differente. In particolare, è stato osservato che la remunerazione assume maggiore rilevanza come strumento di incentivazione nelle imprese caratterizzate da una struttura proprietaria altamente frazionata in cui prevale un problema di agenzia di tipo classico, mentre ricopre un ruolo marginale nelle imprese che si caratterizzano per un azionariato concentrato in cui il problema di agenzia di tipo classico assume valenza minore ([24]). Sono stati considerati i seguenti elementi per stimare le caratteristiche della struttura proprietaria e del controllo:

- *tipo di controllo*
- *presenza di un azionista di minoranza.*

La presenza di un azionista di riferimento ([25]), che essendo il soggetto economico dell'impresa è in grado di controllare l'operato degli amministratori, potrebbe rendere meno necessario l'utilizzo di strumenti di remunerazione basati sulle performance. Come precedentemente evidenziato, l'uso di tali strumenti comporta il trasferimento di una parte del rischio d'impresa agli amministratori i quali, a fronte di tale rischio, richiedono una remunerazione maggiore. Per tale motivo è possibile ritenere che in presenza di un azionista di riferimento si ricorra meno a strumenti di remunerazione variabile ([26]) e che l'ammontare complessivamente ricevuto dagli amministratori delegati sia minore ([27]) rispetto alle situazioni in cui tale azionista non è presente.

IPOTESI 1e: *La remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato dovrebbe essere maggiore (minore) nelle imprese in cui è assente (presente) un azionista di riferimento.*

La presenza di un azionista di minoranza con una percentuale di azioni con diritto di voto significativa potrebbe limitare il potere dell'amministratore delegato (o dell'azionista di riferimento). Gli azionisti in possesso di partecipazioni significative potrebbero essere incentivati all'attuazione (o alla promozione) di un'azione di controllo sull'amministratore delegato (o sull'azionista di riferimento) poiché, nel caso in cui l'impresa dovesse ottenere scarsi risultati, potrebbe trovare difficoltà a vendere il suo pacchetto azionario ad un prezzo soddisfacente.

IPOTESI 1f: *La remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato dovrebbe essere minore (maggiore) nelle imprese in cui è presente (assente) un azionista di minoranza in grado di esercitare un'attività di controllo sull'operato dell'amministratore delegato e, ove presente, di limitare il potere dell'azionista di riferimento.*

---

(23) A riguardo si rinvia a quanto osservato al capitolo 1, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

(24) Si veda, in merito, quanto illustrato nel capitolo 3.

(25) Sul ruolo dell'azionista di riferimento e dei *blockholder* esterni si rinvia al paragrafo 2.5.6, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

(26) Cfr. H. MEHRAN, *Executive compensation structure, ownership, and firm performance*, cit., pp. 163-184.

(27) In merito di veda: R. BARONTINI, S. BOZZI, *Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies*, cit., pp. 59-89.

Le caratteristiche personali dell'amministratore delegato possono essere espresse in termini di:
- *competenze*
- *potere*

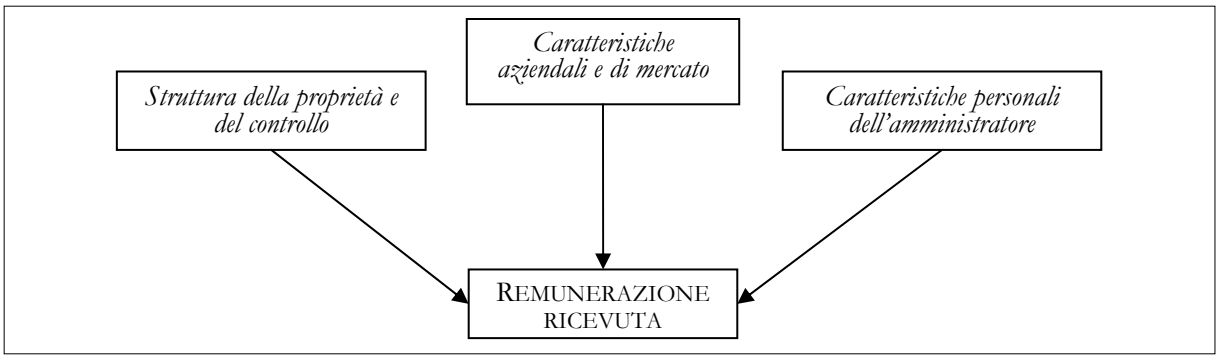
Gli amministratori maggiormente competenti hanno potenzialmente le capacità di incidere positivamente sulla gestione aziendale e di favorire l'incremento delle perfomance aziendali nel tempo. Poiché non tutti gli amministratori posseggono uguali competenze è possibile che le imprese competano per avvalersi gli amministratori più talentuosi e che, pertanto, assegnino a tali amministratori una remunerazione maggiore in quanto ritengono che le competenze di cui essi dispongono possano favorire il raggiungimento di elevati livelli di performance aziendali ([28]).

IPOTESI 1g: *La remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato dovrebbe crescere all'aumentare delle competenze possedute.*

La remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati può essere, inoltre, influenzata dal potere di cui dispongono gli amministratori stessi. Gli amministratori delegati che detengono maggiore potere potrebbero essere in grado di influenzare gli organi a cui compete la configurazione della remunerazione al fine di ottenere una remunerazione più elevata ([29]). Pertanto, è plausibile ritenere che all'aumentare del potere di cui dispone l'amministratore delegato aumenti anche la remunerazione da egli ricevuta.

IPOTESI 1h: *La remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato aumenta all'aumentare del potere di cui l'amministratore delegato dispone nell'impresa.*

Figura 4.1. – Determinanti della remunerazione dell'amministratore delegato



4.2.2. *L'influenza delle performance aziendali sulle variazioni della remunerazione*

Come precedentemente evidenziato, la remunerazione costituisce uno strumento mediante il quale orientare i comportamenti degli amministratori al perseguimento degli interessi degli azionisti, ma anche un mezzo per ricompensare gli amministratori per il conseguimento degli obiettivi prestabiliti ([30]). Il presente lavoro si focalizza su quest'ultima funzione, in quanto si pone l'obiettivo di verificare se la remunerazione costituisca solo uno strumento mediante il quale ricompensare i successi raggiunti dagli amministratori, o anche un mezzo per penalizzarli qualora realizzino dei fallimenti. Il legame tra le performance aziendali e la remunerazione ricevuta dagli

(28) Si rinvia per maggiori approfondimenti al paragrafo 2.5.7.
(29) Cfr. L. BEBCHUK, J. FRIED, *Executive compensation as an agency problem,* cit., pp. 71-92.
(30) Cfr. G. BAKER, M. JENSEN, K. MURPHY, *Compensation and Incentives: Practice vs. Theory*, cit., pp. 593-616. Per maggiori approfondimenti a riguardo si rimanda a quanto osservato ai paragrafi 1.4 e 2.5.1, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

amministratori è stato analizzato in un periodo in cui si è verificata una sensibile riduzione delle performance aziendali, al fine di verificare se tale riduzione è stata accompagnata da una corrispondente diminuzione nei livelli dei compensi ricevuti dagli amministratori delegati. Basandosi sulla teoria della contrattazione ottimale, che considera la remunerazione un efficace strumento per premiare (punire) i successi (fallimenti) conseguiti dagli amministratori, si ritiene valida la seguente ipotesi:

IPOTESI 2: *La remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato dovrebbe aumentare (diminuire) a seguito di un incremento (decremento) delle performance aziendali.*

4.2.3. *L'influenza del sistema di corporate governance sul legame tra remunerazione e performance nelle imprese in cui è stato distrutto valore per gli azionisti*

Secondo la teoria della *rent-extraction* gli amministratori delegati dispongono di un potere tale da influenzare il processo di configurazione della propria remunerazione in modo da estrarre tramite di essa una rendita ([31]). Tale potere sarebbe legato all'inefficacia dei meccanismi di controllo e, in particolare, alla mancata indipendenza dei membri del consiglio di amministrazione. Circostanza che potrebbe favorire l'estrazione di ricchezza da parte dell'amministratore delegato ([32]). Diversi studi empirici hanno osservato che quando il consiglio di amministrazione (o il comitato per la remunerazione) è poco indipendente si verifica, *ceteris paribus*, un aumento nel livello dei compensi ricevuti dall'amministratore delegato ([33]) ed una sub-ottimale configurazione degli strumenti di remunerazione variabile ([34]). Nelle imprese che presentano una riduzione delle performance aziendali, un incremento della remunerazione dell'amministratore delegato non è spiegabile da logiche di contrattazione ottimale, ma può essere indicativo dell'estrazione di una rendita da parte di quest'ultimo. Per tale motivo si ritiene valida la seguente ipotesi:

IPOTESI 3: *Nelle imprese che presentano una riduzione delle performance aziendali è maggiormente probabile che la remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato sia legata alle performance se è stata configurata da un organo indipendente.*

Come evidenziato nei precedenti paragrafi, la remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati può essere, inoltre, influenzata dal potere di cui essi dispongono. Grazie a tale potere gli amministratori delegati potrebbero di influenzare il procedimento di configurazione della propria remunerazione al fine di estrarre una rendita ([35]). È plausibile, pertanto, ritenere che nelle imprese che presentano una riduzione delle performance aziendali gli amministratori delegati sfruttino il potere di cui dispongono per limitare gli effetti negativi che un calo delle performance potrebbe determinare sul livello dei propri compensi.

IPOTESI 4: *Nelle imprese che presentano una riduzione delle performance aziendali è meno probabile che la remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato sia legata alle performance se assegnata ad un amministratore delegato che dispone di un elevato potere.*

---

(31) Sul concetto di rendita di rinvia a quanto illustrato al paragrafo 2.5.8. e al seguente lavoro: L. BEBCHUK, J. FRIED, D. WALKER, *Managerial Power And Rent Extraction In The Design Of Executive Compensation,* cit., pp. 764-783.

(32) *Ibidem.*

(33) In merito si vedano, tra gli altri, i seguenti lavori: J. WESTPHAL, E. ZAJAC, *Who Shall Govern? CEO/Board Power, Demographic Similarity, and New Director Selection*, cit., pp. 60-83; J. CORE, R. HOLTHAUSEN, D. LARCKE, *Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance*, cit., pp. 371-406;

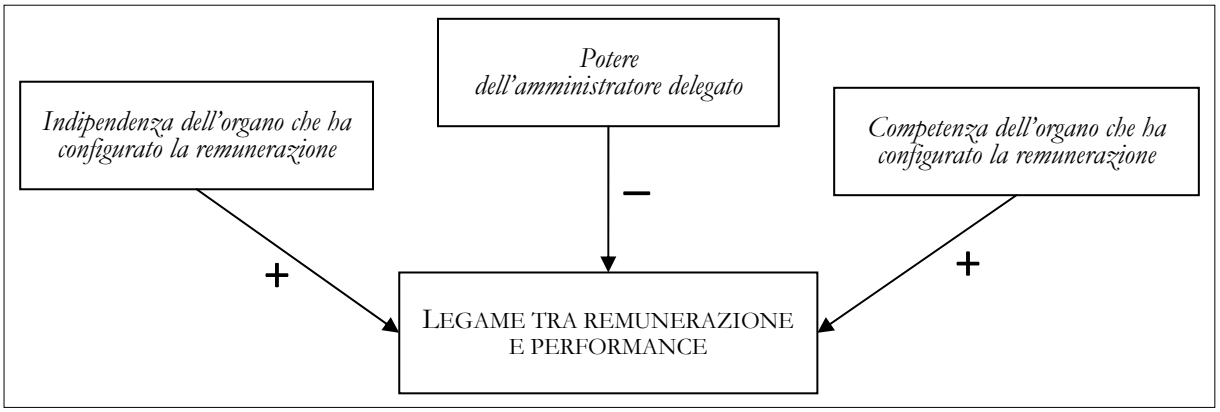
(34) Cfr. D. ÁLVAREZ PÉREZ, E. NEIRA FONTELA, *CEO Power and CEO Stock Options Design*, in Irish Journal of Management, Vol. 27, N. 2, 2006, pp. 1-24; A. MELIS, S. CARTA, S. GAIA, *Executive remuneration in blockholder-dominated firms. How do Italian. firms use stock options?*, cit.

(35) Cfr. L. BEBCHUK, J. FRIED, *Executive compensation as an agency problem,* cit., pp. 71-92.

Configurare la remunerazione di un amministratore è un processo complesso. Sono richieste specifiche conoscenze e competenze affinché la remunerazione sia configurata in maniera tale da attrarre e trattenere gli amministratori talentuosi, orientarne i comportamenti alla creazione di valore per gli azionisti e ricompensarli per l'impegno profuso ([36]). Per tale motivo sarebbe opportuno che le società affidassero il procedimento di configurazione della remunerazione degli amministratori a soggetti in possesso di adeguate competenze. Tuttavia, non è improbabile che nella prassi aziendale le competenze possedute dai membri degli organi a cui compete la definizione delle politiche di remunerazione siano inadeguate ([37]). Tale carenza potrebbe essere la causa dell'assegnazione all'amministratore delegato di una remunerazione poco collegata con i risultati aziendali. Per tale motivo si ritiene valida la seguente ipotesi:

IPOTESI 5: *Nelle imprese che presentano una riduzione delle performance aziendali è maggiormente probabile che la remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato sia legata alle performance se è stata configurata da un organo che ha adeguate competenze in materia.*

Figura 4.2 – Fattori in grado di influenzare il legame tra remunerazione e performance.



4.3. Descrizione del campione e raccolta dei dati

Lo studio è stato condotto su un campione composto da imprese italiane e britanniche non finanziarie ([38]) quotate presso l'FTSE nel periodo 2007-2009. La scelta di tale arco temporale permette di evidenziare i possibili legami esistenti tra remunerazione e performance in un periodo durante il quale, a causa del manifestarsi della crisi economica e dei mercati finanziari, si è evidenziato un rilevante calo generalizzato delle performance delle imprese quotate.

Poiché studi precedenti hanno evidenziato che la dimensione aziendale e il settore di appartenenza sono dei fattori in grado di influenzare in maniera significativa la remunerazione degli amministratori esecutivi ([39]), il campione è stato selezionato in maniera tale da evitare che le imprese italiane e quelle britanniche differissero significativamente in termini di settore e di dimensione. Nello specifico la selezione del campione è stata effettuata secondo la seguente procedura. Sono state identificate le società italiane e britanniche quotate durante il periodo 2007-2009 nell'FTSE e

(36) Si rinvia al paragrafo 2.1.per maggiori approfondimenti in merito alle funzioni che possono essere assolte mediante la remunerazione degli amministratori.

(37) A riguardo è opportuno evidenziare che il codice di autodisciplina italiano nella versione emanata nel 2010 raccomanda alle imprese che almeno uno dei membri del comitato per la remunerazione sia in possesso di adeguate conoscenze ed esperienze in materia finanziaria. Per maggiori approfondimenti si rinvia a quanto osservato nel paragrafo 3.4.2.

(38) Si è scelto di escludere dall'analisi banche ed assicurazioni a causa delle differenze esistenti, rispetto alle imprese non finanziarie, in merito alla corporate governance.

(39) In merito alle motivazioni di tale scelta si rimanda a quanto osservato nei paragrafi 2.5.2 e 2.5.5.

che hanno chiuso il bilancio al 31 dicembre ([40]). Tale analisi ha portato ad individuare 220 società italiane e 667 società britanniche. Successivamente sono state escluse le società italiane che si trovavano in almeno una delle seguenti situazioni:

a) non hanno fornito, anche per uno solo dei tre esercizi analizzati, all'interno dei principali documenti societari, informazioni in merito alla remunerazione dell'amministratore delegato;

b) hanno nominato un nuovo amministratore delegato durante il periodo 2007-2009 ([41]).

Per ognuna delle restanti società italiane è stata selezionata una società britannica che appartenesse allo stesso settore indutstriale, che avesse un'analoga capitalizzazione di mercato ([42]), e che non si trovasse in una delle situazioni illustrate ai punti a) e b). Il campione finale è costituito da 78 società italiane e 78 società britanniche per un totale di 468 osservazioni per il triennio 2007-2009.

Per ognuna delle società presenti nel campione e per l'intero periodo 2007-2009 sono state raccolte le informazioni inerenti alla remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato ([43]) nel corso dell'esercizio, in termini di: compenso base, bonus monetari attribuiti, *fringe benefits*, guadagni derivanti dall'esercizio di stock option e/o dall'assegnazione di azioni ed eventuali altri compensi. Sono state raccolte, inoltre, le principali informazioni di corporate governance in merito alla composizione del consiglio di amministrazione e, in particolare, del comitato per la remunerazione, attraverso l'analisi dei documenti societari quali: il bilancio d'esercizio e/o consolidato, la relazione annuale sulla corporate governance e, ove predisposto, il documento sulla remunerazione degli amministratori. Le informazioni in merito ad età, istruzione, durata della carica e incarichi precedentemente ricoperti in altre società dell'amministratore delegato e dei membri del comitato per la remunerazione sono state raccolte mediante l'analisi dei documenti societari, dei siti web aziendali e delle seguenti banche dati: Camere di commercio (Telemaco), *Thomson One Banker* e *Amadeus*. Le informazioni circa la struttura proprietaria caratterizzante le imprese del campione sono state raccolte attraverso l'analisi dei dati Consob e della banca dati *Amadeus*. I dati aziendali e quelli sulle perfomance delle aziende sono stati raccolti mediante la consultazione delle banche dati *Datastream* e *Amadeus*.

4.4. Analisi dei dati

Il presente lavoro si propone di rispondere a differenti, sebbene collegate, domande di ricerca, pertanto, l'analisi dei dati è stata articolata in quattro fasi.

La prima fase presenta carattere esplorativo ed è finalizzata ad analizzare le pratiche seguite dalle imprese italiane e britanniche nel remunerare i propri amministratori delegati.

Le altre fasi si propongono di rispondere alle connesse domande di ricerca attraverso l'utilizzo di un approccio deduttivo e di tecniche basate su strumenti di statistica multivariata. Nel dettaglio, la seconda fase è volta ad individuare le principali determinanti della remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati delle imprese italiane e britanniche. La terza fase si pone l'obiettivo di studiare il legame esistente tra la remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati e

---

(40) Si è scelto di selezionare società aventi lo stesso periodo di esercizio al fine di evitare che eventuali differenze tra i due contesti fossero imputabili al verificarsi di fenomeni legati ad un determinato periodo temporale, quale su tutti la crisi finanziaria ed economica manifestasi nel corso del 2008. La scelta del 31-12 quale data di chiusura dell'esercizio sociale è stata dettata dal fatto che circa il 95 per cento delle società italiane quotate non finanziarie chiude l'esercizio sociale in tale data.

(41) La scelta di escludere tali imprese è stata effettuata al fine di garantire la comparabilità dei dati nei diversi anni osservati, in modo da evitare che eventuali cambiamenti nei livelli di remunerazione o nel legame tra remunerazione e performance tra i diversi periodi fossero la conseguenza della nomina di un nuovo amministratore delegato.

(42) È stata considerata la capitalizzazione al 31-12-2008 come stima della dimensione aziendale nei tre anni. Tale scelta è stata effettuata in modo tale che ad ogni società italiana corrispondesse, nell'intero periodo, sempre la stessa società britannica.

(43) Nei casi in cui le imprese non hanno indicato in maniera esplicita quale fosse l'amministratore delegato, è stato considerato tale, in linea con quanto effettuato da diversi studi internazionali, l'amministratore esecutivo che ha ricevuto la remunerazione più elevata. Cfr. M. JENSEN, K. MURPHY, *CEO Incentives - It's Not How Much You Pay, But How*, in Harvard Business Review, May-June, 1990, pp. 138-153.

l'andamento delle perfomance realizzate dalle imprese da essi gestite. In particolare, l'obiettivo è quello di verificare se a seguito del manifestarsi della crisi economica e dei mercati finanziari, che ha determinato una sensibile riduzione nel valore di mercato delle azioni delle imprese quotate, si sia verificata una contemporanea riduzione nel livello dei compensi ricevuti dagli amministratori delegati di tali imprese. La quarta e ultima fase si focalizza sulle sole imprese in cui è stato distrutto valore per gli azionisti ed è finalizzata a verificare se le caratteristiche di governance di tali imprese, espresse in particolar modo in termini di indipendenza e competenza degli organi preposti alla configurazione della remunerazione, siano in grado di influenzare l'intensità del legame tra remunerazione e performance.

4.4.1. *La remunerazione dell'amministratore delegato*

La remunerazione assegnata dalle imprese agli amministratori costituisce un valore economico stimato ([44]). Le difficoltà nella stima di tale valore derivano dalla presenza all'interno della remunerazione di una serie di elementi il cui effettivo valore non è di immediata determinazione. Si pensi ad esempio ai compensi, quali i piani pensionistici o le indennità di fine carica, la cui attribuzione è differita nel tempo e per i quali, in assenza di un'adeguata informativa, risulta difficile stimare il valore corrente, oppure ai compensi basati su azioni, la cui effettiva attribuzione è subordinata al soddisfacimento di predeterminate condizioni di maturazione a causa delle quali il valore corrente di tali strumenti può essere determinato solo mediante il ricorso a modelli di stima e che, qualora tali condizioni non fossero soddisfatte, possono avere alla scadenza del periodo di maturazione un valore nullo ([45]). Inoltre, per gli strumenti di retribuzione che incorporano elementi di rischio sorgono ulteriori difficoltà di valutazione connesse al grado di avversione al rischio del soggetto che li riceve ([46]).

Difficoltà nella stima del valore dei compensi degli amministratori sorgono anche a causa delle differenze che possono sorgere tra remunerazione attesa e remunerazione ricevuta ([47]). La tabella 4.1 indica i criteri di valutazione dei differenti elementi retributivi secondo le due prospettive

Tabella 4.1. – Distinzione tra remunerazione attesa e remunerazione ricevuta

REMUNERAZIONE ATTESA	REMUNERAZIONE RICEVUTA
Compensi base e fringe benefits: valutati in base a quanto effettivamente ricevuto nell'anno fiscale.	*Compensi base e fringe benefits*: valutati in base a quanto effettivamente ricevuto nell'anno fiscale.
Bonus monetari: valutati in base al compenso che sarà assegnato al raggiungimento dell'obiettivo prefissato o, se il "target level" non è indicato, come media tra valore minimo e valore massimo attribuibile.	*Bonus monetari*: valutati in base ai pagamenti effettuati durante l'anno fiscale
Stock Option: valutate alla data si assegnazione sulla base di modelli di valutazione quali il Black-Scholes.	*Stock Option*: valutate in base ai guadagni realizzati a seguito degli esercizi effettuati durante l'anno fiscale.
Stock grant: valutate alla data di assegnazione sulla base del valore di mercato a tale data	*Stock grant*: valutate in base al valore delle azioni (alla data di *vesting*) giunte a maturazione nel corso dell'anno fiscale.
Pensioni: valutate in base alla variazione nel valore attuale dei benefici pensionistici rispetto all'anno predente	*Pensioni:* valutate in base agli importi effettivamente pagati durante l'anno fiscale

Fonte: Ns rielaborazione da CONYON, N. FERNANDES, M. FERREIRA. P. MATOS, K. MURPHY, *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, cit, p. 11

(44) In merito alla classificazione fra quantità certe, stimate e congetturate si rinvia, su tutti, a P. ONIDA, *Economia d'azienda*, cit., p. 555 e ss.

(45) Su tali aspetti si rinvia a quanto osservato in: M. CONYON, N. FERNANDES, M. FERREIRA. P. MATOS, K. MURPHY, *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, cit., p. 9.

(46) *Ibidem*.

(47) Cfr. S. KAPLAN, *Are U.S. CEOs overpaid*, in Academy of Management Perspectives, Vol. 22, N. 2, 2008, pp. 3-4. M. CONYON, N. FERNANDES, M. FERREIRA. P. MATOS, K. MURPHY, *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, cit., p. 9.

La remunerazione attesa misura quanto l'impresa intende attribuire all'amministratore in un determinato periodo temporale. La remunerazione ricevuta indica, invece, quanto l'amministratore ha effettivamente ricevuto. Al fine di stimare la remunerazione dell'amministratore delegato, la scelta di seguire una prospettiva piuttosto che l'altra dipende dagli obiettivi che si intende perseguire. La remunerazione attesa permette di valutare il potere di incentivazione presente nel pacchetto remunerativo e di valutarne la competitività rispetto alle imprese concorrenti, ma non è una misura particolarmente adatta per stimare il legame esistente tra remunerazione e performance ([48]). La remunerazione ricevuta è la misura più opportuna da utilizzare quando si vuole valutare il sistema retributivo in termini di capacità di ricompensare gli amministratori per i risultati ottenuti ([49]). Poiché l'obiettivo principale del presente lavoro è quello di analizzare il legame tra remunerazione e performance aziendali, la remunerazione è stata stimata in termini di valore effettivamente ricevuto dagli amministratori ([50]). In particolare, la remunerazione è stata calcolata considerando i seguenti elementi è retributivi: compensi base, bonus monetari, *fringe benefits*; stock option, assegnazioni di azioni e altri compensi ([51]).

4.4.2. *L'analisi delle determinanti della remunerazione*

Al fine di individuare le principali determinanti della remunerazione è stata condotta una regressione lineare avente come variabile dipendente la remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati, distinta nelle seguenti cinque categorie illustrate nella tabella 4.2.

Tabella 4.2. – Definizione della remunerazione ricevuta dall'Amministratore delegato

VARIABILE	DEFINIZIONE
REMUNERAZIONE FISSA	Compenso base + *fringe benefits* + altri compensi.
REMUNERAZIONE VARIABILE	Bonus monetari + guadagni derivanti dagli esercizi di stock option effettuati nell'anno + valore di mercato delle azioni assegnate e giunte a maturazione nel corso dell'anno.
REMUNERAZIONE MONETARIA	Compenso base + *fringe benefits* + bonus monetari + altri compensi.
REMUNERAZIONE BASATA SU AZIONI	Guadagni derivanti dagli esercizi di stock option effettuati nell'anno + valore di mercato delle azioni assegnate e giunte a maturazione nel corso dell'anno.
REMUNERAZIONE TOTALE	Compenso base + *fringe benefits* + bonus monetari + guadagni derivanti dagli esercizi di stock option effettuati nell'anno + valore di mercato delle azioni assegnate e giunte a maturazione nel corso dell'anno + altri compensi.

La distinzione della remunerazione in tali categorie permette di analizzare con un maggior grado di approfondimento le influenze dei fattori illustrati nel paragrafo 4.2. È possibile, infatti, che un fattore sia in grado di influenzare una tipologia di remunerazione, ma non le altre. Si considerino, a titolo di esempio, le performance aziendali. È probabile che esse siano in grado di esercitare un'influenza rilevante sui compensi di tipo variabile (e, in particolare, sui compensi basati su azioni), mentre è plausibile ritenere che la loro influenza sia minore sui compensi di tipo fisso.

(48) A riguardo Kaplan osserva che la remunerazione attesa: « ... is not a measure of what the CEO actually gets to take home. The CEO takes his or her salary and bonus, but does not get to cash in the options. This measure, therefore, is inappropriate for considering whether CEOs are paid for performance ». S. KAPLAN, *Are U.S. CEOs overpaid*, cit., p.4.

(49) A riguardo è stato osservato che: « Because it uses actual option gains (not the theoretical values), this second measure is a better measure of the amount of money the CEO actually takes home in a given year. This measure, therefore, is more appropriate for considering whether CEOs are paid for performance » (*Ibidem*) e che «...realized pay levels will (by definition) depend on the company's current and past performance, and are therefore most useful in evaluating whether ultimate rewards have been commensurate with company performance ». M. CONYON, N. FERNANDES, M. FERREIRA. P. MATOS, K. MURPHY, *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, cit., p. 10

(50) Occorre evidenziare che ai fini dell'analisi i compensi sono stati considerati al lordo dell'imposizione fiscale, così come comunicati dalle imprese nei propri bilanci. Si è consapevoli che tali valori non esprimono quanto effettivamente guadagnato dall'amministratore, tuttavia si ritiene che possano costituirne una buona rappresentazione.

(51) Tra gli elementi retributivi considerati non figurano i benefici pensionistici a causa della scarsa trasparenza informativa da parte delle imprese italiane. In merito si veda anche: MERCER, *Executive compensation disclosure in Europe*, in Perspective, N. 3, 2007.

D'altra parte, fattori come il rischio d'impresa e la struttura proprietaria potrebbero favorire l'utilizzo di strumenti di remunerazione fissa in luogo di strumenti di tipo variabile. Per tali ragioni si ritiene opportuno analizzare le influenze dei predetti fattori sulle cinque tipologie di remunerazione individuate.

Al fine di verificare le ipotesi 1a-1h, le possibili determinanti della remunerazione sono state stimate mediante alcune variabili esplicative che verranno descritte di seguito.

Con riferimento alle determinanti aziendali e di mercato sono stati considerati i seguenti elementi:

- il valore dell'attivo dello Stato Patrimoniale, come stima della dimensione aziendale
- la volatilità del valore di mercato delle azioni, come stimatore della rischiosità d'impresa ([52])
- il *price to book value*, per stimare le opportunità di crescita dell'impresa ([53])

Tabella 4.3. – Definizione delle variabili indipendenti di tipo aziendale e di mercato

VARIABILE	DEFINIZIONE	SEGNO ([a])
DIMENSIONE AZIENDALE	Logaritmo naturale ([b]) del valore della attività di Stato Patrimoniale	+
RISCHIO DI IMPRESA	Volatilità del prezzo di mercato delle azioni, calcolata come deviazione standard del prezzo delle azioni registrato nei 48 mesi precedenti	+
OPPORTUNITÀ DI CRESCITA	*Price to Book value*, pari al rapporto tra il valore contabile delle azioni e il corrispondente valore di mercato.	+

Note: ([a]) Il segno indica il legame atteso con la remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato; ([b]) L'utilizzo del logaritmo consente di evitare effetti distorsivi derivanti dalla dispersione dei valori all'interno del campione (cosiddetto problema di eteroschedasticità).

Le performance aziendali sono state stimate mediante il ricorso sia ad indicatori di tipo contabile, quale il ROA, sia ad indicatori di mercato, quale il *Total Shareholder Return*. Si ritiene opportuno l'utilizzo di entrambe le tipologie di indicatori in quanto non esistono indicatori "ottimali" e "universalmente validi" ([54]), né pienamente oggettivi, poiché derivano in parte da valutazioni di bilancio, le quali sono per definizione non oggettive ([55]), in parte da valutazioni di mercato, il quale nella realtà non è pienamente efficiente ([56]).

Gli indicatori di performance sono stati calcolati sia al termine dell'anno a cui si riferisce la remunerazione (stima ex-post), sia al termine dell'anno precedente (stima ex-ante). La scelta di prendere come riferimento anche gli indicatori ex-ante trova fondamento nell'obiettivo che si pone il presente studio, ovvero quella di analizzare la remunerazione quale premio per le performance realizzate. Poiché il premio è attribuito successivamente alla verifica delle performance si è ritenuto più opportuno avere come riferimento le performance aziendali realizzate alla fine dell'anno precedente. Inoltre, i compensi fissi sono decisi solitamente ad inizio anno ed eventuali variazioni nell'ammontare rispetto all'anno precedente è probabile che riflettano le performance della fine dell'anno precedente piuttosto che quelle di fine anno. Gli indicatori ex-post, tuttavia, potrebbero essere più adatti per rilevare le variazioni intervenute nella remunerazione di tipo variabile. I bonus sono attribuiti generalmente sulla base delle performance realizzate nel corso dell'anno. Pertanto è plausibile che il loro valore dipenda dal valore degli indicatori stimati al termini dell'anno. Tale assunto è vero se essi sono rilevati in bilancio secondo competenza economica. Tuttavia, è possibile che i bonus siano rilevati in bilancio per cassa. In tal caso il valore indi-

(52) In merito si vedano i seguenti studi: M. BLOOM, G. MILKOVICH, *Relationships among Risk, Incentive Pay, and Organizational Performance*, cit., pp. 283-297; R. ANDERSON, D. REEB, *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*, in The Journal of Finance, Vol. 58, N. 3, 2003, pp. 1301-1328

(53) Cfr. C. SMITH, R. WATTS, *The investing opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies*, cit., pp. 263-292.

(54) Cfr. A. RICCABONI, *Performance ed incentivi: il controllo dei risultati nella prospettiva economico-aziendale*, cit., pp. 166-181. T. ONESTI, M. ROMANO, *Le politiche di remunerazione degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con «responsabilità strategiche»*, cit., pp. 113-154.

(55) Cfr. P. ONIDA, *Economia d'azienda*, cit., p. 619 e ss.

(56) Cfr. G. ZANDA, M. LACCHINI, T. ONESTI, *La valutazione delle aziende*, cit., p. 30.

cato in bilancio si riferisce a quanto guadagnato dall'amministratore in base alle performance realizzate nell'esercizio precedente. Pertanto, gli indicatori ex-ante risulterebbero più appropriati ([57]). Ulteriore supporto alla necessità di stimare le performance sia ex-ante sia ex-post è fornito dai guadagni derivanti dall'esercizio delle stock option o dalle azioni assegnate. Tali guadagni riflettono le performance del momento in cui le opzioni vengono esercitate (assegnate le azioni). In tale caso sebbene né le performance aziendali realizzate alla fine dell'anno analizzato, né quelle realizzate alla fine dell'anno precedente rappresentino una stima perfetta, si ritiene che l'utilizzo di entrambe le misure possa fornire una stima rappresentativa delle performance esistenti al momento dell'esercizio dell'opzione (assegnazione delle azioni).

Tabella 4.4. – Definizione delle variabili usate per stimare le performance aziendali

VARIABILE	DEFINIZIONE	SEGNO ([a])
ROA – EX ANTE	$\frac{Risultato\ \ Operativo_{t-1}}{Attivo\ SP_{t-1}}$	+
ROA – EX POST	$\frac{Risultato\ \ Operativo_{t}}{Attivo\ SP_{t}}$	+
TSR – EX ANTE	$\frac{P_{t-1} - P_{t-2} + Div_{t-1}}{P_{t-2}}$ Dove: P_{t-1} = Prezzo di mercato a fine anno t-1 P_{t-2} = Prezzo di mercato di fine anno t-2 Div_{t-1} = Dividendo per azione assegnato nell'anno t-1	+
TSR – EX POST	$\frac{P_{t} - P_{t-1} + Div_{t}}{P_{t-1}}$ Dove: P_{t} = Prezzo di mercato a fine anno t P_{t-1} = Prezzo di mercato di fine anno t-1 Div_{t} = Dividendo per azione assegnato nell'anno t	+

Note: ([a]) Il segno indica il legame atteso con la remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato

La capacità degli azionisti di controllare l'operato degli amministratori è stata stimata mediante:

- la presenza di un azionista di riferimento, ovvero di un azionista (o una coalizione di azionisti) in grado di controllare, in via diretta o indiretta, almeno il 20 per cento del capitale votante ([58])
- la presenza di un azionista di minoranza avente una partecipazione al capitale votante uguale o superiore al 5 per cento ([59]).

Tabella 4.5. – Definizione delle variabili indipendenti legate alla struttura della proprietà e del controllo

VARIABILE	DEFINIZIONE	SEGNO ([a])
TIPO DI CONTROLLO	Uguale a 1 se l'impresa è controllata da un azionista di riferimento e 0 in caso contrario.	–
AZIONISTA DI MINORANZA	Uguale a 1 se è presente un azionista, diverso da quello in grado di esercitare un controllo sulla società e che non sia legato da rapporti commerciali o famigliari con quest'ultimo, avente una partecipazione al capitale votante uguale superiore al 5 per cento, 0 in caso contrario.	–

Note: ([a]) Il segno indica il legame atteso con la remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato

(57) In presenza di società che rilevano in bilancio i bonus per competenza e di società che li rivelano per cassa, la soluzione ideale sarebbe quella di raccogliere le informazione seguendo sempre il medesimo criterio. Tuttavia, non è possibile effettuare tale procedura poiché la maggior parte delle imprese non indica il criterio seguito nell'indicare il valore del bonus in bilancio.

(58) Cfr. R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, R. VISHNY, *Corporate Ownership Around the World*, cit., pp. 471-517.

(59) Cfr. H. MEHRAN, *Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance*, cit., pp. 163-184; A. SHLEIFER, R. VISHNY, *Large Shareholders and Corporate Control*, cit., pp. 461-488;

Le competenze dell'amministratore delegato sono state stimate mediante:

- l'età, è plausibile che un amministratore anziano abbia maggiore esperienza rispetto agli amministratori più giovani ([60]);
- il numero di incarichi precedentemente ricoperti in altre imprese dall'amministratore delegato in qualità di consigliere di amministrazione, maggiore il numero di consigli di amministrazione a cui ha partecipato maggiori probabilmente saranno le competenze da egli acquisite ([61]).

Tabella 4.6. – Definizione delle variabili legate all'esperienza dell'amministratore delegato

VARIABILE	DEFINIZIONE	SEGNO([a])
ETÀ DELL'AD	Logaritmo naturale ([b]) dell'età dell'AD	+
N. INCARICHI DELL'AD IN ALTRE IMPRESE	Logaritmo naturale ([b]) del numero di incarichi precedentemente ricoperti dall'AD in altre società quale membro del consiglio di amministrazione	+

Note: ([a]) Il segno indica il legame atteso con la remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato; ([b]) L'utilizzo del logaritmo consente di evitare effetti distorsivi derivanti dalla dispersione dei valori all'interno del campione (cosiddetto problema di eteroschedasticità).

Il potere di cui l'amministratore delegato dispone è stato stimato attraverso:

- la circostanza che egli sia anche presidente del consiglio di amministrazione ([62])
- il numero di anni in cui l'amministratore delegato presta servizio nell'impresa, è plausibile che all'aumentare degli anni di servizio aumenti il potere di cui l'amministratore delegato dispone all'interno dell'azienda e di conseguenza sia in grado di esercitare una maggiore influenza sugli altri membri del consiglio di amministrazione ([63]).
- la circostanza che egli sia anche l'azionista di riferimento dell'impresa

Tabella 4.7. – Definizione delle variabili legate al potere dell'amministratore delegato

VARIABILE	DEFINIZIONE	SEGNO([a])
AD PRESIDENTE	Uguale a 1 se l'amministratore delegato ricopre anche il ruolo di presidente del consiglio di amministrazione, 0 in caso contrario	+
N. ANNI IN CUI L'AD OPERA NELL'IMPRESA	Logaritmo naturale ([b]) del numero di anni in cui l'AD presta servizio nell'impresa	+
AD AZIONISTA DI RIFERIMENTO	Uguale a 1 se l'amministratore delegato è anche azionista di riferimento della società, 0 in caso contrario	+

Note: ([a]) Il segno indica il legame atteso con la remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato; ([b]) L'utilizzo del logaritmo consente di evitare effetti distorsivi derivanti dalla dispersione dei valori all'interno del campione (cosiddetto problema di eteroschedasticità).

Oltre alle variabili indipendenti sopra illustrate, ai fini dell'analisi, sono state considerate alcune variabili di controllo.

- *Settore industriale*. L'appartenenza di un'impresa ad un determinato settore industriale può implicare la presenza di caratteri comuni con le imprese appartenenti al medesimo settore, quali ad

(60) Cfr. J. DECKOP, *Determinants of Chief Executive Officer Compensation*, cit., pp. 215-226; P. DAVID, R. KOCHHAR, E. LEVITAS, *The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation*, cit., pp. 200-208

(61) In merito si veda: N. WASSERMAN, *Stewards, agents, and the founder discount: Executive compensation in new ventures*, in Academy of Management Journal, Vol. 49, N. 5, 2006, pp. 960–976.

(62) Cfr. M. JENSEN, *The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems*, in Journal of Finance, Vol. 48, N. 3, 1993, pp. 831-880; J. WESTPHAL, E. ZAJAC, *Substance and symbolism in CEO's long-term incentive plans*, in Administrative Science Quarterly; Vol. 39, N. 3, 1994, pp. 367-390.

(63) In merito si veda: W. HILL, P. PHAN, *CEO Tenure as a Determinant of CEO Pay*, in The Academy of Management Journal, Vol. 34, N. 3, 1991, pp. 707-717, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

esempio il livello di rischiosità, di complessità o di opportunità crescita. Inoltre, poiché tali imprese svolgono attività similari, è possibile che le performance aziendali siano soggette alle medesime influenze esterne. Per la presenza di tali fattori accomunanti, i quali come precedentemente evidenziato esercitano un'influenza sulla remunerazione, è plausibile che anche l'appartenenza ad un settore industriale possa esercitare un'influenza sull'ammontare della remunerazione ricevuta ([64]). L'appartenenza dell'impresa ad un settore industriale è stata individuata mediante la classificazione dello *Standard Industrial Classification* (SIC). In particolare sono stati individuati i seguenti sei settori: Manifatturiero leggero (SIC 2); Manifatturiero pesante (SIC 3), Commercio all'ingrosso (SIC 4), Commercio al dettaglio, (SIC 5), Trasporti e Pubblica Utilità (SIC 5), Immobiliare (SIC 6) e Servizi (SIC 7).

- *Identità dell'azionista di riferimento*. Gli studi che hanno analizzato l'influenza esercitata dall'identità dell'azionista di riferimento sulla remunerazione dell'amministratore delegato si sono focalizzati principalmente sul ruolo dei gruppi famigliari, trovando evidenze contrastanti ([65]). Un'impresa a controllo famigliare potrebbe remunerare maggiormente i propri amministratori quando questi sono anche membri della famiglia, a causa del potere di cui essi dispongono, oppure pagarli di meno in quanto essendo parte del soggetto economico, sacrificano parte della loro remunerazione per la creazione di valore dell'impresa e in tal modo ottengono i benefici mediante, per esempio, i dividendi e l'incremento di valore delle azioni. Un'impresa a controllo statale potrebbe pagare di più di propri amministratori in quanto lo Stato è un ente astratto e quindi potrebbe essere assente un effettivo controllo, oppure pagarli di meno a causa dello scrutinio pubblico a cui sono sottoposte. Per tali ragioni il presente studio non ha un'ipotesi sul tipo di influenza che l'identità dell'azionista di riferimento può esercitare sulla remunerazione degli amministratori, ma si è ritenuto opportuno controllare i possibili effetti. In base a precedenti studi, le imprese sono state classificate nelle seguenti categorie: non controllate da alcun azionista di riferimento, controllate da gruppi familiari o da imprese non quotate, controllate dallo Stato e controllate da imprese finanziarie con azionariato frazionato ([66]).

Infine, si è controllato anche per l'anno in cui la remunerazione è stata assegnata e per il Paese di appartenenza delle imprese analizzate, poiché l'ammontare della remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati può essere influenzato da particolari avvenimenti che si sono verificati in taluni periodi (si consideri ad esempio la recente crisi dei mercati finanziari) o dalle caratteristiche istituzionali che caratterizzano il Paese in cui l'impresa opera (si consideri ad esempio l'influenza che possono avere sulla remunerazione il regime fiscale sui redditi o il costo della vita).

Tabella 4.8. – Definizione delle variabili di controllo

VARIABILE	DEFINIZIONE	SEGNO ([a])
SETTORE INDUSTRIALE	Uguale a 1 se l'impresa appartiene alla categoria di *one-digit* SIC i (i = 2, 3, 4, 5, 6, 7), 0 in caso contrario.	?
IDENTITÀ DEL PRIMO AZIONISTA	Uguale a 1 se l'impresa è controllata da i (i = nessun controllo, famiglia o impresa non finanziaria, stato o enti pubblici, impresa finanziaria), 0 in caso contrario.	?
ANNO	Uguale a 1 se la remunerazione è stata assegnata nell'anno i (i = 2007, 2008, 2009), 0 in caso contrario	?
PAESE	Uguale a 1 se l'impresa ha sede in Italia, 0 se ha sede nel Regno Unito.	?

Note: ([a]) Il segno indica il legame atteso con la remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato

(64) A riguardo si vedano, tra gli altri, i seguenti studi: D. ROBERT, *A General Theory of Executive Compensation Based on Statistically Tested Propositions*, cit., pp. 270-294; R. DECKOP, *Determinants of Chief Executive Officer Compensation*, cit., pp. 215-226.

(65) Cfr. L. GOMEZ-MEJIA, M. LARRAZA-KINTANA, M. MAKRI, *The Determinants of Executive Compensation in Family-Controlled Public Corporations*, cit., pp. 226-237; R. BARONTINI, S. BOZZI, *Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies*, cit., pp. 59-89; P. DAVID, R. KOCHHAR, E. LEVITAS, *The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation*, cit., pp. 200-208; J. HARTZELL, L. STARKS, *Institutional Investors and Executive Compensation*, cit., pp. 2351-2374; N. OZKAN, *Do Corporate Governance Mechanisms Influence CEO Compensation? An Empirical Investigation of UK Companies*, cit., pp. 349-364

(66) Cfr: R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, R. VISHNY, *Corporate Ownership Around the World*, cit., pp. 471-517

4.4.3. *L'analisi dell'influenza delle performance aziendali sulla remunerazione dell'amministratore delegato*

La terza fase del lavoro è finalizzata ad analizzare l'influenza esercitata da una variazione delle performance aziendali sulla variazione subita dalla remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato. In tale fase il campione è composto da 312 osservazioni relative a 78 società italiane e 78 società britanniche e rilevate nei periodi 2007-2008 e 2008-2009. L'analisi è stata condotta attraverso una regressione lineare avente come variabile dipendente la variazione che la remunerazione ha subito nel corso dell'anno e come variabili indipendenti le variazioni subite dalle performance aziendali. La variazione subita dalla remunerazione è stata stimata, per ognuna delle categorie illustrate nel paragrafo precedente al quale si rimanda per le relative definizioni, secondo quanto illustrato nella tabella 4.9.

Tabella 4.9. – Modalità di stima della variazione subita dalla remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato

VARIABILE ([a])	DEFINIZIONE
Δ REMUNERAZIONE FISSA	$ln\left(1+\frac{\text{REMUNERAZIONE FISSA}_{t}-\text{REMUNERAZIONE FISSA}_{t-1}}{\text{REMUNERAZIONE FISSA}_{t-1}}\right)$
Δ REMUNERAZIONE VARIABILE	$ln\left(1+\frac{\text{REMUNERAZIONE VARIABILE}_{t}-\text{REMUNERAZIONE VARIABILE}_{t-1}}{\text{REMUNERAZIONE VARIABILE}_{t-1}}\right)$
Δ REMUNERAZIONE MONETARIA	$ln\left(1+\frac{\text{REMUNERAZIONE MONETARIA}_{t}-\text{REMUNERAZIONE MONETARIA}_{t-1}}{\text{REMUNERAZIONE MONETARIA}_{t-1}}\right)$
Δ REMUNERAZIONE BASATA SU AZIONI	$ln\left(1+\frac{\text{REMUNERAZIONE BASATA SU AZIONI}_{t}-\text{REMUNERAZIONE BASATA SU AZIONI}_{t-1}}{\text{REMUNERAZIONE BASATA SU AZIONI}_{t-1}}\right)$
Δ REMUNERAZIONE TOTALE	$ln\left(1+\frac{\text{REMUNERAZIONE TOTALE}_{t}-\text{REMUNERAZIONE TOTALE}_{t-1}}{\text{REMUNERAZIONE TOTALE}_{t-1}}\right)$

Note: ([a]) L'utilizzo del logaritmo consente di evitare effetti distorsivi derivanti dalla dispersione dei valori all'interno del campione (cosiddetto problema di eteroschedasticità). Nei casi in cui la remunerazione è diminuita, il logaritmo della variazione della remunerazione è stato calcolato nel seguente modo: - ln (- VARIAZIONE)

Le performance aziendali sono state misurate attraverso l'utilizzo dei medesimi indicatori utilizzati nella precedente fase, ovvero il TSR e il ROA i quali sono stati calcolati sia al termine dell'anno a cui si riferisce la remunerazione (stima ex-post), sia al termine dell'anno precedente (stima ex-ante). In tale fase, in aggiunta a tali indicatori sono stati utilizzati anche il Reddito Operativo e il TSR espresso in termini assoluti. Appare opportuno soffermarsi nella modalità di calcolo del TSR, il quale riflette il metodo del *fractional equity-ownership* ([67]), quando calcolato in termini assoluti, e quella del *value of equity-stake* ([68]), quando espresso secondo la sua formulazione più comune. Si è ritenuto opportuno utilizzare entrambe le metodologie in quanto la loro capacità di stimare il legame tra la remunerazione e le performance dipende dalla presenza di una relazione, o meno, tra il valore creato e la dimensione aziendale. Nel caso in cui il valore creato prescinda dalla dimensione aziendale il *fractional equity-ownership* è in grado di fornire una migliore stima della relazione tra remunerazione e performance. Mentre, nel caso contrario, il miglior stimatore è rappresentato dal metodo del *value of equity-stake* ([69]).

(67)Il metodo del *fractional equity-ownership* misura il legame tra remunerazione e performance attraverso la variazione intervenuta nella ricchezza degli amministratori a seguito di una variazione di $ 1.000 nel valore dell'impresa. Cfr. M. JENSEN, K. MURPHY, *Performance pay and top management incentive*, cit., pp. 225-264.

(68) Il metodo del *value of equity-stake* , invece, misura il legame tra remunerazione e performance attraverso la variazione intervenuta nella ricchezza degli amministratori a seguito di una variazione dell'1% nel valore dell'impresa Cfr. B. HALL, J. LIEBMAN, *Are CEOs really paid like bureaucrats?*, cit., pp. 655-656.

(69) Si veda in merito G. BAKER, B. HALL, *Ceo incentive and firm size*, cit., pp. 767-798. Si rimanda, inoltre, a quanto illustrato al paragrafo 2.5.1 per degli approfondimenti in merito.

Tabella 4.10. – Definizione degli indicatori di performance.

VARIABILE	DEFINIZIONE	SEGNO([a])
Δ ROA (*ex ante*)	$ROA_{t-1} - ROA_{t-2}$	+
Δ ROA (*ex post*)	$ROA_t - ROA_{t-1}$	+
TSR *(ex ante)*	$\frac{P_{t-1} - P_{t-2} + Div_{t-1}}{P_{t-2}}$ Dove: P_{t-1} = Prezzo di mercato a fine anno t-1 P_{t-2} = Prezzo di mercato di fine anno t-2 Div_{t-1} = Dividendo per azione assegnato nell'anno t-1	+
TSR (*ex post*)	$\frac{P_t - P_{t-1} + Div_t}{P_{t-1}}$ Dove: P_t = Prezzo di mercato a fine anno t P_{t-1} = Prezzo di mercato di fine anno t-1 Div_t = Dividendo per azione assegnato nell'anno t	+
ln Δ REDDITO OPERATIVO (*ex ante*)	*ln* (REDDITO OPERATIVO $_{t-1}$ – REDDITO OPERATIVO $_{t-2}$)	+
ln Δ REDDITO OPERATIVO (*ex post*)	*ln* (REDDITO OPERATIVO $_t$ – REDDITO OPERATIVO $_{t-1}$)	+
ln TSR IN VALORE ASSOLUTO (*ex ante*)	*ln* (CAPITALIZZAZIONE DI BORSA $_{t-1}$ – CAPITALIZZAZIONE DI BORSA $_{t-2}$ + DIVIDENDI $_{t-1}$)	+
ln TSR IN VALORE ASSOLUTO (*ex post*)	*ln* (CAPITALIZZAZIONE DI BORSA $_t$ – CAPITALIZZAZIONE DI BORSA $_{t-2}$ + DIVIDENDI $_t$)	+

Note: ([a]) Il segno indica il legame atteso con la variazione subita dalla remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato. ([b]) L'utilizzo del logaritmo consente di evitare effetti distorsivi derivanti dalla dispersione dei valori all'interno del campione (cosiddetto problema di eteroschedasticità). Nei casi in cui le performance hanno subito una diminuzione, il logaritmo della variazione è stato calcolato nel seguente modo: - ln (- VARIAZIONE)

Si è tenuto conto, inoltre, della potenziale influenza di ulteriori fattori mediante l'inserimento delle seguenti variabili di controllo ([70]):

- la dimensione aziendale
- la rischiosità d'impresa
- le opportunità di crescita dell'impresa
- la presenza di un azionista di riferimento
- la presenza di un azionista di minoranza avente una partecipazione al capitale votante superiore al 5 per cento
- la presenza di un amministratore delegato che è anche presidente del consiglio di amministrazione
- il numero di anni dai quali l'amministratore delegato presta servizio nell'impresa
- la circostanza che egli sia anche l'azionista di riferimento della società
- il settore industriale.
- l'identità dell'azionista di riferimento.
- l'anno
- il Paese di appartenenza

Per una spiegazione in merito all'influenza che tali variabili possono esercitare sulla variazione della remunerazione dell'amministratore delegato si rinvia a quanto osservato al paragrafo 2.5, per quanto riguarda invece la codifica si rinvia a quanto indicato nel precedente paragrafo.

(70) Non si è ritenuto di controllare per l'esperienza dell'amministratore delegato (precedentemente stimata in termini di età e di numero di incarichi precedentemente ricoperti in altre imprese in qualità di consigliere di amministrazione) in quanto si ritiene che tale aspetto possa incidere sull'ammontare della remunerazione, ma non sulla variazione da essa subita.

4.4.4. *L'analisi dell'influenza della struttura di corporate governance sull'intensità del legame tra remunerazione e performance*

L'ultima fase dell'analisi è finalizzata a comprendere quale influenza esercita il sistema di corporate governance sul legame esistente tra la remunerazione degli amministratori delegati e le performance aziendali nelle imprese in cui è stato distrutto valore per gli azionisti. A tal fine, è stata condotta una regressione lineare avente come variabile dipendente una misura atta a stimare l'intensità del legame tra remunerazione e performance e come variabili indipendenti delle misure atte a stimare l'indipendenza e la competenza dell'organo che ha configurato la remunerazione dell'amministratore delegato e il potere di cui dispone quest'ultimo.

Il legame tra remunerazione e performance

Negli anni recenti si sono diffusi tra le imprese quotate strumenti di remunerazione atti a legare la remunerazione degli amministratori delegati alle performance aziendali, in modo da incentivare questi ultimi alla creazione di valore per gli azionisti ([71]). A seguito della diffusione di tali forme di remunerazione si è verificato un notevole incremento nei livelli di remunerazione ricevuti dagli amministratori delegati ([72]). Incrementi che dovrebbero trovare giustificazione nel maggiore valore creato per gli azionisti ([73]). Negli anni più recenti, a causa del manifestarsi della crisi dei mercati finanziari, il valore di mercato delle imprese quotate si è drasticamente ridotto. Gli amministratori di tali imprese, poiché non sono stati in grado di soddisfare gli interessi degli azionisti, dovrebbero essere penalizzati, così come venivano premiati quando creavano valore per gli azionisti. Pertanto, è plausibile ritenere che al ridursi del valore creato per gli azionisti dovrebbe ridursi anche la remunerazione assegnata agli amministratori delegati. Riduzione che dovrebbe essere maggiore quanto più elevata è la "perdita" che hanno subito gli azionisti. Sulla base di tali assunzioni, al fine di stimare il legame con tra remunerazione e performance si è confrontata la riduzione di valore subita dagli azionisti dell'impresa con la riduzione subita dalla remunerazione degli amministratori delegati. La remunerazione dell'amministratore delegato è tanto più legata alle performance dell'impresa quanto più la variazione che tale remunerazione ha subito nel periodo della crisi è vicina alla riduzione di valore subita dagli azionisti. L'intensità del legame tra remunerazione e performance è stata stimata nel seguente modo:

$$\left[\frac{AV_{PRE-CRISI} - AV_{CRISI}}{AV_{PRE-CRISI}} \times 100\right] - \left[\frac{R_{PRE-CRISI} - R_{CRISI}}{R_{PRE\text{-}CRISI}} \times 100\right]$$

Dove:

AV: valore creato per gli azionisti pari alla somma della capitalizzazione di mercato dell'impresa e dei dividendi distribuiti nel corso dell'anno

RA: remunerazione ricevuta complessivamente dall'amministratore delegato nel corso dell'anno pari alla somma del compenso base percepito per la carica, dei *fringe benefits*, dei bonus monetari, dei guadagni derivanti dagli esercizi di stock option effettuati nell'anno, dal valore delle azioni assegnate e giunte a maturazione nel corso dell'anno e di eventuali altri compensi.

Poiché sono oggetto d'analisi le sole imprese che hanno distrutto valore per gli azionisti, il le-

(71) Per una descrizione di tali strumenti si rinvia a quanto osservato ai paragrafi 2.4.2 e 2.4.3.

(72) Cfr. K. MURPHY, *Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options*, in University of Chicago Law Review, Vol. 69, 2002, pp. 847-869; M. CONYON, N. FERNANDES, M. FERREIRA. P. MATOS, K. MURPHY, *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, cit., p 15 ss.

(73) Diversi studi osservano, tuttavia, che l'incremento subito dalla remunerazione degli amministratori delegati sia ben oltre il livello spiegabile dal valore creato per gli azionisti. In merito si vedano: L. BEBCHUK, J. FRIED, *Executive compensation as an agency problem,* cit., pp. 71-92; L. BEBCHUK, Y. GRINSTEIN, *The growth of executive pay*, cit., pp. 283-303.

game tra remunerazione e performance è tanto più intenso quanto più i valori dell'indice sono vicini allo zero, e tanto meno intenso quanto più i valori tendono a meno infinito.

Il presente lavoro studia le imprese quotate in mercati regolamentati nel periodo 2007-2009. Nel corso del 2008 si è manifestata la crisi dei mercati finanziari che ha causato una drastica riduzione delle performance aziendali. Per tale motivo, le osservazioni relative al 2007 (periodo precedente alla crisi) sono state confrontate con quelle relative al 2008-2009 (periodo in cui si è manifestata la crisi). Poiché il periodo della crisi include due anni, il valore creato per gli azionisti e il valore della remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato relativi a tale periodo sono stati ottenuti mediando i valori relativi al 2008 e al 2009. La formula usata per il calcolo dell'intensità del legame tra remunerazione e performance diviene pertanto la seguente:

$$\left[\frac{AV_{2007} - \frac{AV_{2008} + AV_{2009}}{2}}{AV_{2007}} \times 100\right] - \left[\frac{R_{2007} - \frac{R_{2008} + R_{2009}}{2}}{R_{2007}} \times 100\right]$$

La scelta di focalizzarsi sulle imprese in cui è stato distrutto valore per gli azionisti ha comportato l'esclusione dall'analisi di quelle in cui è stato creato valore. Più precisamente sono state escluse tutte quelle imprese in cui:

a) il valore per gli azionisti (AV) si è ridotto dal 2007 al 2008

e

b) il valore per gli azionisti (AV) del 2009 non è superiore al livello del 2007.

Infine, sono state eliminate le società la in cui l'intensità del legame tra remunerazione e performance assume valori positivi. In tali situazioni gli amministratori sono stati penalizzati maggiormente rispetto agli azionisti. Poiché non si è in grado di valutare la bontà di tale scelta, si è preferito escludere dall'analisi tali situazioni.

In seguito a tali esclusioni il campione oggetto di analisi nella corrente fase si compone di 71 imprese italiane e 66 imprese britanniche.

L'indipendenza dell'organo che configura la remunerazione dell'amministratore delegato

Affinché il processo di configurazione della remunerazione degli amministratori produca l'attribuzione di compensi legati alle performance aziendali è opportuno che l'organo competente sia indipendente rispetto all'amministratore delegato ([74]). L'indipendenza dell'organo incaricato a configurare la remunerazione dell'amministratore delegato è stata stimata mediante le seguenti variabili:

- *Istituzione del comitato per la remunerazione.* La definizione della remunerazione dell'amministratore delegato costituisce un argomento che può originare dei conflitti di interesse tra i membri del consiglio di amministrazione ([75]). Al fine di limitare il sorgere di tali conflitti e di incrementare la trasparenza del procedimento è considerata buona pratica affidare ad un apposito organo il compito di formulare delle proposte in merito alla remunerazione degli amministratori, e di quella degli amministratori esecutivi in particolar modo ([76]). L'attribuzione di tali funzioni ad un apposito comitato dovrebbe evitare che gli amministratori, soprattutto quelli esecutivi, defini-

(74) Cfr. L. BEBCHUK, J. FRIED, D. WALKER, *Managerial Power And Rent Extraction In The Design Of Executive Compensation,* cit., pp. 774-779.

(75) A riguardo si rinvia a quanto affermato dal codice di *best practice* italiano: Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., p.30.

(76) Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina,* p.30; FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., par. D.2.2.

scano la propria remunerazione in maniera autoreferenziale ([77]) favorendo in tal modo la configurazione di una remunerazione che permetta il soddisfacimento degli interessi degli azionisti ([78]). Pertanto, si ritiene che l'intensità del legame tra remunerazione e performance sia maggiore nei casi in cui la remunerazione è configurata dal comitato per la remunerazione.

- *Presenza dell'amministratore delegato tra i membri dell'organo che ha configurato la remunerazione*. Un amministratore non dovrebbe prendere parte al processo mediante il quale è decisa la propria remunerazione ([79]): un suo coinvolgimento potrebbe pregiudicare l'indipendenza di giudizio dell'organo ad esso preposto ([80]), favorendo l'estrazione di ricchezza mediante l'assegnazione di compensi in eccesso ([81]). In maniera analoga, l'indipendenza di giudizio di tale organo potrebbe essere pregiudicata se tra i membri figurano soggetti aventi legami famigliari con l'amministratore delegato, in quanto è probabile che colludano con quest'ultimo al fine di favorirne l'estrazione di ricchezza mediante l'attribuzione di una remunerazione eccessiva rispetto ai risultati raggiunti ([82]). Per tali motivi si ritiene che la presenza dell'amministratore delegato, o di un suo famigliare, tra i membri dell'organo che ha configurato la sua remunerazione possa esercitare un'influenza negativa sull'intensità del legame tra remunerazione e performance.

- *Percentuale di amministratori indipendenti*. La percentuale di amministratori indipendenti che siede nell'organo preposto a configurare la remunerazione dell'amministratore delegato costituisce uno stimatore dell'indipendenza di tale organo ([83]). Per tale motivo, si ritiene che all'aumentare della percentuale di amministratori indipendenti all'interno dell'organo a cui compete la configurazione della remunerazione dell'amministratore delegato aumenti l'intensità del legame tra remunerazione e performance ([84]).

- *Anni di servizio*. L'indipendenza degli amministratori può essere pregiudicata dall'intensificarsi del rapporto tra gli stessi amministratori e il management dell'impresa. È plausibile ipotizzare che tali legami divengano più intensi con il passare del tempo e che, pertanto, gli amministratori che siedono in consiglio di amministrazione da un maggiore numero di anni possano essere considerati, a parità di altre condizioni, meno indipendenti dei colleghi che siedono in consiglio da meno tempo ([85]). Tale assunto è fatto proprio anche dai codici di *best practice*, i quali ritengono che non debbano essere considerati indipendenti coloro che siedono in consiglio di amministrazione da un periodo superiore a 9 anni ([86]). Per tale motivo si ritiene che all'aumentare della percentuale di membri aventi un'anzianità di servizio superiore a 9 anni diminuisca l'intensità del legame tra remunerazione ricevuta e performance aziendali.

---

(77) Cfr. O. WILLIAMSON, *The Economic Institutions of Capitalism*, cit.

(78) Si rimanda in merito in merito a quanto osservato da. M. CONYON, S. PECK, *Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation*, cit., pp. 146-157, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

(79) Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina,* par. 7.C.4; FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., p. 7.

(80) Si vedano a riguardo: R. ANDERSON, J. BIZJAK, *An empirical examination of the role of the CEO and the compensation committee in structuring executive pay*, cit., pp. 1323-1348; N. VAFEAS, *Further evidence on compensation committee composition as a determinant of CEO Compensation*, in Financial Management, Vol. 32, N. 2, 2003, pp. 53-70; M. CONYON, L. HE, *Compensation Committees and CEO Compensation Incentives in U.S. Entrepreneurial Firms*, cit., pp. 35-56; A. MELIS, S. CARTA, S. GAIA, *Executive remuneration in blockholder-dominated firms. How do Italian. firms use stock options?*, cit.

(81) Cfr. L. BEBCHUK, J. FRIED, D. WALKER, *Managerial Power And Rent Extraction In The Design Of Executive Compensation,* cit., pp. 774-779

(82) Cfr. A. MELIS, S. CARTA, S. GAIA, *Executive remuneration in blockholder-dominated firms. How do Italian. firms use stock options?*, cit.

(83) Si rinvia al paragrafo 3.3.2. per l'indicazione dei criteri da seguire per valutare l'indipendenza degli amministratori.

(84) Cfr. R. ANDERSON, J. BIZJAK, *An empirical examination of the role of the CEO and the compensation committee in structuring executive pay*, cit., pp. 1323-1348; C. DAILY, J. JOHNSON, A. ELLSTRAND, D. DALTON, *Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation*, cit., pp. 209-220.

(85) Cfr. N. VAFEAS, *Length of Board Tenure and Outside Director Independence*, in Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 30, N. 7, 2003, pp. 1043- 1064.

(86) Cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, cit., par. B.1.1.

Il codice di *best practice* italiano considera non indipendenti coloro che sono stati membri del Consiglio di amministrazione per 9 anni negli ultimi 12 anni. Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, cit., par. 3.C.1.

A riguardo appare opportuno evidenziare che il mancato rispetto del predetto requisito non determina la perdita della qualifica di indipendente in quanto è data alle società facoltà di derogare in tutto, o in parte, alle condizioni di indipendenza indicate dai codici. Si rinvia al paragrafo 3.3.2 per maggiori approfondimenti in merito.

Tabella 4.11. – Codifica delle variabili che stimano l'indipendenza dell'organo preposto alla configurazione della remunerazione

VARIABILE	DEFINIZIONE	SEGNO (a)
COMITATO PER LA REMUNERAZIONE	Uguale a 1 se l'impresa ha istituito un comitato per la remunerazione, 0 in caso contrario.	+
AD MEMBRO DELL'ORGANO CHE NE HA CONFIGURATO LA REMUNERAZIONE	Uguale a 1 se l'AD ,o un suo famigliare, è membro del comitato per la remunerazione o se la remunerazione è stata decisa dal Consiglio di amministrazione, 0 in caso contrario.	–
% AMMINISTRATORI INDIPENDENTI	Percentuale di amministratori indipendenti sul totale dei membri dell'organo che ha configurato la remunerazione dell'AD	+
ANNI DI SERVIZIO	Percentuale di membri dell'organo che ha configurato la remunerazione dell'AD che ricoprono il ruolo di consigliere di amministrazione nell'impresa da un numero maggiore di 9 anni.	–

Note: (a) Il segno indica il legame atteso con l'intensità del legame tra remunerazione e performance

Il potere dell'amministratore delegato

Come illustrato nel paragrafo 4.4.2 il potere di cui dispone l'amministratore delegato è stato stimato attraverso:

- la circostanza che egli sia anche presidente del consiglio di amministrazione ([87])
- il numero di anni dai quali l'amministratore delegato presta servizio nell'impresa ([88])
- la circostanza che egli sia anche l'azionista di riferimento dell'impresa

Tabella 4.12. – Codifica delle variabili che stimano il potere dell'amministratore delegato

VARIABILE	DEFINIZIONE	SEGNO (a)
AD PRESIDENTE	Uguale a 1 se l'amministratore delegato ricopre anche il ruolo di presidente del consiglio di amministrazione, 0 in caso contrario	–
N. ANNI IN CUI L'AD OPERA NELL'IMPRESA	Logaritmo naturale del numero di anni in cui l'AD presta servizio nell'impresa	–
AD AZIONISTA DI RIFERIMENTO	Uguale a 1 se l'amministratore delegato è anche azionista di riferimento della società, 0 in caso contrario	–

Note: (a) Il segno indica il legame atteso con l'intensità del legame tra remunerazione e performance; (b) L'utilizzo del logaritmo consente di evitare effetti distorsivi derivanti dalla dispersione dei valori all'interno del campione (cosiddetto problema di eteroschedasticità).

La competenza dell'organo che configura la remunerazione dell'amministratore delegato

Stanti le difficoltà presenti nello stimare le competenze degli amministratori a causa della scarsa trasparenza informativa in merito, le competenze dei membri dell'organo incaricato della configurazione della remunerazione dell'amministratore delegato sono state stimate mediante le seguenti variabili:

- *Età*. L'età di un amministratore può essere indicativa delle esperienze da egli acquisite in passato e delle conoscenze possedute ([89]). È probabile che gli amministratori più anziani posseggano

(87) Cfr. M. JENSEN, *The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems*, in Journal of Finance, Vol. 48, N. 3, 1993, pp. 831-880; J. WESTPHAL, E.ZAJAC, *Substance and symbolism in CEO's long-term incentive plans*, in Administrative Science Quarterly; Vol. 39, N. 3, 1994, pp. 367-390.

(88) In merito si veda: W. HILL, P. PHAN, *CEO Tenure as a Determinant of CEO Pay*, in The Academy of Management Journal, Vol. 34, N. 3, 1991, pp. 707-717, ove ulteriori riferimenti.

(89) Si veda a riguardo: J. SONNENFELD, *What Makes Great Boards Great*, Harvard Business Review, Vol. 80, N. 9, 2002, pp. 106-113.

maggiori competenze, rispetto ai colleghi più giovani, per svolgere gli incarichi ad essi conferiti dal consiglio di amministrazione, tra i quali rientra la configurazione della remunerazione dell'amministratore delegato ([90]). Per tale motivazione è plausibile che un organo i cui membri hanno un'età media più elevata assegni all'amministratore delegato una remunerazione legata alle performance aziendali.

- *Istruzione*. Configurare una remunerazione che sia in grado di incentivare e premiare gli amministratori esecutivi non è un compito semplice, ma richiede il possesso di specifiche competenze. Il background professionale dei membri del consiglio di amministrazione è vario. È possibile che parte dei consiglieri non sia in possesso delle competenze necessarie per comprendere come debba essere configurata la remunerazione al fine di perseguire logiche ottimali. Tale procedimento dovrebbe essere affidato ai soggetti che siano in possesso di competenze adeguate ([91]). Ai fini del presente lavoro, si ritiene che tali competenze possano essere possedute da coloro che hanno conseguito una laurea, un master in materie economico-giuridiche o che svolgono la libera professione in tali campi. Pertanto si ipotizza che all'aumentare dei membri in possesso di almeno una delle predette caratteristiche aumenti la probabilità che sia configurata una remunerazione legata alle performance.

- *Esperienze precedenti*. Analogamente a quanto precedentemente illustrato con riferimento all'amministratore delegato, si ritiene che gli incarichi precedentemente ricoperti dagli amministratori in qualità di consiglieri in altre imprese possono essere indicative di maggiori capacità e maggiori competenze ([92]). In particolare, è plausibile che maggiore è il numero di incarichi ricoperti in qualità di amministratore in altre imprese, maggiori siano le competenze acquisite ai fini di espletare le funzioni tipiche del consiglio di amministrazioni, tra le quali rientra il processo di configurazione della remunerazione. Per tale motivo si ritiene che un organo i cui membri hanno ricoperto in media un maggior numero di incarichi in altre imprese in qualità di consiglieri assegni all'amministratore delegato, con maggiore probabilità, una remunerazione legata alle performance aziendali.

- *Consulente*. I consulenti esterni possono coadiuvare il comitato per la remunerazione nella configurazione della remunerazione fornendo le competenze necessarie per favorire l'assegnazione di una remunerazione che costituisca un efficace strumento di incentivazione e ricompensa ([93]). Per tale motivo si ritiene che quando il comitato per la remunerazione si avvale dei servizi di consulenti esterni via sia una maggiore probabilità che l'amministratore delegato riceva una remunerazione legata alle performance aziendali.

---

(90) Cfr. N. VAFEAS, *The Determinants of Compensation Committee Membership*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 8, N. 4, 2000, pp. 356-366.

(91) Cfr. T. PETRA, N. DORATA, *Corporate governance and chief executive officer compensation*, in Corporate Governance, Vol. 8, N. 2, 2002, pp. 141-152.

L'importanza delle competenze nell'ambito del processo di configurazione della remunerazione è stata riconosciuta anche dal codice di *best practice* italiano, il quale, nella versione pubblicata nel 2010 raccomanda che almeno uno dei membri del comitato per la remunerazione sia in possesso di competenze finanziarie. Cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina. Art. 7- Remunerazione degli amministratori*, cit., par. 7.P.3.

(92) Cfr. N. WASSERMAN, *Stewards, agents, and the founder discount: Executive compensation in new ventures*, cit., pp. 960–976.
Poiché nel caso in esame si valutano le competenze degli amministratori in tema di remunerazione e meccanismi di incentivazione si è consapevoli che una stima migliore è rappresentata dagli incarichi precedentemente ricoperti da tali soggetti in qualità di membri del comitato per la remunerazione. Tuttavia a causa della scarsa trasparenza informativa a riguardo non è stato possibile reperire tale informazione.

(93) In merito di vedano: M. CONYON, S. PECK, G. SADLER, *Compensation Consultants and Executive Pay Evidence from the United States and the United Kingdom*, cit., pp. 43-55

Tabella 4.13. – Codifica delle variabili che stimano la competenza dell'organo preposto alla configurazione della remunerazione

VARIABILE	DEFINIZIONE	SEGNO ([a])
ETÀ	Logaritmo naturale ([b]) della media dell'età dei membri del comitato per la remunerazione, o, ove non istituito, dei membri del consiglio di amministrazione.	+
ISTRUZIONE	Percentuale di membri dell'organo a cui compente la configurazione della remunerazione che esercitano la libera professione nel settore economico giuridico (es. commercialisti, revisori dei conti, avvocati) o che sono in possesso di un master o di una laurea in materie economico-giuridiche sul totale dei membri di tale organo.	+
ESPERIENZA	Media del numero di incarichi precedentemente ricoperti dai membri dell'organo a cui compente la configurazione della remunerazione in altre società in qualità di membri del consiglio di amministrazione	+
CONSULENTE	Uguale a 1 se la società ha dichiarato di essersi avvalsa di un consulente esterno per la configurazione della remunerazione e a 0 in caso contrario.	+

Note: ([a]) Il segno indica il legame atteso con l'intensità del legame tra remunerazione e performance ([b]) L'utilizzo del logaritmo consente di evitare effetti distorsivi derivanti dalla dispersione dei valori all'interno del campione (cosiddetto problema di eteroschedasticità).

Infine, si è tenuto conto della potenziale influenza di ulteriori fattori mediante l'inserimento delle medesime variabili di controllo usate per la fase 2, con l'esclusione delle variabili relative alle competenze dell'amministratore delegato stimate mediante l'età e il numero di incarichi da egli ricoperti in altre società in qualità di consigliere di amministrazione. In aggiunta, invece, si è controllato per il *design della remunerazione*, poiché le modalità secondo cui la remunerazione è configurata può aumentare l'intensità del legame tra l'ammontare effettivamente guadagnato dall'amministratore delegato e le performance aziendali. Si ritiene che la presenza di una remunerazione il cui ottenimento è subordinato al raggiungimento di pre-determinati risultati aziendali dovrebbe favorire la presenza di predetto legame. In assenza di un'adeguata trasparenza informativa in merito alla componente variabile di carattere monetario (i bonus), è stata considerata potenzialmente legata alle perfomance una remunerazione in cui l'amministratore delegato risulta essere beneficiario di compensi basati su azioni.

Tabella 4.14. – Codifica delle variabili di controllo

VARIABILE	DEFINIZIONE	SEGNO ([a])
DIMENSIONE AZIENDALE	Logaritmo naturale ([b]) del valore della attività di Stato Patrimoniale	?
RISCHIO DI IMPRESA	Volatilità del prezzo di mercato delle azioni, calcolata come deviazione standard del prezzo delle azioni registrato nei 48 mesi precedenti	?
OPPORTUNITÀ DI CRESCITA	Uguale al *Price to Book value* ovvero al rapporto tra il valore contabile delle azioni e il corrispondente valore di mercato.	?
SETTORE INDUSTRIALE	Uguale a 1 se l'impresa appartiene alla categoria di *one-digit* SIC i (i = 2, 3, 4, 5, 6, 7), 0 in caso contrario.	?
TIPO DI CONTROLLO	Uguale a 1 se l'impresa è controllata da un azionista di riferimento e 0 in caso contrario.	?
AZIONISTA DI MINORANZA	Uguale a 1 se è presente un azionista, diverso da quello in grado di esercitare un controllo sulla società o a questo correlato, avente una partecipazione al capitale votante uguale o superiore al 5 per cento, 0 in caso contrario.	+
IDENTITÀ DEL PRIMO AZIONISTA	Uguale a 1 se l'impresa è controllata da i (i = nessun controllo, famiglia o altra impresa non finanziaria, Stato o enti pubblici, impresa finanziaria), 0 in caso contrario.	?
COMPENSI BASATI SU AZIONI	Uguale a 1 se l'AD è beneficiario di assegnazioni di compensi basati su azioni, 0 in caso contrario	+
PAESE	Uguale a 1 se l'impresa ha sede in Italia, 0 se ha sede in Regno Unito.	?

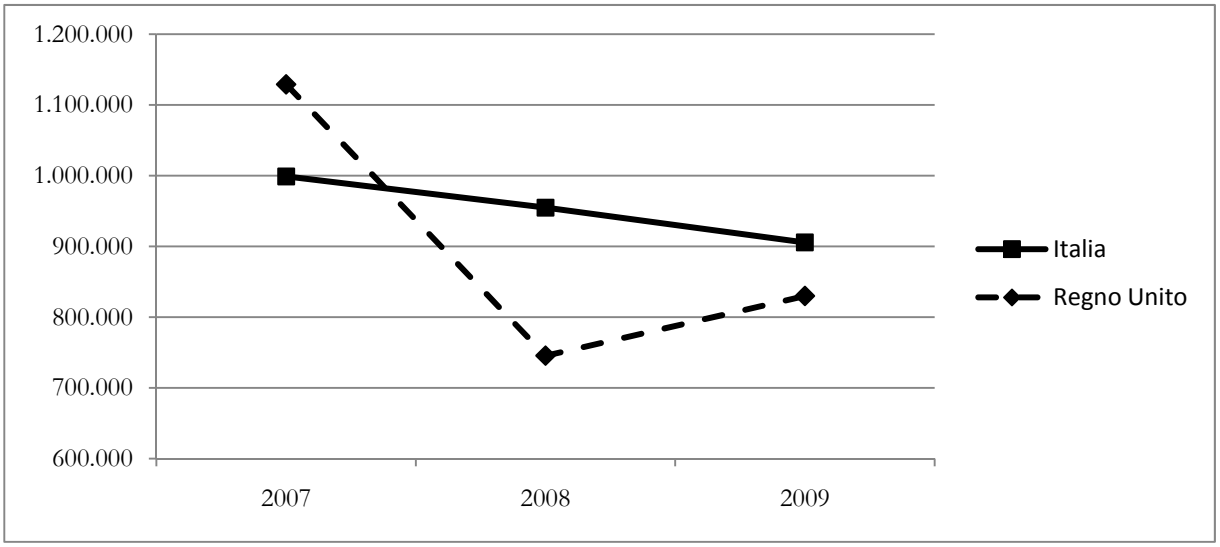
Note: ([a]) Il segno indica il legame atteso con la remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato; ([b]) L'utilizzo del logaritmo consente di evitare effetti distorsivi derivanti dalla dispersione dei valori all'interno del campione (cosiddetto problema di eteroschedasticità).

4.5. Risultati dell'analisi

4.5.1. *Statistica descrittiva*

La remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati delle imprese italiane nel periodo 2007-2009 non differisce in maniera significativa rispetto a quella ricevuta dai colleghi che gestiscono le imprese britanniche ([94]). L'analisi dell'andamento temporale di tale remunerazione evidenzia in media una riduzione dal 2007 al 2009. In particolare, la figura 4.3 mostra un declino graduale della remunerazione totale ricevuta dagli amministratori delegati delle imprese italiane, mentre una diminuzione più marcata dei compensi ricevuti dagli amministratori delegati delle imprese britanniche dal 2007 al 2008 e una leggera ripresa nel 2009. Tale differente andamento fa sì che la remunerazione mediamente ricevuta dagli amministratori delegati delle imprese britanniche risulti superiore rispetto a quella degli amministratori delegati delle imprese italiane solo nel 2007, e inferiore nel 2008 e nel 2009.

Figura 4.3 – Andamento dei valori medi della remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati nel periodo 2007-2009, (valori in unità di euro) ([95]).



L'analisi dei valori mediani mostra, invece, risultati sensibilmente differenti. In particolare, si evince come i valori mediani della remunerazione ricevuta dagli amministratori delle imprese britanniche siano costantemente superiori rispetto ai corrispondenti valori determinati per le imprese italiane. Inoltre, in entrambi i contesti tali valori tendono ad aumentare dal 2007 al 2009. Tuttavia, mentre nelle imprese britanniche si verifica una leggera riduzione dal 2007 al 2008 e un sensibile incremento dal 2008 al 2009, nelle imprese italiane si verifica un graduale incremento nel tempo (si veda in merito la figura 4.4.). Tale analisi assume particolare rilevanza poiché i valori

(94) Tale riscontro è supportato dall'evidenza fornita dall'applicazione di test statistici volti a individuare la presenza di differenze significative tra le medie di due popolazioni diverse. Tali test evidenziano che non esistono differenze significative tra i valori assunti dalla remunerazione complessivamente ricevuta dagli amministratori delegati di imprese italiane e britanniche nel 2007, nel 2008 e nel 2009 con significatività dell'1, 5 e 10 per cento.

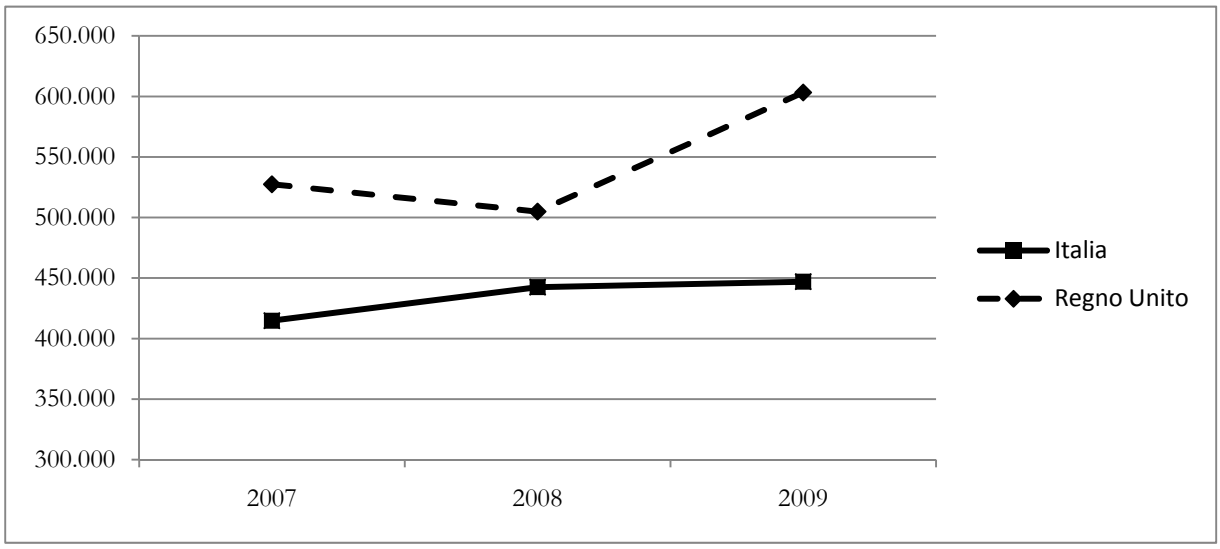
In particolare si è adottato il test di differenze tra medie mediante l'applicazione della seguente formula:

$$Z = \frac{(\overline{X}_1 - \overline{X}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{\sqrt{\frac{\sigma_1^2}{n_1} + \frac{\sigma_2^2}{n_2}}}$$

(95) Al fine di comparare i compensi assegnati dalle imprese italiane con quelli delle imprese britanniche, i compensi assegnati da queste ultime sono stati convertiti in euro sulla base del tasso di cambio euro/sterlina rilevato al 31-12 di ogni anno.

mediani forniscono indicazione della remunerazione ricevuta dell'amministratore tipico, diversamente dai valori medi che invece forniscono informazioni utili al fine di valutare il livello di remunerazione complessivamente ricevuta dagli amministratori delegati delle imprese oggetto di analisi ([96]).

Figura 4.4. – Andamento dei valori mediani della remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati nel periodo 2007-2009 (valori in unità di euro).



Le differenze che emergono dall'analisi dei valori medi e dei valori mediani assunti dalla remunerazione complessivamente ricevuta dagli amministratori delegati potrebbero essere il frutto dell'adozione di politiche di remunerazione differenti da parte delle imprese che assegnano compensi elevati e quelle che assegnano compensi di importi inferiori. Tali differenze appaiono rilevanti soprattutto con riferimento alla remunerazione assegnata dalle imprese britanniche nel periodo 2007-2008. Le differenze rilevate tra valori medi e mediani in tale periodo potrebbe ricollegarsi al fatto che le imprese che utilizzano strumenti di assegnano nel complesso una remunerazione più elevata ([97]). Nel 2008, a causa del manifestarsi della crisi finanziaria, gli obiettivi di performance a cui legata la possibilità di ottenere la remunerazione variabile erano più difficili. Ciò ha comportato una riduzione della remunerazione assegnata agli amministratori delegati.

I valori massimi dei compensi ricevuti dagli amministratori delegati non differiscono in maniera sostanziale tra i due Paesi e il loro andamento temporale riflette lo stesso trend evidenziato con riferimento ai valori medi. La tabella 4.15, riporta i valori (medi, mediani, minimi e massimi) assunti nel periodo 2007-2009 dalle diverse categorie di remunerazione considerate ai fini dell'analisi e le relative deviazioni standard.

---

(96) Cfr. M. CONYON, N. FERNANDES, M. FERREIRA. P. MATOS, K. MURPHY, *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, cit., p. 10.

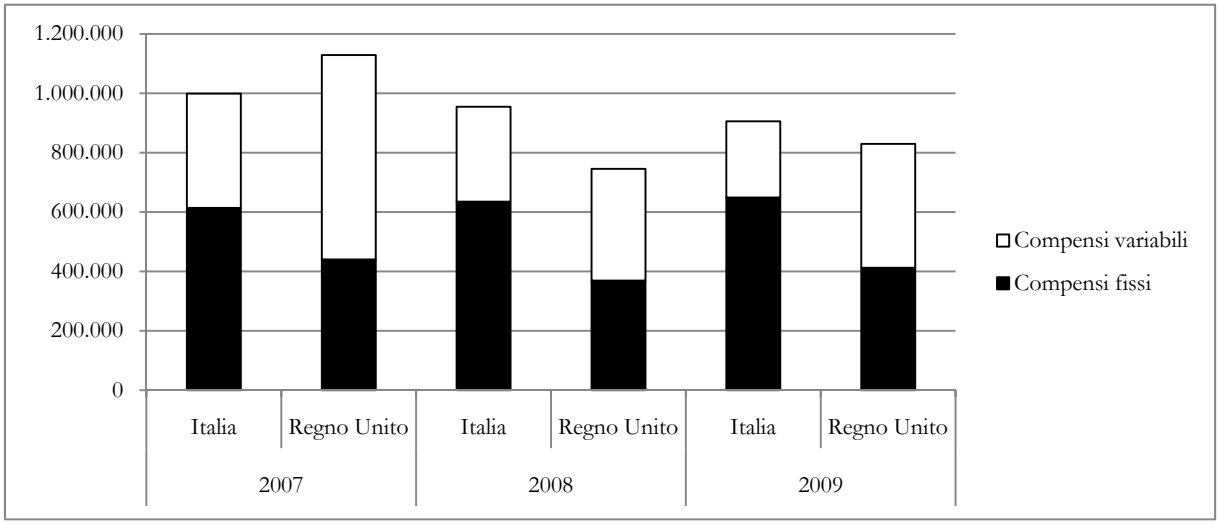
(97) Diversi studi hanno riscontrato un incremento della remunerazione degli amministratori a seguito della diffusione di strumenti di remunerazione di tipo variabile. Si vedano in merito: L. BEBCHUK, J. FRIED, *Executive compensation as an agency problem,* cit., pp. 71-92; L. BEBCHUK, Y. GRINSTEIN, *The growth of executive pay*, cit., pp. 283-303; M. CONYON, N. FERNANDES, M. FERREIRA. P. MATOS, K. MURPHY, *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, cit.

Tabella 4.15. – Remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati delle imprese non finanziarie italiane e britanniche quotate nel periodo 2007-2009 (valori in unità di euro).

	Media	Mediana	Minimo	Massimo	Deviazione Standard
Remunerazione complessiva					
Italia					
- 2007	998.976	414.776	20.000	6.906.100	1.381.667
- 2008	954.937	442.500	20.000	4.158.634	1.125.228
- 2009	905.640	447.000	7.500	4.782.400	1.088.133
Regno Unito					
- 2007	1.129.128	527.408	5.437	6.800.625	1.273.176
- 2008	745.564	504.860	4.172	3.531.170	702.835
- 2009	829.939	603.296	0	6.194.271	952.501
Remunerazione fissa					
Italia					
- 2007	614.100	334.422	0	3.406.100	691.969
- 2008	635.321	365.156	20.000	3.418.600	681.456
- 2009	649.369	388.960	0	3.437.400	693.513
Regno Unito					
- 2007	440.606	411.867	5.437	1.518.338	293.086
- 2008	369.429	329.042	4.172	1.148.453	230.649
- 2009	412.538	376.484	0	1.203.850	250.541
Remunerazione variabile					
Italia					
- 2007	384.876	0	0	5.155.000	1.085.924
- 2008	319.617	0	0	4.082.000	841.953
- 2009	256.272	0	0	3.167.000	710.740
Regno Unito					
- 2007	688.522	171.992	0	6.355.612	1.129.719
- 2008	376.135	192.678	0	3.275.610	565.127
- 2009	417.401	193.315	0	5.697.175	804.916
Remunerazione monetaria					
Italia					
- 2007	924.008	414.776	20.000	6.906.100	1.258.323
- 2008	953.800	442.500	20.000	4.158.634	1.124.611
- 2009	883.725	447.000	7.500	4.782.400	1.045.938
Regno Unito					
- 2007	717.914	484.718	5.437	2.926.573	609.543
- 2008	573.154	470.242	4.172	2.617.138	456.897
- 2009	636.742	565.854	0	3.559.698	537.148
Remunerazione basata su azioni					
Italia					
- 2007	74.968	0	0	4.872.000	555.007
- 2008	1.137	0	0	78.800	8.978
- 2009	21.915	0	0	1.516.939	172.855
Regno Unito					
- 2007	411.213	0	0	6.109.609	995.831
- 2008	172.410	0	0	3.101.412	463.245
- 2009	193.196	0	0	5.591.219	674.154

Particolarmente interessanti sono i risultati che emergono dall'analisi della composizione della remunerazione. In particolare la figura 4.5 mostra come nelle imprese britanniche si siano ridotti sia i compensi variabili sia in quelli fissi, nelle imprese italiane, invece, a diminuire è solo la remunerazione variabile. La remunerazione fissa, invece, tende ad aumentare, seppure in maniera graduale.

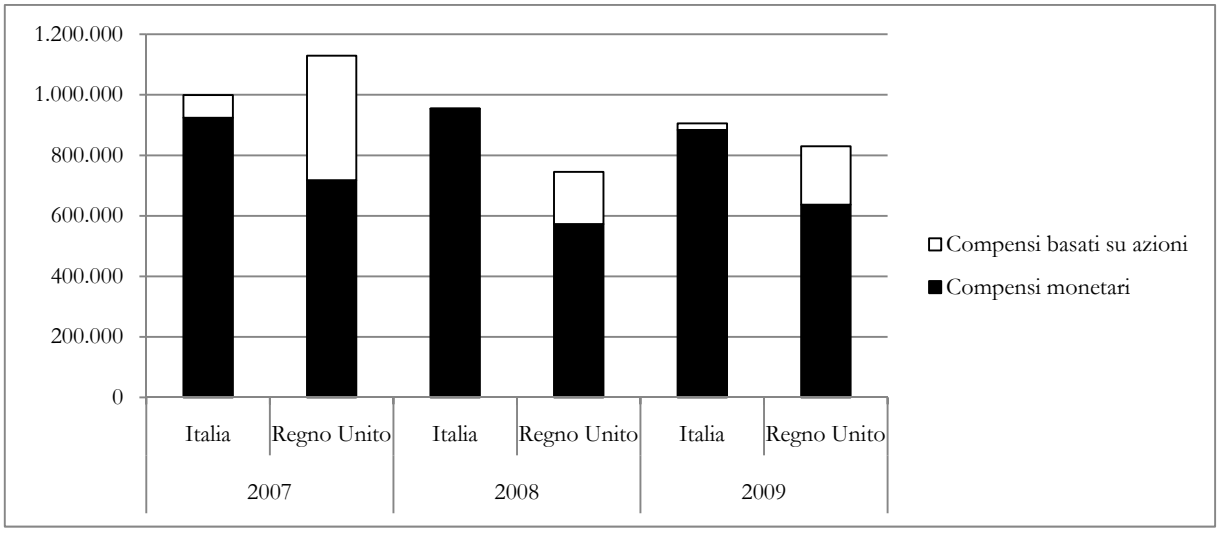
Figura 4.5. – Composizione della remunerazione degli amministratori delegati in termini di compensi fissi e compensi variabili (valori in unità di euro).



Tale risultato sembrerebbe evidenziare l'adozione di politiche atte a sostituire i compensi variabili, la cui effettiva attribuzione era altamente incerta, con i compensi fissi. Ciò a causa delle maggiori difficoltà nel raggiungere i livelli di performance prestabiliti nel periodo in cui si è manifestata la crisi dei mercati finanziari. Tale evidenza trova conferma dai dati relativi alla variazione subita dalla remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati nel periodo analizzato, riportati nella tabella 4.16. Emerge, infatti, che nelle imprese italiane la riduzione nel livello medio dei compensi variabili è stata accompagnata da un incremento nel livello medio dei compensi fissi.

Si evidenzia, inoltre, come l'incidenza dei guadagni derivanti dall'esercizio dei compensi basati su azioni sia poco rilevante con riferimento agli amministratori delegati delle imprese italiane, mentre abbiano un'incidenza decisamente superiore sulla remunerazione di quelli delle imprese britanniche (si veda la figura 4.6) ([98]).

Figura 4.6 – Composizione della remunerazione degli amministratori delegati in termini di compensi monetari e compensi basati su azioni (valori in unità di euro)



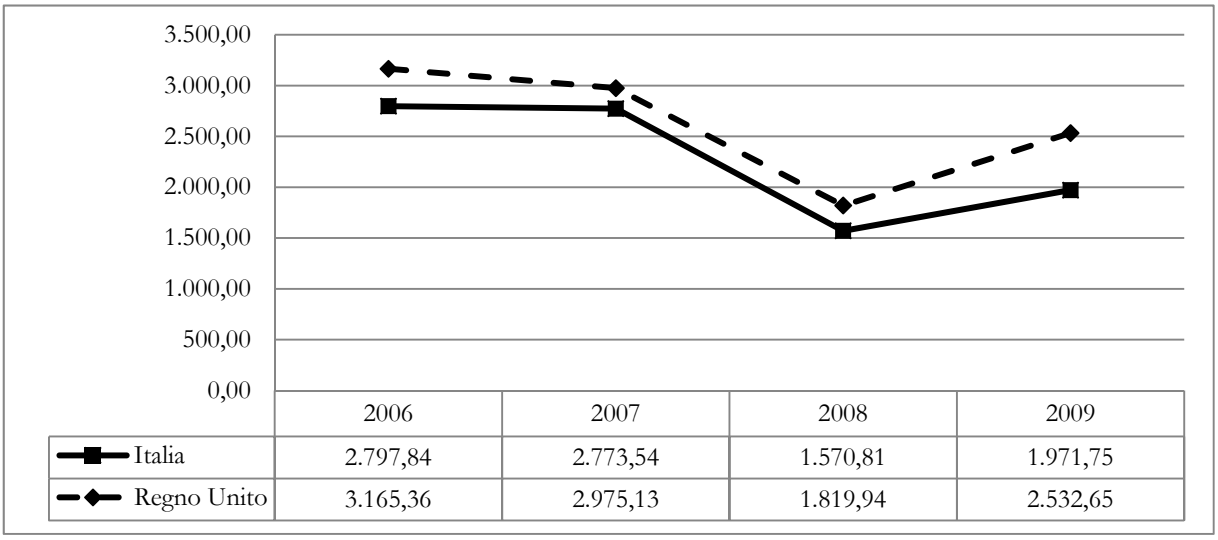
(98) Tale risultato si ricollega alla minore diffusione dei compensi basati su azioni nel contesto italiano. In merito si vedano i risultati riportati nella tabella 4.15.

Tabella 4.16. – Variazione subita dalla remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati delle imprese non finanziarie italiane e britanniche quotate nel periodo 2007-2009 (valori in unità di euro).

	REGNO UNITO				
	MEDIA	MEDIANA	MINIMO	MASSIMO	DEV. STANDARD
2007-2008					
Δ Remunerazione fissa	-71.176	-56.236	-369.885	92.716	75.572
Δ Remunerazione variabile	-312.387	-17.671	-6.120.915	940.538	875.469
Δ Remunerazione monetaria	-144.761	-61.130	-1.011.268	997.524	282.884
Δ Remunerazione basata su azioni	-238.803	0	-6.109.609	1.236.397	848.467
Δ Remunerazione totale	-383.563	-68.051	-6.189.849	997.524	890.094
2008-2009					
Δ Remunerazione fissa	43.109	41.879	-255.560	202.557	55.808
Δ Remunerazione variabile	41.266	1.127	-3.275.611	4.140.818	732.853
Δ Remunerazione monetaria	63.589	57.018	-909.850	942.560	249.469
Δ Remunerazione basata su azioni	20.785	0	-3.101.413	4.494.869	689.344
Δ Remunerazione totale	84.374	57.018	-3.531.170	4.262.398	758.413
	ITALIA				
	MEDIA	MEDIANA	MINIMO	MASSIMO	DEV. STANDARD
2007-2008					
Δ Remunerazione fissa	21.221	10.363	-2.259.527	1.264.000	332.736
Δ Remunerazione variabile	-65.260	0	-4.872.000	2.448.520	803.443
Δ Remunerazione monetaria	29.793	7.265	-3.487.500	2.514.720	662.504
Δ Remunerazione basata su azioni	-73.831	0	-4.872.000	0	554.603
Δ Remunerazione totale	-44.038	6.626	-4.872.000	2.514.720	864.932
2008-2009					
Δ Remunerazione fissa	14.047	0	-1.260.000	3.000.000	391.511
Δ Remunerazione variabile	-63.345	0	-4.082.000	2.324.594	695.251
Δ Remunerazione monetaria	-70.075	-110	-2.235.127	1.363.800	498.091
Δ Remunerazione basata su azioni	20.778	0	-9.899	1.516.939	172.094
Δ Remunerazione totale	-49.297	-110	-2.235.127	1.922.364	544.856

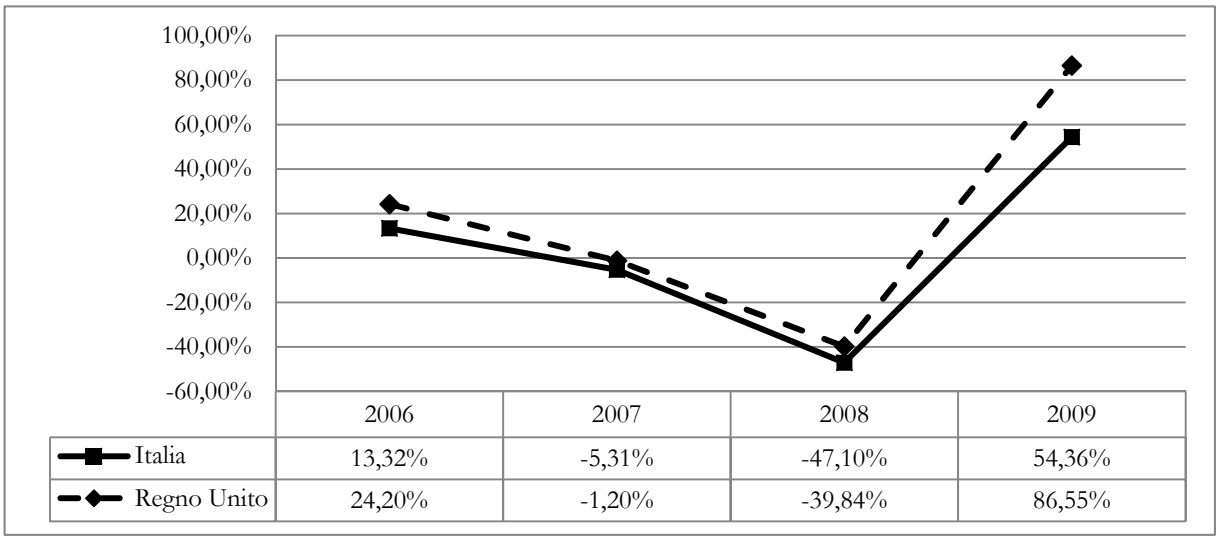
Le figure 4.7 e 4.8 mostrano, rispettivamente, l'andamento della capitalizzazione di mercato e del TSR nel periodo 2006-2009. I dati evidenziano una riduzione del valore di mercato dell'imprese analizzate nel periodo 2006-2008 (riduzione particolarmente marcata dal 2007 al 2008) e una ripresa al termine del 2009 ([99]).

Figura 4.7. – Andamento medio della Capitalizzazione di mercato nel periodo 2006-2009 (valori in milioni di euro).



(99) I valori mediani, non riportati per brevità, presentano un andamento analogo.

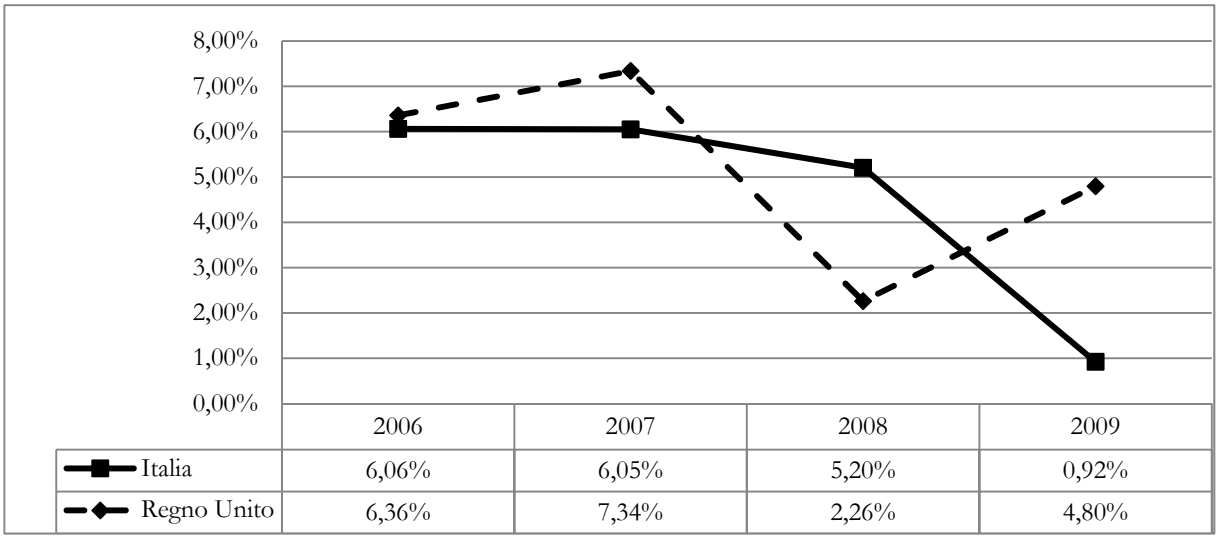
Figura 4.8. – Andamento medio del TSR nel periodo 2006-2009.



	2006	2007	2008	2009
Italia	13,32%	-5,31%	-47,10%	54,36%
Regno Unito	24,20%	-1,20%	-39,84%	86,55%

Gli indicatori di tipo contabile mostrano un trend differente rispetto agli indicatori di mercato, evidenziando un diverso andamento tra imprese italiane e imprese britanniche. Nelle imprese italiane si evidenzia una costante riduzione del ROA nell'intero periodo analizzato, riduzione che diviene particolarmente marcata nel periodo 2008-2009. Nell'imprese britanniche, invece, il ROA cresce nel periodo 2006-2007, per poi ridursi drasticamente dal 2007 al 2008 e ricrescere nel 2009.

Figura 4.9. – Andamento medio del *ROA* nel periodo 2006-2009.



	2006	2007	2008	2009
Italia	6,06%	6,05%	5,20%	0,92%
Regno Unito	6,36%	7,34%	2,26%	4,80%

La tabella 4.17 riporta una descrizione dei valori medi, distinti per anno, assunti dalle variabili aziendali e di corporate governance relative alle imprese italiane e britanniche oggetto dell'analisi.

Coerentemente con quanto illustrato in precedenza nel capitolo 3, si rilevano differenze rilevanti nella struttura della proprietà e del controllo delle imprese operanti nei due Paesi, nonché nell'adozione di alcune pratiche di corporate governance quali per esempio la separazione degli incarichi di amministratore delegato e di presidente del consiglio di amministrazione, l'istituzione del comitato per la remunerazione e il ricorso a consulenti esterni. Si rileva, inoltre, che gli amministratori delegati delle imprese italiane sono mediamente più anziani dei colleghi britannici e che

ricoprono l'incarico nella società da un numero maggiore di anni. Inoltre, in linea con quanto evidenziato da studi precedentemente condotti sull'argomento ([100]), si rileva un minore ricorso da parte delle imprese italiane a strumenti di remunerazione basati su azioni.

Tabella 4.17. – Statistica descrittiva delle caratteristiche aziendali e di corporate governance (valori medi).

	Italia			Regno Unito		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Capitalizzazione di mercato (1.000/€)	2.797.835	2.773.536	1.570.814	3.165.364	2.975.131	1.819.942
Valore dell'attivo di Stato Patrimoniale (1.000/€)	3.898.733	4.631.910	4.911.544	3.144.158	3.061.106	3.144.616
Volatilità prezzi azionari	450,73	451,67	435,64	335,55	306,01	337,56
Price/book value	2,36	2,07	1,17	3,78	5,11	1,86
Età AD	55,42	56,42	57,42	50,00	50,97	52,06
N. incarichi AD in altre società	0,90	0,90	0,94	0,65	0,65	0,67
Durata incarico AD (n. anni)	8,60	9,60	10,53	6,18	7,17	8,15
AD azionista di riferimento	37,18%	37,18%	37,18%	10,26%	10,26%	10,26%
AD presidente CDA	34,62%	35,90%	34,62%	11,54%	7,69%	8,97%
AD beneficiario di compensi basati su azioni	32,05%	33,33%	33,33%	83,33%	84,62%	84,62%
Comitato per la remunerazione (CR) istituito	84,62%	84,62%	84,62%	98,72%	98,72%	98,72%
AD membro CR ([a])	21,79%	21,79%	21,79%	1,28%	1,28%	1,28%
% amministratori indipendenti CR ([a])	64,04%	68,02%	67,42%	77,24%	78,63%	78,46%
Durata media incarico dei membri del CR ([a]) (n. anni)	3,62	3,96	4,84	4,94	5,50	5,50
Età media dei membri del CR ([a])	56,66	57,30	58,03	57,69	58,19	58,75
% membri del CR competenti in materie economico-giuridiche ([a])	57,18%	61,97%	62,09%	48,55%	49,17%	48,93%
Media del numero di incarichi precedentemente ricoperti in altre società dai membri del CR ([a])	1,17	1,17	1,14	1,50	1,71	1,77
% imprese che dichiarano di avvalersi di consulenti esterni	1,28%	1,28%	1,28%	50,00%	50,00%	50,00%
Imprese controllate da un azionista di riferimento	100,00%	100,00%	100,00%	33,33%	30,77%	33,33%
Imprese controllate da famiglie o imprese non finanziaria	85,90%	84,62%	84,62%	17,95%	14,10%	16,67%
Imprese controllate da imprese finanziarie	6,41%	7,69%	7,69%	14,10%	15,38%	15,38%
Imprese controllate da Stato o enti pubblici	6,41%	6,41%	6,41%	0,00%	0,00%	0,00%
Imprese in cui un azionista diverso da quello di riferimento, ove presente, detiene una partecipazione superiore al 5%	32,05%	41,03%	44,87%	74,36%	89,74%	89,74%

([a]) Nei casi in cui comitato per la remunerazione (CR) non era istituito i valori indicati sono stati calcolati con riferimento al consiglio di amministrazione.

4.5.2. *La remunerazione dell'amministratore delegato: principali determinanti*

I livelli di correlazione esistenti tra la remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato e le variabili usate per stimare le sue possibili determinanti ([101]) mostrano, con riferimento sia alle imprese italiane sia a quelle britanniche, che la remunerazione tende ad essere maggiore per gli amministratori delegati delle imprese di grandi dimensioni e/o che presentano un elevato grado di rischiosità, delle imprese che presentano livelli più elevati di ROA (soprattutto quando tali valori sono stimati ex-ante), nonché per gli amministratori delegati che ricoprono un elevato numero di incarichi in qualità di amministratori di altre società. Tende ad essere minore quando è assegnata

(100) In merito si veda quanto riscontrato da: A. Melis, S. Carta, S. Gaia, *I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche*, cit., pp. 185-193.

(101) Le tabelle di correlazione sono riportate nell'appendice del capitolo, al quale si rimanda per ulteriori dettagli.

ad amministratori delegati che sono anche azionisti di riferimento della società che gestiscono e/o che ricoprono anche l'incarico di presidente del consiglio di amministrazione. Con riferimento alle sole imprese britanniche emerge, inoltre, come la remunerazione tende ad essere minore per gli amministratori delegati di imprese aventi una struttura proprietaria concentrata ([102]), ed in particolare, per quelle il cui azionista di riferimento è rappresentato da una famiglia ([103]).

Al fine di individuare le principali determinanti della remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato sono state condotte delle regressioni lineari ([104]). Per limitare problemi di multicollinearità ([105]) sono stati calcolati i livelli di correlazione esistenti tra le variabili indipendenti e di controllo utilizzate nell'analisi ([106]). A causa dell'elevata correlazione esistente tra le variabili "Paese", "Tipo di controllo" e "Identità dell'azionista di riferimento" (maggiore di 0,70), tali variabili sono state inserite in maniera alternata all'interno dei modelli usati per verificare le ipotesi illustrate nel paragrafo precedente ([107]).

I risultati dell'analisi, in linea con quanto indicato dalla correlazione lineare, evidenziano che la dimensione aziendale costituisce la principali determinante della remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati delle imprese italiane e britanniche essendo in grado di esercitare un'influenza positiva e staticamente significativa su tutte e cinque le misure usate per stimare la remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati, fornendo in tal modo pieno supporto all' ipotesi 1a (si vedano le tabelle 4.18 e 4.19): le imprese di maggiori dimensioni assegnano ai propri amministratori remunerazioni più elevate ([108]).

Con riferimento agli altri fattori, illustrati nei precedenti paragrafi, i risultati dell'analisi indicano come questi esercitino un'influenza differente a seconda del tipo di remunerazione considerata e in alcuni casi, a seconda del Paese in cui l'impresa opera o dell'anno in cui la remunerazione è stata assegnata.

L'ipotesi 1b relativa all'influenza che la rischiosità aziendale esercita sulla remunerazione degli amministratori delegati non è supportata. Si evidenzia un'influenza negativa da parte della rischiosità aziendale sul livello dei compensi (si vedano le tabelle 4.18 e 4.19), sebbene marginalmente significativa solo con riferimento ai compensi totali. Tale risultato appare contrastante con quanto indicato dall'analisi della correlazione lineare dalla quale emergeva un legame positivo tra rischiosità e livello della remunerazione. Tale fenomeno potrebbe essere spiegato nel seguente modo. Le imprese più rischiose tendono ad essere anche quelle di maggiori dimensioni (il livello di correlazione tra le due variabili è maggiore di 0,50), queste ultime assegnano agli amministratori delegati una remunerazione maggiore. È plausibile, pertanto, che la correlazione che emerge tra il livello dei compensi ricevuti dagli amministratori delegati e la rischiosità dell'impresa colga il fatto che le imprese più rischiose siano anche quelle più grandi. I risultati che emergono, invece, dalla regres-

---

(102) Tale evidenza non emerge con riferimento alle imprese italiane in quanto tutte le imprese italiane appartenenti al campione presentano una struttura proprietaria concentrata.

(103) Le imprese italiane il cui azionista di riferimento è rappresentato da una famiglia presentano, invece, solo minori livelli di remunerazione variabile.

(104) L'assunzione di base di tale tecnica è l' indipendenza tra le osservazioni. Tuttavia, nel campione esaminato questo non accade poiché si analizza la remunerazione ricevuta dallo stesso amministratore delegato durante un arco di tempo triennale. Al fine di superare tale limite la regressione è stata condotta "clusterizzando" le osservazioni in base all'identità dell'amministratore beneficiario della remunerazione. Per un approfondimento si rimanda a: R. WILLIAMS, *A Note on Robust Variance Estimation for Cluster-Correlated Data*, in Biometrics, Vol. 56, N. 2, 2000, pp. 645-646.

(105) La multicollinearità può sorgere in presenza di un elevato grado di correlazione (ovvero un legame dipendenza lineare) tra due o più variabili esplicative. Tale problema si manifesta soprattutto quando si incorporano un numero elevato di variabili esplicative all'interno del modello di regressione in quanto alcune di esse potrebbero stimare lo stesso fenomeno.

(106) Inoltre, sempre al fine di limitare il problema di multicollinearità, l'analisi è stata impostata calcolando per ogni regressione lineare le statistiche del VIF, ovvero delle misure di multicollinearità che consentono di osservare quanto una variabile indipendente è spiegata dalle altre variabili indipendenti del modello. VIF superiori a 10 possono essere indicativi di multicollinearità. Per ulteriori approfondimenti in merito si rinvia a: J. WOOLDRIDGE, *Introductory econometrics: a modern approach,* South-Western College Pub; 2nd edition, 2002, p. 95 e ss.

(107) I tre modelli evidenziano risultati simili, per brevità è stato riportato solo il modello in cui è stata inserita la variabile "Paese".

(108) Tali risultati permangono anche quando l'analisi è condotta separatamente per le imprese italiane e per quelle britanniche e quanto è condotta separatamente per ognuno degli anni oggetto dell'analisi. Si rimanda alle tabelle riportate in appendice al capitolo per maggiori dettagli.

sione lineare (si vedano le tabelle 4.18 e 4.19) indicano che le imprese più rischiose, tenuto conto dell'influenza esercitata dalla dimensione, abbiano assegnato ai propri amministratori una remunerazione minore in quanto, proprio a causa del maggiore rischio che le caratterizza, hanno subito maggiormente gli effetti della crisi dei mercati finanziari ([109]).

Tabella 4.18. – Determinanti dell'ammontare di remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato (performance ex-ante)

	Remunerazione fissa		Remunerazione variabile		Remunerazione monetaria		Remunerazione basata su azioni		Remunerazione totale	
	T	P>t	T	P>t	T	P>t	T	P>t	T	P>t
Attività	3,46	0,001 ***	5,40	0,000 ***	6,13	0,000 ***	3,46	0,000 ***	6,28	0,000 ***
Volatilità	0,67	0,501	-1,08	0,280	-1,44	0,151	-0,66	0,512	-1,71	0,089 †
Price/Book value	0,51	0,610	0,11	0,910	-0,73	0,468	6,07	0,000 ***	-0,05	0,958
Roa ex-ante	0,72	0,470	0,68	0,495	0,58	0,560	-1,02	0,307	0,44	0,662
Tsr ex-ante	0,81	0,421	2,41	0,017 *	2,56	0,012 *	1,29	0,197	2,08	0,039 *
1° azionista minoranza	0,53	0,594	-0,18	0,861	-0,75	0,456	0,51	0,610	-0,50	0,616
AD età	1,37	0,174	-1,78	0,077 †	-1,20	0,231	-0,57	0,573	-1,27	0,206
AD n. incarichi	-1,02	0,307	1,57	0,119	1,64	0,104	0,67	0,505	1,70	0,091 †
AD azionista riferimento	-1,75	0,082 †	-1,02	0,310	-0,47	0,639	0,33	0,743	-0,54	0,591
AD durata incarico	0,08	0,933	0,47	0,640	1,76	0,080 †	2,26	0,025 *	1,70	0,091 †
AD presidente	-0,87	0,386	-1,67	0,097 †	-1,19	0,237	-0,40	0,693	-1,32	0,189
Anno 2008	0,35	0,891	-1,12	0,263	-1,37	0,174	-0,79	0,101	-1,65	0,101
Anno 2009	-0,01	0,724	-0,19	0,852	-0,13	0,894	-0,37	0,428	-0,20	0,845
Paese	0,17	0,862	-6,51	0,000 ***	-0,64	0,524	-6,72	0,000 ***	-1,55	0,124
Manifatturiero pesante	-1,47	0,144	0,50	0,617	-0,30	0,766	-0,51	0,611	-0,01	0,993
Commercio all'ingrosso	-0,81	0,418	0,24	0,809	-0,92	0,361	1,10	0,272	-0,93	0,356
Commercio al dettaglio	0,17	0,869	0,47	0,638	-0,54	0,587	0,46	0,643	-0,45	0,651
Immobiliare	-0,51	0,614	-1,71	0,090 †	-2,00	0,047 *	0,81	0,419	-1,89	0,060 †
Servizi	0,14	0,892	-0,29	0,770	-0,41	0,681	-0,13	0,895	-0,25	0,805
Costante	0,85	0,398	1,11	0,268	5,73	0,000 ***	1,00	0,318	5,78	0,000 ***
N. osservazioni	468		468		468		468		468	
R^2	0,1901		0,4409		0,4144		0,2764		0,4133	
F	6,10	***	24,78	***	18,06	***	15,91	***	21,35	***

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

L'ipotesi 1c trova supporto con riferimento ai soli compensi basati su azioni. I risultati indicano come l'ammontare di tali compensi sia maggiore nelle imprese che presentano opportunità di crescita elevate: le maggiori difficoltà nel controllare l'operato degli amministratori delegati che caratterizzano tali imprese favoriscono una maggiore diffusione di strumenti di incentivazione quali sono le stock option e le stock grant. Ne consegue una maggiore probabilità per gli amministratori delegati delle imprese che presentano maggiori opportunità di crescita di ottenere un guadagno attraverso tali strumenti di remunerazione. I risultati delle analisi condotte separatamente sulle imprese italiane e su quelle britanniche, permettono di validare l'ipotesi 1c solo con riferimento alle imprese britanniche. Non emerge alcuna influenza a riguardo se si considerano le sole imprese italiane. In merito occorre evidenziare che il modello che analizza la realtà italiana con

(109) Quanto evidenziato trova conferma dai risultati ottenuti in seguito all'applicazione della cosiddetta procedura di "ortogonalizzazione" delle variabili. Tale procedura, utilizzata per limitare gli effetti derivanti dalla multicollinearità tra due variabili, consiste nel costruire una variabile residuo, ottenuta mediante una regressione lineare avente come variabile indipendente la variabile "Attività" e come variabile dipendente la variabile "Volatilità", atta a stimare la quota parte della rischiosità dell'impresa che non dipende dalla dimensione aziendale. Una volta costruita la variabile residuo è stata inclusa nel modello di regressione al posto della variabile "Volatilità". I risultati evidenziano che la rischiosità di impresa, una volta depurata dell'influenza della dimensione aziendale, esercita un'influenza negativa e marginalmente significativa sui compensi degli amministratori delegati, fornendo in tal modo supporto a quanto affermato nel testo. Per maggiori approfondimenti in merito alla procedura di "ortogonalizzazione" delle variabili si rinvia a: C. Yu, *An overview of remedial tools for collinearity in SAS*, In Proceedings of 2000 Western Users of SAS Software Conference, 2000, pp. 196–201

riferimento alla remunerazione ricevuta sotto forma di azioni non è statisticamente significativo ([110]). L'assenza di significatività può essere legata sia al fatto che, a causa della crisi che ha colpito i mercati finanziari, solo pochi amministratori delegati (6 su un totale di 78) hanno ottenuto un guadagno mediante i compensi basati su azioni nel periodo 2007-2009, ma soprattutto alla scarsa diffusione di tali strumenti nel contesto italiano (solo 26 imprese, su un totale di 78, hanno in essere piani di incentivazione azionaria a favore dell'amministratore delegato, contro le 66 imprese britanniche)(si veda la tabella 4.17).

Tabella 4.19 – Determinanti dell'ammontare di remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato (performance ex-post)

	Remunerazione fissa		Remunerazione variabile		Remunerazione monetaria		Remunerazione basata su azioni		Remunerazione totale	
	T	P>t	T	P>t	T	P>t	T	P>t	T	P>t
Attività	4,28	0,000 ***	5,45	0,000 ***	7,01	0,000 ***	3,44	0,001 ***	7.08	0,000 ***
Volatilità	0,73	0,464	-1,02	0,310	-1,34	0,182	-0,45	0,653	-1.55	0,122
Price/Book value	0,41	0,682	0,14	0,893	-0,92	0,358	5,73	0,000 ***	-0.13	0,893
Roa ex-post	0,39	0,695	1,76	0,080 †	0,59	0,559	-1,61	0,109	0.20	0,841
Tsr ex-post	0,46	0,643	0,77	0,444	0,24	0,807	-0,87	0,384	0.19	0,850
1° azionista minoranza	0,65	0,515	0,00	0,997	-0,61	0,543	0,62	0,534	-0.30	0,763
AD età	1,36	0,176	-1,83	0,070 †	-1,40	0,163	-0,64	0,526	-1.50	0,135
AD n. incarichi	-1,11	0,268	1,52	0,131	1,56	0,121	0,63	0,527	1.61	0,110
AD azionista riferimento	-1,71	0,089 †	-1,13	0,261	-0,43	0,671	0,21	0,833	-0.55	0,584
AD durata incarico	0,20	0,842	0,37	0,714	1,97	0,050 †	2,42	0,017 *	2.00	0,047 *
AD presidente	-0,93	0,356	-1,50	0,135	-1,20	0,232	-0,26	0,792	-1.29	0,198
Anno 2008	0,29	0,772	-1,64	0,102	-2,22	0,028 *	-1,84	0,067 †	-3.43	0,001 ***
Anno 2009	-0,89	0,376	-2,42	0,017 *	-2,55	0,012 *	-1,97	0,051 †	-3.00	0,003 **
Paese	0,14	0,889	-6,36	0,000 ***	-0,71	0,481	-6,88	0,000 ***	-1.71	0,089
Manifatturiero pesante	-1,47	0,143	0,53	0,594	-0,23	0,818	-0,33	0,744	0.17	0,865
Commercio all'ingrosso	-0,86	0,392	0,22	0,823	-0,93	0,353	1,17	0,244	-0.88	0,381
Commercio al dettaglio	0,38	0,702	0,47	0,642	-0,33	0,744	0,66	0,512	-0.15	0,881
Immobiliare	-0,57	0,567	-1,62	0,107	-2,11	0,036 *	0,87	0,387	-1.97	0,050 *
Servizi	0,16	0,870	-0,46	0,649	-0,46	0,646	-0,04	0,968	-0.26	0,798
Costante	0,83	0,410	1,19	0,234	6,04	0,000 ***	-0,16	0,869	6.12	0,000 ***
N. osservazioni	468		468		468		468		468	
R^2	0,1850		0,4370		0,4036		0,2752		0,3988	
F	6,97	***	24,58	***	19,14	***	14,20	***	21,46	***

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

I risultati dell'analisi non permettono di supportare a pieno l'ipotesi 1d. Sebbene, la correlazione lineare evidenzi la presenza di una relazione significativa tra le performance aziendali stimate mediante il ROA e la remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato, in particolar modo con riferimento alla remunerazione variabile, i risultati delle regressioni lineari evidenziano la presenza di un legame statisticamente significativo solo quando le performance sono stimate ex-ante mediante il TSR. Tale evidenza permane con riferimento alle sole imprese britanniche, quando le regressioni sono condotte separatamente per le imprese italiane e per quelle britanniche. Dall'analisi separata delle due realtà emerge un'influenza positiva del TSR stimato ex-post con riferimento alle imprese italiane. Per comprendere meglio tali differenti influenze sono state condotte delle regressioni distinte per ognuno degli anni del periodo 2007-2009. Dai risultati di tali analisi emerge un'influenza positiva esercitata dal TSR stimato ex-ante sulla remunerazione mo-

(110) Per i modelli di regressione aventi per oggetto le sole imprese italiane in cui la variabile dipendente è rappresentata dalle stock option non è possibile rifiutare l'ipotesi nulla H_0 (F = 0.48; P< 0,95) e quindi non è possibile affermare l'esistenza di una relazione lineare tra almeno una variabile esplicativa e la variabile indipendente. Per maggiori approfondimenti in merito si rinvia a: J. WOOLDRIDGE, *Introductory econometrics: a modern approach,* cit., p. 152 e ss.

netaria (e quella complessiva) ricevuta dall'amministratore delegato nel corso del 2007 e del TSR stimato ex-post su quella variabile. Nel corso del 2008, anno in cui si è manifestata la crisi dei mercati finanziari, si rileva solo un'influenza positiva esercitata dal TSR stimato ex-post sui compensi variabili. Con riferimento al 2009 si rileva un'influenza positiva del TSR stimato ex-ante sui compensi variabili e su quelli complessivi, e del ROA (sia stimato ex-ante sia ex-post) sui compensi monetari e su quelli complessivi. L'evidenza che il ROA sia significativo solo con riferimento al 2009 può essere collegato all'introduzione di modifiche nei parametri di performance utilizzati per l'assegnazione della remunerazione variabile, privilegiando valori contabili rispetto a quelli di mercato, poiché i primi possono essere stati influenzati in maniera minore dalla crisi finanziaria rispetto ai valori di mercato. Nel complesso, tali risultati sembrerebbero indicare che le imprese che presentano livelli più elevati di performance sono anche quelle che assegnano una maggiore remunerazione ai propri amministratori delegati. Non permettono, però, di affermare che la remunerazione degli amministratori delegati delle imprese analizzate sia effettivamente legata alle performance, ovvero che all'aumentare (diminuire) delle performance aziendali si verifichi un contestuale aumento (diminuzione) nella remunerazione ricevuta all'amministratore delegato. Tale aspetto sarà oggetto di attenzione nel successivo paragrafo, in cui si illustreranno i risultati dell'analisi dell'influenza esercitata dalla variazione delle performance aziendali sulla variazione subita dalla remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato.

L'ipotesi 1e trova supporto con riferimento alla remunerazione variabile e a quella basata su azioni. Emerge come tali tipologie di compensi siano tendenzialmente minori nelle imprese controllate da un azionista di riferimento. Tale risultato riflette il diverso grado di diffusione degli strumenti di remunerazione variabile ([111]) e, in particolare, di quelli basati su azioni, tra tali tipologie di imprese. Le imprese che presentano una struttura proprietaria altamente frazionata, in cui prevale un problema di agenzia di tipo classico, ricorrono con maggiore probabilità a strumenti di incentivazione a causa delle maggiori difficoltà nel controllare l'operato degli amministratori ([112]). Come precedentemente indicato, esiste un elevato grado di correlazione tra la struttura proprietaria dell'impresa, il Paese in cui tale impresa opera e l'identità dell'azionista di riferimento. I risultati dell'analisi non cambiano tra i modelli in cui è presente la variabile "controllo", quelli in cui è presente la variabile "Paese" e quelli in cui è presente la variabile "identità dell'azionista di riferimento". Con particolare riferimento a quest'ultimo aspetto, pare opportuno evidenziare che, con riferimento al livello dei compensi variabili e di quelli basati su azioni, non è rilevante l'identità dell'azionista di riferimento, ma solo che esso sia presente.

L'ipotesi 1g relativa all'influenza esercitata sul livello dei compensi ricevuti dagli amministratori dalle competenze da essi possedute è in parte supportata quando tali competenze sono stimate attraverso le sue esperienze passate. Il modello di regressione evidenzia un'influenza positiva da parte del numero di incarichi ricoperti dall'amministratore delegato in altre società sul livello dei compensi ricevuti dagli amministratori delegati, sebbene non statisticamente significativa (si vedano le tabelle 4.18 e 4.19). La correlazione lineare evidenzia che gli amministratori che hanno maggiori esperienze in qualità di membri dei consigli di amministrazione delle società quotate operano tendenzialmente in imprese di grandi dimensioni (le variabili presentano un livello di correlazione maggiore di 0,50). Come precedentemente evidenziato, tali imprese tendono ad assegnare ai propri amministratori una remunerazione maggiore. Si ritiene pertanto che gli amministratori delegati maggiormente talentuosi siano attratti dalle imprese di maggiori dimensioni che, in quanto tali, dispongono delle risorse necessarie per offrire loro una congrua remunerazione. Nessun supporto all'ipotesi 1g è fornito quando l'esperienza è stimata mediante l'età dell'amministratore delegato. Al contrario emerge che all'aumentare dell'età dell'amministratore delegato aumenti la probabilità che la remunerazione variabile da egli ricevuta diminuisca ([113]).

---

(111) In merito si rinvia a quanto osservato nel paragrafo 5.1.1.

(112) Per maggiori approfondimenti, si veda quanto illustrato nel paragrafo 2.5.6.

(113) Tale risultato permane anche quando l'esperienza dell'amministratore delegato è stimata mediante il logaritmo naturale della differenza tra l'età dell'amministratore e gli anni presumibilmente impiegati nello studio.

Tale fenomeno può essere spiegato se si considera che la propensione al rischio dei soggetti umani tende a diminuire all'aumentare dell'età ([114]): gli amministratori più giovani avendo una maggiore propensione al rischio rispetto ai colleghi più anziani saranno più propensi ad essere remunerati mediante strumenti di remunerazione variabile rispetto agli amministratori più anziani ([115]). Con riferimento alle sole imprese italiane, il predetto legame tra età dell'amministratore delegato e compensi ricevuti si estende anche alla remunerazione monetaria e a quella complessiva, evidenziando come in Italia gli amministratori più giovani siano quelli che ricevono una remunerazione più elevata. Tale risultato non significa che l'esperienza non sia una determinante della remunerazione ma che probabilmente l'età non costituisce un buon stimatore.

L'ipotesi 1h, relativa all'influenza che l'amministratore delegato è in grado di esercitare sulla propria remunerazione è supportata solamente quando il suo potere è misurato mediante la durata del suo incarico. Tuttavia, tale indicatore potrebbe essere considerato anche uno stimatore delle competenze dell'amministratore delegato. All'aumentare della durata del rapporto con l'impresa aumenta la conoscenza che l'amministratore delegato ha della realtà aziendale in cui opera e per tale motivo l'impresa riconosce all'amministratore, *ceteris paribus*, una maggiore remunerazione. Quando il potere dell'amministratore delegato è stimato sulla base del fatto che egli sia anche il presidente del consiglio di amministrazione non è fornito alcun supporto l'ipotesi 1g. Al contrario, analizzando le sole imprese britanniche, emerge che i compensi variabili ricevuti dall'amministratore delegato sono significativamente inferiori quando egli è anche presidente. Tale fenomeno è spiegabile in quanto emerge che l'amministratore delegato ricopre anche il ruolo di presidente soprattutto nelle imprese controllate da un azionista di riferimento ([116]). In tali aziende vi è minore necessità di utilizzare strumenti di remunerazione variabile. La circostanza che l'amministratore delegato sia anche azionista di riferimento della società non pare favorire l'assegnazione di compensi più elevati. Al contrario, emerge una relazione di segno opposto, sebbene non statisticamente significativa ([117]).

Non è stata confermata, infine, l'ipotesi 1f, relativa all'influenza esercitata dalla presenza di azionisti di minoranza o di *blockholder* esterni.

Infine, in linea con quanto emerso dalla statistica descrittiva, i risultati dell'analisi multivariata mostrano come i compensi ricevuti dall'amministratore delegato siano notevolmente inferiori nel 2008 e nel 2009, a causa principalmente della riduzione subita dai compensi variabili. Sulla base di tale risultato è possibile affermare che la crisi dei mercati finanziari scoppiata nel 2008 non ha determinato solo un calo nelle performance delle imprese, ma anche nella remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati.

4.5.3. *Il legame tra remunerazione e performance*

La terza fase dello studio ha avuto per oggetto l'analisi dell'influenza esercitata dalla variazione subita dalle performance aziendali sulla remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati delle imprese non finanziarie italiane e britanniche quotate nel periodo 2007-2009 (ipotesi 2, p. 85).

I risultati permettono di supportare l'ipotesi solo con riferimento alle imprese britanniche.

---

(114) Cfr. W. RILEY, K. CHOW, *Asset Allocation and Individual Risk Aversion*, in Financial Analysts Journal, Vol. 48, N. 6, 1992, pp. 32–37, ove ulteriori riferimenti dottrinali.

(115) Tuttavia, altri studi rilevano una relazione esattamente contraria: gli amministratori più giovani sono più avversi al rischio in quanto essendo all'inizio della carriera sono soggetti ad una perdita in termini di reputazione maggiore rispetto agli amministratori più anziani che, invece, sono alla fine della carriera. In merito si veda: R. GIBBONS, K. MURPHY, *Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence*, in The Journal of Political Economy, Vol. 100, N. 3, 1992, pp. 468-505.

(116) A riguardo è opportuno evidenziare che l'amministratore delegato è anche presidente del consiglio di amministrazione nel 35 per cento circa delle imprese italiane, le quali si caratterizzano per la presenza di un azionista di riferimento, e solo nel 10 per cento circa delle imprese britanniche, in cui prevale invece un azionariato disperso (si veda la tabella 4.17). Inoltre, la tabella di correlazione, riportata in appendice al capitolo, evidenzia che la presenza di un amministratore delegato che ricopre anche il ruolo di presidente è positivamente correlata (allo 0,30 circa) con la presenza di un azionista di riferimento.

(117) Si rileva un'influenza marginalmente significativa solo con riferimento ai compensi fissi, si vedano le tabelle 4.18 e 4.19 .

Non emergono, invece, influenze significative delle performance aziendali (né quando stimate ex-ante, né quando stimate ex-post) sulla remunerazione degli amministratori delegati delle imprese italiane ([118]). Con riferimento alle imprese britanniche si rileva un'influenza significativa esercitata dalla variazione subita dalle performance aziendali stimate alla fine dell'anno sulla remunerazione degli amministratori delegati. Non si rileva alcuna influenza statisticamente significativa, invece, quando le performance sono stimate ex-ante. La differente influenza esercitata dalle performance ex-post rispetto a quelle ex-ante può essere dovuta dal particolare andamento delle performance che caratterizza il periodo in esame e potrebbe essere indicativa dell'adozione, da parte delle imprese britanniche, di politiche remunerative atte ad adeguare la remunerazione degli amministratori all'andamento dei risultati gestionali ([119]). Tra le performance stimate ex-post, un'influenza particolarmente significativa è esercitata dalla variazione subita dalle performance azionarie sia quando tale variazione è stimata in termini percentuali (mediante il TSR) sia quando stimata in termini assoluti (mediante il TSR in valore assoluto) (si veda la tabella 4.20).

Tabella 4.20 – Legame tra la variazione delle performance (stimate ex-post) e la variazione della remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati delle imprese britanniche ([120])

	Δ Remunerazione fissa			Δ Remunerazione variabile			Δ Remunerazione monetaria			Δ Remunerazione totale		
	T	P>t		T	P>t		T	P>t		T	P>t	
MODELLO 1												
TSR - ex post	2,89	0,005	**	2,37	0,020	*	2,80	0,006	**	2,53	0,013	*
Costante	-1,30	0,198		-1,59	0,117		-1,59	0,116		-1,61	0,112	
N, osservazioni	156			156			156			156		
R^2	0,1739			0,0450			0,1306			0,0942		
F	8,34		**	5,62		*	7,83		**	6,40		**
MODELLO 2												
TSR assoluto - ex post	13,06	0,000	***	3,23	0,002	**	8,33	0,000	**	6,02	0,000	***
Costante	1,82	0,072	†	-0,51	0,613		0,53	0,596		0,20	0,844	
N, osservazioni	156			156			156			156		
R^2	0,4808			0,0796			0,2905			0,2176		
F	170,51		***	10,45		**	69,35		***	36,29		***
MODELLO 3												
ROA - ex post	2,94	0,004	**	2,29	0,025	*	2,40	0,019	*	2,73	0,008	**
Costante	0,80	0,425		-0,72	0,474		-0,09	0,931		-0,28	0,783	
N, osservazioni	156			156			156			156		
R^2	0,0206			0,0313			0,0188			0,0446		
F	8,66		**	5,26		*	5,77		*	7,44		**
MODELLO 4												
Reddito Operativo - ex post	2,13	0,037	*	2,98	0,004	**	4,22	0,000	***	3,83	0,000	***
Costante	0,81	0,420		-0,60	0,549		0,13	0,899		-0,12	0,904	
N, osservazioni	156			156			156			156		
R^2	0,0250			0,0735			0,1070			0,1026		
F	4,53		*	8,88		**	17,80		***	14,67		***

Note: Livello di significatività: *** $p < 0,001$; ** $p < 0,01$; * $p < 0,05$; † $p < 0,10$.

(118) I modelli di regressione aventi per oggetto le sole imprese italiane non sono statisticamente significativi, per tale motivo tali modelli non sono stati riportati.

(119) Le imprese britanniche stabiliscono i compensi fissi annualmente (di norma nel mese di approvazione del bilancio). Nelle imprese italiane, invece, tali compensi sono definiti dall'assemblea dei soci all'atto della nomina del consiglio di amministrazione (pertanto sono soggetti a revisione triennale). Per ulteriori approfondimenti si rinvia al paragrafo 3.4.1.

(120) Il modello avente per oggetto i guadagni derivanti dai compensi basati su azioni non è stato presentato in quanto non staticamente significativo. La mancanza di significatività è probabilmente dovuta al fatto che per valutare l'influenza delle performance sui guadagni derivanti dall'esercizio di stock option e/o dalla maturazione delle azioni assegnate occorre effettuare una valutazione delle performance aziendali di lungo termine poiché tali strumenti di remunerazione si caratterizzano per una vita complessiva che va in genere dai 3 ai 10 anni.

Sempre con riferimento alle imprese britanniche, i risultati dell'analisi mettono in evidenza che la tipologia di remunerazione maggiormente influenzata dalla variazione subita dalle performance di mercato è la remunerazione fissa. Tale risultato, che presenta notevole rilevanza in quanto emerso in un periodo in cui le performance aziendali si sono drasticamente ridotte, potrebbe essere indicativo dell'adozione di politiche atte a penalizzare gli amministratori la cui gestione ha contribuito alla distruzione di valore. Per approfondire quest'aspetto sono state analizzate separatamente le situazioni in cui le performance di mercato sono aumentate e quelle in cui sono diminuite. I risultati evidenziano che la relazione positiva tra TSR e variazione dei compensi fissi permane solo quando sono analizzate le situazioni in cui il TSR è negativo ([121]). Ciò significa che le imprese britanniche che hanno subito una riduzione delle performance azionarie hanno "penalizzato" i propri amministratori mediante una riduzione dei compensi fissi, mentre le imprese che hanno migliorato le performance non hanno modificato tali compensi. Tale risultato evidenzia uno scenario alquanto differente rispetto a quello che caratterizza il contesto italiano, nel quale non solo non è emerso alcun legame tra remunerazione e performance, ma è stato rilevato un incremento nei valori medi e mediani dei compensi fissi corrisposti agli amministratori delegati nel corso del periodo 2007-2009 (si vedano le tabelle 4.15 e 4.16), periodo durante il quale le performance aziendali della maggiore parte delle imprese italiane erano in calo (si veda la figura 4.7)

L'influenza esercitata dall'andamento delle performance azionarie sul valore dei compensi ricevuti dagli amministratori delegati britannici è significativa anche quando si considerano le variabili di controllo ([122]) (si vedano le tabelle 4.21 e 4.22).

Tabella 4.21 – Legame tra la variazione delle performance stimate ex-post (valori assoluti) e la variazione della remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati delle imprese britanniche – modello con variabili di controllo

	Δ Remunerazione fissa			Δ Remunerazione Variabile			Δ Remunerazione monetaria			Δ Remunerazione totale		
	T	P>t		T	P>t		T	P>t		T	P>t	
Risultato operativo ex-post	-3,91	0,000	***	1,55	0,125		1,52	0,133		1,59	0,117	
Tsr assoluto ex-post	18,24	0,000	***	2,44	0,017	*	6,90	0,000	***	5,22	0,000	***
Attività	-1,41	0,162		-0,66	0,513		-1,03	0,307		-1,02	0,310	
Volatilità	-0,62	0,540		-0,99	0,324		-0,02	0,988		-0,57	0,571	
Price/Book value	0,28	0,779		-2,78	0,007	***	-2,00	0,049	*	-2,43	0,017	*
1° azionista minoranza	-1,49	0,139		-0,86	0,395		-0,07	0,943		-0,63	0,529	
AD azionista riferimento	-1,06	0,291		-1,32	0,192		-0,86	0,392		-0,93	0,354	
AD durata incarico	-2,18	0,032	*	-2,23	0,029	*	-3,40	0,001	***	-3,25	0,002	***
AD presidente	0,24	0,813		-1,10	0,276		-0,23	0,815		-0,13	0,899	
Controllo	0,88	0,384		2,19	0,032	*	2,15	0,034	*	1,85	0,068	†
Manifatturiero pesante	0,09	0,931		-1,15	0,255		0,28	0,782		-0,56	0,579	
Commercio all'ingrosso	-0,23	0,820		-0,68	0,497		-0,82	0,416		-0,71	0,480	
Commercio al dettaglio	0,24	0,814		-1,47	0,145		-0,60	0,551		-0,70	0,489	
Immobiliare	-0,12	0,906		-0,78	0,436		0,39	0,697		0,27	0,785	
Servizi	1,14	0,256		-1,57	0,121		-0,04	0,965		-0,12	0,904	
Costante	2,99	0,004	**	1,90	0,061	†	2,25	0,027	*	2,40	0,019	*
N. osservazioni	155			156			157			158		
R^2	0,5548			0,2056			0,3872			0,329		
F	53,95		***	5,81		***	13,58		***	11,74		***

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

(121) I risultati della regressione lineare che studia l'influenza del decremento subito dal TSR e dal TSR assoluto sui compensi fissi non cambiano qualitativamente rispetto a quelli riportati in tabella 4.20

(122) Le performance aziendali non sono significative solo se tra le variabili di controllo si inserisce la variabile di controllo "anno", la quale esercita un'influenza sulla variazione subita dalla remunerazione, celando l'influenza esercitata dalle performance azionarie. L'influenza esercitata dalla variabile anno è da ricollegarsi al manifestarsi della crisi finanziaria, i cui effetti si sono ripercorsi nell'andamento del mercato azionario, e quindi sulle performance.

Oltre a fornire ulteriore evidenza dell'influenza esercitata dalle performance azionarie sulla remunerazione degli amministratori delegati britannici, i risultati di tale analisi rilevano una relazione inversa tra la variazione della remunerazione (variabile, monetaria e complessiva) ricevuta dall'amministratore delegato e le opportunità di crescita che presenta un'impresa. Tale relazione non è presente però quando si considerano i soli compensi fissi. Per tale motivo è ipotizzabile che le imprese che presentano maggiori opportunità di crescita, che sono quelle che, a causa delle difficoltà nel monitorare l'operato degli amministratori ([123]) tendono a remunerare i propri amministratori maggiormente mediante strumenti di remunerazione di tipo variabile, abbiano subito una maggiore riduzione nei compensi variabili rispetto alle imprese che presentano opportunità di crescita minori.

Tabella 4.22 – Legame tra la variazione delle performance stimate ex-post (valori relativi) e la variazione della remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati delle imprese britanniche – modello con variabili di controllo

	Δ Remunerazione fissa			Δ Remunerazione variabile			Δ Remunerazione monetaria			Δ Remunerazione totale		
	T	P>t		T	P>t		T	P>t		T	P>t	
Roa ex-post	0,07	0,946		1,48	0,144		0,84	0,404		1,62	0,109	
Tsr ex-post	2,62	0,010	**	1,50	0,138		2,39	0,019	*	1,91	0,059	†
Attività	-1,50	0,139		-0,49	0,622		-0,77	0,443		-0,86	0,393	
Volatilità	0,63	0,529		-0,93	0,354		0,41	0,681		-0,21	0,833	
Price/Book value	-0,42	0,673		-3,17	0,002	**	-2,33	0,022	*	-2,94	0,004	**
1° azionista minoranza	-0,40	0,691		-0,79	0,432		0,29	0,773		-0,33	0,745	
AD azionista riferimento	-1,47	0,146		-1,51	0,135		-1,21	0,228		-1,23	0,221	
AD durata incarico	-0,17	0,867		-1,71	0,092	†	-1,82	0,073	†	-2,12	0,037	*
AD presidente	-0,05	0,961		-0,87	0,387		-0,13	0,897		0,04	0,965	
Controllo	0,49	0,625		2,17	0,033	*	1,93	0,057	†	1,69	0,095	†
Manifatturiero pesante	0,85	0,400		-0,90	0,372		0,62	0,534		-0,20	0,843	
Commercio all'ingrosso	0,21	0,834		-0,50	0,615		-0,44	0,661		-0,40	0,693	
Commercio al dettaglio	1,54	0,127		-1,17	0,244		-0,12	0,908		-0,31	0,758	
Immobiliare	0,96	0,341		-0,50	0,616		0,98	0,332		0,75	0,454	
Servizi	1,62	0,110		-1,31	0,195		0,32	0,748		0,20	0,839	
Costante	1,19	0,238		1,44	0,153		0,88	0,379		1,48	0,142	
N. osservazioni	156			156			156			156		
R^2	0,2056			0,1452			0,1994			0,1778		
F	2,47		***	3,47		***	3,27		***	3,87		***

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

I risultati dell'analisi condotta sulle imprese britanniche rilevano, inoltre, una maggiore probabilità per gli amministratori delegati con una anzianità di servizio più elevata di subire una riduzione della remunerazione (si vedano le tabella 4.21 e 4.22). Tale fenomeno potrebbe spiegarsi se si considera che gli amministratori che gestiscono l'impresa da un numero maggiore di anni hanno probabilmente ottenuto dall'impresa dei compensi elevati negli anni che hanno preceduto la crisi finanziaria del 2008, compensi che trovavano giustificazione nella crescita delle performance aziendali. Poiché la crisi del 2008 ha messo in evidenza che il valore di mercato dell'impresa non era rappresentativo del suo valore effettivo, le imprese hanno "penalizzato", mediante una riduzione dei compensi, gli amministratori delegati che hanno contribuito a generarla e che avevano ottenuto grazie ad essa ingenti guadagni negli anni precedenti.

Infine, si rileva che nelle imprese britanniche controllate da un azionista di riferimento è più probabile che la remunerazione abbia subito un incremento e che sia, invece, diminuita nelle im-

(123) Si rinvia in merito a quanto osservato al paragrafo 2.5.4.

prese aventi una struttura proprietaria altamente frazionata. Tale risultato è coerente con quanto riscontrato nelle imprese italiane. Nelle imprese in cui è presente un azionista di riferimento la remunerazione è meno legata alle performance azionarie. Per comprendere tale differente prassi bisogna considerare che, con molta probabilità, le due tipologie di imprese (controllate da un azionista di riferimento e non controllate) utilizzano differenti politiche nel valutare e remunerare gli amministratori delegati. Nelle imprese aventi una struttura proprietaria altamente frazionata è plausibile che l'andamento dei mercati azionari (in crisi nel periodo analizzato) rappresenti il principale parametro per valutare l'operato degli amministratori, in quanto rappresenta uno dei pochi indicatori che può essere osservato dagli azionisti di tali imprese. Nelle imprese la cui proprietà è concentrata, poiché l'azionista di riferimento è in grado di monitorare l'operato degli amministratori mediante altri strumenti ([124]), è plausibile che la valutazione si basi in maniera meno rilevante sull'andamento del mercato azionario ([125]). Pertanto, mentre la remunerazione degli amministratori delle imprese non controllate è più sensibile all'andamento del mercato azionario, quella degli amministratori di imprese in cui è presente un azionista di riferimento dipende maggiormente dalle valutazioni effettuate dall'azionista di riferimento e tende ad essere meno sensibile all'andamento dei mercati azionari.

4.5.4. *Il legame tra remunerazione e performance nelle imprese in cui è stato distrutto valore per gli azionisti: principali determinanti.*

L'ultima fase dello studio ha analizzato l'influenza esercitata dal sistema di corporate governance sull'intensità del legame tra remunerazione e performance nelle imprese in cui è stato distrutto valore per gli azionisti.

In primo luogo, si è proceduto ad analizzare i livelli di correlazione esistenti tra l'intensità del menzionato legame, le variabili esplicative, utilizzate per stimare le ipotesi, e le variabili di controllo. In linea con quanto riscontrato nella precedente fase dell'analisi, i risultati che sono emersi indicano che l'intensità del legame tra la remunerazione ricevuta dall'amministratore delegato e le perfomance aziendali tende ad essere maggiore nelle imprese britanniche e, in generale, in quelle non controllate da un azionista di riferimento. Si rileva, inoltre, che le imprese che dichiarano di avvalersi dell'ausilio di consulenti esterni per configurare la remunerazione dei propri amministratori delegati o che hanno emesso a favore di questi ultimi dei piani di incentivazione azionaria tendono ad assegnare una remunerazione maggiormente legata alle performance ([126]). L'analisi dei livelli di correlazione esistenti tra le variabili indipendenti e quelle di controllo evidenzia però come tali aspetti siano in realtà correlati tra loro in maniera statisticamente significativa. Infatti, oltre al livello di correlazione elevato (maggiore di 0,70) esistente tra le variabili "Paese", "Tipo di controllo" e "Identità dell'azionista di riferimento" ([127]) emergono livelli di correlazione moderati (compresi tra 0,45 e 0,55) tra le predette variabili e le variabili "Compensi basati su azioni" e "Consulente". Ciò sembrerebbe indicare che le imprese britanniche, in particolare quelle non controllate da un azionista di riferimento, nel configurare la remunerazione dei propri amministratori delegati si avvalgono dell'ausilio di consulenti esterni e attribuiscono ai propri amministratori strumenti di incentivazione basati su azioni. Inoltre, la correlazione tra le variabili esplicative rivela che l'istituzione di un comitato per la remunerazione e la presenza dell'amministratore delegato tra i membri dell'organo che ha configurato la remunerazione sono fenomeni correlati negativamente in maniera significativa (pari a - 0,77), indicando che, nella maggior parte dei casi, l'amministratore delegato prende parte alle decisioni sulla propria remunerazione solo in assenza

(124) A riguardo si veda quanto illustrato nel capitolo 1.

(125) Tale risultato è coerente con quanto riscontrato da studi precedentemente condotti sulla realtà aziendale italiana. In merito si veda: A. MELIS, *Corporate Governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, cit., p. 120.

(126) Le tabelle di correlazione sono riportate in appendice al capitolo, al quale si rinvia per maggiori dettagli.

(127) A causa dell'elevata correlazione tali variabili sono state inserite alternativamente all'interno del modello.

del comitato per la remunerazione. A causa di tale livello di correlazione le menzionate variabili sono state inserite alternativamente all'interno del modello di regressione.

I risultati dell'analisi multivariata non forniscono alcun supporto all'ipotesi 3 e all'ipotesi 4, ad indicare che né l'indipendenza dell'organo che ha configurato la remunerazione, né il potere di cui dispone l'amministratore delegato hanno influenzato in maniera statisticamente significativa l'intensità del legame tra remunerazione e performance nelle imprese in cui è stato distrutto valore per gli azionisti. Parziale supporto è, invece, fornito all'ipotesi 5. Dall'analisi dei dati emerge che tra le imprese in cui è stato distrutto valore per gli azionisti quelle che si sono avvalse dell'ausilio di consulenti esterni per configurare la remunerazione dei propri amministratori delegati hanno legato maggiormente la remunerazione di questi ultimi alle performance dell'azienda (si veda la tabella 4.23). Nessuna influenza si rileva, invece, quando le competenze sono stimate mediante l'età, il numero di incarichi e il grado di istruzione dei membri dell'organo che ha configurato la remunerazione dell'amministratore delegato.

Tabella 4.23 – Influenza del sistema di corporate governarne sull'intensità del legame tra remunerazione e performance

	Modello 1a			Modello 1b			Modello 2a			Modello 2b		
	T	P>t		T	P>t		T	P>t		T	P>t	
CR istituito	-0,20	0,843		-	-		-0,61	0,545		-	-	
AD menbro CR	-	-		0,91	0,366		-	-		1,42	0,159	
% CR amm.ri indipendenti	0,41	0,680		0,68	0,500		0,05	0,960		0,35	0,729	
% CR amm.ri durata > 9 anni	-0,26	0,799		-0,38	0,705		-0,57	0,568		-0,74	0,459	
AD presidente	0,13	0,897		0,19	0,850		0,73	0,467		0,91	0,365	
AD azionista riferimento	0,21	0,833		0,08	0,936		0,65	0,518		0,46	0,645	
AD durata incarico	0,95	0,342		0,86	0,394		1,25	0,215		1,09	0,279	
CR età	0,93	0,356		1,04	0,302		-0,44	0,663		-0,28	0,781	
CR istruzione	-0,95	0,342		-0,95	0,343		-0,58	0,564		-0,61	0,542	
CR incarichi	-0,27	0,788		-0,22	0,826		-0,79	0,431		-0,69	0,489	
Consulente	3,19	0,002	**	3,22	0,002	**	0,80	0,427		0,76	0,447	
Attività							2,23	0,028	*	2,21	0,029	*
Volatilità							0,02	0,986		0,03	0,975	
Price/book value							0,65	0,515		0,67	0,501	
Compensi basati su azioni							0,82	0,414		0,96	0,339	
1° azionista minoranza							-0,65	0,514		-0,65	0,518	
Paese							-2,63	0,010	**	-2,70	0,008	**
Manifatturiero pesante							-0,45	0,653		-0,38	0,706	
Commercio all'ingrosso							-1,28	0,204		-1,32	0,191	
Commercio al dettaglio							-0,22	0,824		-0,11	0,913	
Immobiliare							-0,01	0,989		0,11	0,909	
Servizi							-1,64	0,105		-1,61	0,111	
Costante	-2,31	0,023	*	-2,45	0,016	*	-1,18	0,242		-1,44	0,152	
N. osservazioni	137			137			137			137		
R^2	0,125			0,131			0,234			0,243		
F	1,99		*	2,10		*	1,77		*	1,86		*

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

Includendo nel modello anche le variabili di controllo, l'influenza positiva esercitata dalla presenza di un consulente esterno sull'intensità del legame tra remunerazione e performance permane, ma non è più statisticamente significativa. Ciò a causa dell'inserimento tra le variabili di controllo della variabile "Paese" (o della variabile "Tipo di controllo") ([128]) la quale diviene statisticamente significativa. Poiché, come evidenziato in precedenza, si rileva un moderato livello di cor-

(128) Quando invece è inserita la variabile "identità dell'azionista di riferimento" l'influenza positiva esercitata dalla presenza di un consulente esterno resta statisticamente significativa.

relazione tra le tre variabili è possibile che esse stiano di fatto misurando lo stesso fenomeno. Per comprendere se ciò che rilevi sia solo il Paese in cui l'impresa opera o se invece anche l'avvalersi di un consulente esterno abbia un'influenza sono state analizzate le sole imprese britanniche e i risultati di tale analisi evidenziano che le imprese britanniche che si avvalgono di un consulente esterno presentano un legame tra remunerazione e performance più intenso ([129]).

Infine, si rileva che il legame tra remunerazione e performance risulta più intenso nelle imprese di maggiori dimensioni. Tale fenomeno può essere motivato dal fatto che le imprese di maggiori dimensioni sono quelle che presentano una struttura proprietaria maggiormente frazionata (soprattutto se si considerano le imprese del Regno Unito) che, come evidenziato in precedenza, si caratterizzano per una maggiore intensità del legame tra remunerazione e performance. Un'ulteriore giustificazione di tale influenza può collegarsi al maggiore scrutinio, da parte dell'opinione pubblica e degli analisti finanziari, a cui sono soggette le imprese di maggiori dimensioni. Una valutazione negativa da parte di tali soggetti potrebbe causare non solo un danno per l'impresa, che potrebbe manifestarsi mediante un'ulteriore riduzione delle performance azionarie, ma anche per amministratori, in termini di minore reputazione. Pertanto, è possibile che, al fine di ottenere una legittimazione esterna, tali imprese abbiano hanno ridotto la remunerazione dei propri amministratori nel periodo in cui si è manifestata la crisi finanziaria.

(129) Analogo risultato emerge se si analizzano le sole imprese non controllate da un azionista di riferimento. I risultati sono non differiscono qualitativamente da quelli riportati nella tabella 4.22.

APPENDICE AL CAPITOLO 4

Tabella App. 1 - Matrice correlazione di Pearson: analisi delle determinanti della remunerazione (imprese italiane e britanniche quotate nel periodo 2007-2009)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
1. Remunerazione fissa	1,000																													
2. Remunerazione variabile	0,110	1,000																												
3. Remunerazione monetaria	0,581	0,464	1,000																											
4. Remunerazione basata su azioni	0,137	0,505	0,203	1,000																										
5. Remunerazione totale	0,564	0,529	0,968	0,368	1,000																									
6. Attività	0,320	0,351	0,582	0,195	0,566	1,000																								
7. Volatilità	0,195	0,201	0,296	0,095	0,283	0,502	1,000																							
8. Price/Book value	0,023	0,059	0,022	0,145	0,037	0,021	-0,001	1,000																						
9. Roa_inzio	0,155	0,137	0,238	0,039	0,217	0,205	0,107	-0,006	1,000																					
10. Tsr_inzio	0,039	0,166	0,107	0,128	0,145	0,008	0,049	0,049	0,145	1,000																				
11. Roa_fine	0,089	0,178	0,172	0,015	0,148	0,158	0,106	0,001	0,651	0,082	1,000																			
12. Tsr_fine	-0,016	-0,010	-0,030	-0,025	-0,033	-0,100	-0,013	-0,025	-0,091	-0,167	0,007	1,000																		
13. 1° azionista minoranza	0,041	0,181	-0,052	0,202	-0,010	-0,125	-0,139	0,043	0,024	0,017	-0,003	0,072	1,000																	
14. AD età	0,158	-0,205	-0,001	-0,111	-0,024	0,114	0,065	-0,028	-0,007	-0,089	-0,003	-0,014	-0,050	1,000																
15. AD n. incarichi altre soc.	0,055	0,226	0,340	0,127	0,330	0,486	0,413	0,009	0,022	-0,015	0,029	0,004	-0,079	0,080	1,000															
16. AD azionista riferimento	-0,209	-0,314	-0,144	-0,185	-0,174	-0,168	-0,111	-0,035	0,059	-0,082	-0,010	0,061	-0,215	0,148	0,009	1,000														
17. AD durata incarico	0,028	-0,115	0,039	0,031	0,022	-0,044	-0,095	0,016	0,126	-0,088	0,102	0,110	0,072	0,338	-0,057	0,145	1,000													
18. AD presidente	-0,071	-0,291	-0,112	-0,155	-0,139	-0,033	-0,100	-0,025	-0,054	0,012	-0,027	-0,036	-0,216	0,317	-0,048	0,270	0,258	1,000												
19. Anno 2008	0,027	-0,013	0,000	0,001	-0,012	0,015	-0,003	0,054	0,055	0,097	-0,087	-0,238	0,050	-0,001	-0,006	0,000	0,019	-0,007	1,000											
20. Anno 2009	-0,007	-0,049	-0,030	-0,040	-0,042	0,018	0,000	-0,076	-0,087	-0,549	-0,048	0,292	0,078	0,083	0,011	0,000	0,152	-0,007	-0,500	1,000										
21. Paese	0,029	-0,417	0,049	-0,384	-0,019	0,218	0,036	-0,076	0,015	-0,084	-0,046	-0,048	-0,467	0,286	0,091	0,317	0,093	0,308	0,000	0,000	1,000									
22. Tipo controllo	-0,038	-0,434	-0,046	-0,418	-0,122	0,009	0,078	-0,079	-0,021	-0,106	-0,025	-0,009	-0,364	0,207	-0,022	0,366	0,072	0,284	-0,013	0,006	0,714	1,000								
23. Controllo famiglia	-0,072	-0,447	-0,080	-0,385	-0,137	-0,061	-0,120	-0,060	0,007	-0,060	0,000	0,009	-0,315	0,167	-0,059	0,443	0,176	0,274	-0,018	0,000	0,701	0,733	1,000							
24. Controllo impresa finanziaria	0,022	0,037	0,021	-0,036	0,004	0,011	0,268	-0,011	-0,028	-0,044	-0,026	-0,012	0,081	0,009	0,036	-0,133	-0,094	0,007	0,010	0,010	-0,122	0,252	-0,363	1,000						
25. Controllo stato	0,056	0,002	0,051	-0,032	0,037	0,173	0,078	-0,018	-0,010	-0,021	-0,005	-0,026	-0,207	0,117	0,069	-0,102	-0,131	-0,010	0,000	0,000	0,182	0,130	-0,187	-0,064	1,000					
26. Manifatturiero pesante	-0,112	-0,001	-0,018	-0,095	-0,006	-0,095	-0,085	-0,036	-0,063	0,055	-0,029	-0,007	-0,041	0,099	-0,059	0,069	0,054	0,054	0,000	0,000	0,000	-0,031	0,053	-0,043	-0,132	1,000				
27. Commercio all'ingrosso	0,114	0,171	0,161	0,152	0,160	0,318	0,105	-0,011	0,025	0,003	0,019	-0,038	0,033	0,008	0,081	-0,139	-0,173	-0,130	0,000	0,000	0,000	-0,012	-0,164	0,082	0,298	-0,246	1,000			
28. Commercio al dettaglio	0,024	0,065	0,028	0,021	0,025	-0,025	-0,054	0,022	0,141	0,043	0,119	-0,011	-0,031	-0,160	0,041	-0,070	-0,069	-0,096	0,000	0,000	0,000	-0,045	-0,038	-0,040	0,070	-0,229	-0,106	1,000		
29. Immobiliare	-0,060	-0,060	-0,115	0,072	-0,106	0,036	-0,050	-0,030	-0,097	-0,006	-0,095	-0,017	-0,005	-0,183	0,072	0,009	-0,029	-0,096	0,000	0,000	0,000	0,037	0,041	-0,051	-0,053	-0,210	-0,098	-0,091	1,000	
30. Servizi	-0,012	-0,126	-0,090	-0,083	-0,096	-0,159	-0,078	-0,061	0,040	-0,074	0,062	0,070	0,037	-0,022	-0,083	0,100	0,023	0,120	0,000	0,000	0,016	0,039	0,100	-0,040	-0,091	-0,362	-0,168	-0,156	-0,144	1,000

N. osservazioni: 468

Tabella App. 2 - Matrice correlazione di Pearson: analisi delle determinanti della remunerazione (imprese britanniche)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28
1. Remunerazione fissa	1,000																											
2. Remunerazione variabile	0,412	1,000																										
3. Remunerazione monetaria	0,952	0,559	1,000																									
4. Remunerazione basata su azioni	0,244	0,518	0,289	1,000																								
5. Remunerazione totale	0,903	0,625	0,953	0,475	1,000																							
6. Attività	0,475	0,528	0,544	0,357	0,538	1,000																						
7. Volatilità	0,193	0,163	0,239	0,157	0,228	0,451	1,000																					
8. Price/Book value	0,045	0,037	0,041	0,134	0,053	0,054	0,002	1,000																				
9. Roa_inzio	0,299	0,202	0,323	0,045	0,284	0,239	0,095	-0,009	1,000																			
10. Tsr_inzio	0,106	0,138	0,139	0,108	0,184	0,018	0,039	0,026	0,181	1,000																		
11. Roa_fine	0,140	0,140	0,169	-0,035	0,125	0,150	0,078	-0,018	0,675	0,021	1,000																	
12. Tsr_fine	-0,267	-0,051	-0,233	-0,122	-0,239	-0,126	-0,013	-0,061	-0,255	-0,298	0,025	1,000																
13. 1° azionista minoranza	0,057	0,111	0,018	0,107	0,047	0,041	-0,254	0,000	-0,058	-0,039	-0,068	0,004	1,000															
14. AD età	0,240	-0,027	0,230	0,012	0,210	0,207	0,033	-0,009	-0,038	-0,095	-0,004	0,048	0,076	1,000														
15. AD n. incarichi altre soc.	0,332	0,311	0,362	0,279	0,355	0,518	0,322	0,035	0,038	-0,040	0,008	-0,025	-0,051	0,140	1,000													
16. AD azionista riferimento	-0,202	-0,239	-0,158	-0,161	-0,181	-0,348	-0,071	-0,013	-0,028	-0,077	-0,006	0,106	-0,285	-0,106	-0,197	1,000												
17. AD durata incarico	0,084	0,051	0,062	0,120	0,038	-0,017	-0,031	0,059	0,103	-0,050	0,114	0,144	0,146	0,394	-0,083	0,000	1,000											
18. AD presidente	-0,164	-0,296	-0,161	-0,080	-0,174	-0,056	-0,053	-0,015	-0,187	0,042	-0,161	0,061	-0,025	0,226	-0,111	0,084	0,077	1,000										
19. Anno 2008	-0,024	-0,015	-0,022	0,026	-0,036	0,018	-0,009	0,068	0,086	0,064	-0,141	-0,453	0,101	-0,003	-0,002	0,000	0,017	-0,041	1,000									
20. Anno 2009	-0,041	-0,032	-0,045	-0,050	-0,065	0,003	0,005	-0,077	-0,130	-0,493	0,015	0,591	0,101	0,101	0,005	0,000	0,183	-0,010	-0,500	1,000								
21. Tipo controllo	-0,154	-0,313	-0,158	-0,239	-0,204	-0,272	0,112	-0,036	-0,058	-0,083	0,012	0,090	-0,084	0,007	-0,190	0,397	0,014	0,183	-0,026	0,013	1,000							
22. Controllo famiglia	-0,235	-0,315	-0,242	-0,243	-0,264	-0,330	-0,087	-0,010	-0,033	-0,043	0,064	0,130	-0,069	0,012	-0,151	0,386	0,117	0,136	-0,041	0,008	0,635	1,000						
23. Controllo impresa finanziaria	0,032	-0,110	0,027	-0,105	-0,013	-0,027	0,244	-0,030	-0,026	-0,049	-0,035	-0,009	0,013	0,041	-0,072	0,016	-0,099	0,111	0,009	0,009	0,605	-0,185	1,000					
24. Manifatturiero pesante	-0,108	0,042	-0,083	-0,099	-0,047	-0,093	-0,106	-0,044	-0,112	0,083	-0,075	0,093	0,012	0,192	-0,181	0,021	0,040	-0,019	0,000	0,000	-0,063	-0,004	-0,053	1,000				
25. Commercio all'ingrosso	0,145	0,161	0,164	0,198	0,164	0,298	0,068	-0,011	0,082	0,010	0,033	-0,084	0,066	-0,011	0,168	-0,114	-0,208	0,036	0,000	0,000	-0,024	-0,111	0,095	-0,246	1,000			
26. Commercio al dettaglio	0,021	0,097	0,022	0,031	0,019	-0,030	-0,053	0,013	0,200	0,043	0,168	-0,035	-0,073	-0,169	0,198	0,042	0,102	-0,101	0,000	0,000	-0,090	0,024	-0,132	-0,229	-0,106	1,000		
27. Immobiliare	-0,095	-0,037	-0,087	0,100	-0,093	0,111	-0,042	-0,049	-0,107	-0,051	-0,125	-0,039	-0,055	-0,125	-0,042	0,220	0,002	0,072	0,000	0,000	0,074	0,003	-0,031	-0,210	-0,098	-0,091	1,000	
28. Servizi	-0,032	-0,155	-0,066	-0,114	-0,078	-0,211	-0,060	-0,089	0,139	-0,060	0,132	-0,018	0,118	-0,161	-0,047	-0,058	-0,088	-0,120	0,000	0,000	0,055	0,050	0,039	-0,355	-0,165	-0,153	-0,141	1,000

N. osservazioni: 234

Tabella App. 3 - Matrice correlazione di Pearson: analisi delle determinanti della remunerazione (imprese italiane)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28
1. Remunerazione fissa	1,000																											
2. Remunerazione variabile	-0,031	1,000																										
3. Remunerazione monetaria	0,352	0,512	1,000																									
4. Remunerazione basata su azioni	0,118	0,306	0,175	1,000																								
5. Remunerazione totale	0,353	0,525	0,994	0,240	1,000																							
6. Attività	0,227	0,478	0,650	0,208	0,655	1,000																						
7. Volatilità	0,198	0,298	0,350	0,077	0,346	0,589	1,000																					
8. Price/Book value	0,015	0,082	-0,066	0,042	-0,067	-0,061	0,018	1,000																				
9. Roa_inzio	0,047	0,108	0,118	0,071	0,117	0,151	0,126	0,058	1,000																			
10. Tsr_inzio	-0,008	0,157	0,074	0,108	0,086	0,043	0,068	0,409	0,088	1,000																		
11. Roa_fine	0,058	0,249	0,196	0,136	0,197	0,225	0,166	0,268	0,612	0,207	1,000																	
12. Tsr_fine	0,056	-0,029	0,063	-0,008	0,061	-0,093	-0,011	-0,059	-0,018	-0,140	-0,007	1,000																
13. 1° azionista minoranza	0,064	-0,105	-0,075	-0,107	-0,079	-0,093	-0,065	0,112	0,131	-0,013	0,018	0,076	1,000															
14. AD età	0,113	-0,154	-0,235	-0,029	-0,240	-0,105	0,075	-0,007	0,018	-0,042	0,034	-0,018	0,113	1,000														
15. AD n. incarichi altre soc.	-0,105	0,276	0,318	0,022	0,317	0,456	0,480	-0,099	0,001	0,029	0,075	0,022	-0,035	-0,004	1,000													
16. AD azionista riferimento	-0,242	-0,201	-0,185	0,022	-0,188	-0,211	-0,164	-0,068	0,136	-0,051	0,018	0,074	0,014	0,154	0,075	1,000												
17. AD durata incarico	-0,005	-0,187	0,012	0,006	0,011	-0,121	-0,148	-0,196	0,158	-0,118	0,114	0,111	0,123	0,280	-0,053	0,187	1,000											
18. AD presidente	-0,053	-0,133	-0,124	-0,010	-0,128	-0,160	-0,153	0,080	0,032	0,044	0,135	-0,044	-0,114	0,267	-0,065	0,232	0,328	1,000										
19. Anno 2008	0,061	-0,014	0,024	-0,062	0,016	0,014	0,002	0,101	0,016	0,144	-0,003	-0,173	0,025	0,001	-0,008	0,000	0,021	0,013	1,000									
20. Anno 2009	0,015	-0,075	-0,014	-0,039	-0,017	0,039	-0,004	-0,346	-0,033	-0,637	-0,160	0,197	0,080	0,075	0,017	0,000	0,130	-0,006	-0,500	1,000								
21. Controllo famiglia	-0,062	-0,164	-0,067	-0,039	-0,063	-0,278	-0,316	-0,027	0,035	0,055	0,015	0,035	0,091	-0,106	-0,197	0,306	0,194	0,058	-0,009	-0,009	1,000							
22. Controllo impresa finanziaria	0,025	0,105	0,028	-0,055	0,025	0,155	0,327	0,078	-0,026	-0,064	-0,026	-0,028	0,044	0,054	0,193	-0,215	-0,072	0,002	0,012	0,012	-0,703	1,000						
23. Controllo stato	0,061	0,118	0,063	0,113	0,062	0,225	0,097	-0,045	-0,022	-0,010	0,006	-0,019	-0,175	0,091	0,071	-0,201	-0,196	-0,083	0,000	0,000	-0,658	-0,073	1,000					
24. Manifatturiero pesante	-0,120	-0,042	0,051	-0,144	0,042	-0,105	-0,066	-0,081	0,000	0,022	0,046	-0,051	-0,089	0,029	0,045	0,109	0,067	0,106	0,000	0,000	0,159	-0,031	-0,190	1,000				
25. Commercio all'ingrosso	0,098	0,213	0,159	0,132	0,156	0,367	0,138	-0,062	-0,051	-0,005	-0,003	-0,023	0,016	0,024	0,007	-0,173	-0,147	-0,248	0,000	0,000	-0,357	0,068	0,429	-0,246	1,000			
26. Commercio al dettaglio	0,027	0,048	0,035	0,007	0,032	-0,021	-0,056	0,208	0,064	0,044	0,046	-0,002	-0,008	-0,166	-0,095	-0,149	-0,211	-0,105	0,000	0,000	-0,136	0,085	0,101	-0,229	-0,106	1,000		
27. Immobiliare	-0,040	-0,093	-0,147	0,047	-0,122	-0,058	-0,057	0,081	-0,086	0,052	-0,054	-0,010	0,030	-0,247	0,173	-0,123	-0,055	-0,212	0,000	0,000	0,115	-0,081	-0,076	-0,210	-0,098	-0,091	1,000	
28. Servizi	-0,001	-0,111	-0,117	-0,037	-0,116	-0,114	-0,094	0,039	-0,089	-0,091	-0,047	0,115	0,003	0,082	-0,117	0,201	0,109	0,270	0,000	0,000	0,202	-0,142	-0,133	-0,370	-0,172	-0,160	-0,147	1,000

N. osservazioni: 234

Tabella App. 4 - Matrice correlazione di Pearson: analisi delle determinanti della remunerazione (imprese quotate nel 2007)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28
1. Remunerazione fissa	1,000																											
2. Remunerazione variabile	0,022	1,000																										
3. Remunerazione monetaria	0,293	0,492	1,000																									
4. Remunerazione basata su azioni	0,147	0,515	0,245	1,000																								
5. Remunerazione totale	0,282	0,585	0,929	0,493	1,000																							
6. Attività	0,241	0,328	0,683	0,196	0,620	1,000																						
7. Volatilità	0,153	0,190	0,296	0,134	0,272	0,458	1,000																					
8. Price/Book value	0,020	0,073	-0,107	0,046	-0,071	-0,273	-0,038	1,000																				
9. Roa_inzio	0,054	0,093	0,166	0,053	0,119	0,254	0,117	-0,121	1,000																			
10. Tsr_inzio	0,075	0,244	0,246	0,125	0,267	0,157	0,057	0,032	0,106	1,000																		
11. Roa_fine	0,014	0,148	0,113	0,070	0,096	0,174	0,123	0,017	0,785	0,125	1,000																	
12. Tsr_fine	-0,058	0,137	-0,131	0,070	-0,091	-0,149	0,032	0,056	-0,124	0,195	0,064	1,000																
13. 1° azionista minoranza	0,093	0,140	-0,041	0,168	0,029	-0,206	-0,130	0,128	0,046	0,235	0,054	0,094	1,000															
14. AD età	0,206	-0,184	-0,014	-0,070	-0,046	0,125	0,061	-0,155	-0,026	-0,053	-0,034	-0,061	-0,042	1,000														
15. AD n. incarichi altre soc.	-0,063	0,247	0,417	0,102	0,379	0,481	0,391	-0,026	0,035	0,052	0,012	-0,085	-0,090	0,087	1,000													
16. AD azionista riferimento	-0,272	-0,299	-0,170	-0,187	-0,220	-0,165	-0,101	-0,071	0,064	-0,163	-0,033	-0,062	-0,232	0,149	0,013	1,000												
17. AD durata incarico	-0,013	-0,087	0,060	0,050	0,033	-0,001	-0,069	-0,148	0,171	0,011	0,130	0,113	0,114	0,322	-0,032	0,138	1,000											
18. AD presidente	-0,111	-0,246	-0,123	-0,130	-0,159	-0,037	-0,093	-0,087	-0,087	-0,068	-0,046	0,091	-0,157	0,298	-0,044	0,267	0,226	1,000										
19. Paese	-0,062	-0,388	-0,008	-0,348	-0,103	0,198	0,030	-0,272	-0,010	-0,124	-0,088	-0,066	-0,424	0,286	0,087	0,317	0,091	0,274	1,000									
20. Controllo	-0,117	-0,465	-0,145	-0,394	-0,251	-0,071	0,074	-0,169	-0,069	-0,204	-0,095	-0,055	-0,309	0,130	-0,063	0,394	0,026	0,194	0,707	1,000								
21. Controllo famiglia	-0,146	-0,373	-0,142	-0,318	-0,212	-0,121	-0,135	-0,099	-0,041	-0,136	-0,051	0,049	-0,273	0,135	-0,064	0,439	0,192	0,216	0,693	0,744	1,000							
22. Controllo impresa finanziaria	0,016	-0,137	-0,057	-0,115	-0,089	-0,010	0,302	-0,040	-0,037	-0,099	-0,018	-0,123	0,105	-0,058	-0,020	-0,089	-0,195	-0,035	-0,127	0,239	-0,356	1,000						
23. Controllo stato	0,065	0,012	0,078	0,000	0,054	0,162	0,069	-0,072	-0,011	0,005	-0,040	-0,042	-0,194	0,117	0,071	-0,102	-0,131	-0,013	0,182	0,129	-0,192	-0,062	1,000					
24. Manifatturiero pesante	-0,144	0,055	0,030	-0,036	0,059	-0,106	-0,099	-0,082	-0,087	0,033	0,041	0,211	-0,047	0,098	-0,054	0,069	0,053	0,017	0,000	-0,029	0,071	-0,068	-0,132	1,000				
25. Commercio all'ingrosso	0,109	0,141	0,155	0,135	0,142	0,325	0,080	-0,022	0,007	0,018	0,050	-0,034	0,021	0,009	0,084	-0,139	-0,175	-0,135	0,000	-0,030	-0,144	0,025	0,298	-0,246	1,000			
26. Commercio al dettaglio	0,036	0,077	0,046	0,010	0,039	-0,029	-0,051	0,258	0,143	0,125	0,129	-0,004	-0,065	-0,161	0,029	-0,070	-0,071	-0,119	0,000	-0,016	-0,016	-0,032	0,070	-0,229	-0,106	1,000		
27. Immobiliare	-0,040	-0,072	-0,126	0,071	-0,100	0,036	-0,046	-0,142	-0,008	0,051	-0,129	-0,044	-0,067	-0,184	0,071	0,009	-0,029	-0,101	0,000	0,000	-0,015	-0,018	-0,053	-0,210	-0,098	-0,091	1,000	
28. Servizi	0,006	-0,177	-0,135	-0,081	-0,137	-0,164	-0,073	0,077	0,049	-0,089	0,060	-0,114	0,113	-0,022	-0,085	0,100	0,030	0,147	0,016	0,080	0,119	-0,010	-0,091	-0,362	-0,168	-0,156	-0,144	1,000

N. osservazioni: 156

Tabella App. 5 - Matrice correlazione di Pearson: analisi delle determinanti della remunerazione (imprese quotate nel 2008)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28
1. Remunerazione fissa	1,000																											
2. Remunerazione variabile	0,227	1,000																										
3. Remunerazione monetaria	0,839	0,512	1,000																									
4. Remunerazione basata su azioni	0,132	0,501	0,181	1,000																								
5. Remunerazione totale	0,816	0,566	0,977	0,328	1,000																							
6. Attività	0,574	0,346	0,647	0,189	0,645	1,000																						
7. Volatilità	0,320	0,173	0,340	-0,006	0,324	0,519	1,000																					
8. Price/Book value	0,041	0,082	0,060	0,179	0,073	0,064	0,008	1,000																				
9. Roa_inzio	0,084	0,188	0,130	0,017	0,123	0,165	0,110	-0,012	1,000																			
10. Tsr_inzio	-0,125	0,033	-0,135	0,094	-0,066	-0,119	0,044	0,023	0,015	1,000																		
11. Roa_fine	0,091	0,128	0,127	-0,115	0,067	0,137	0,102	0,010	0,585	-0,134	1,000																	
12. Tsr_fine	0,038	0,230	0,087	-0,032	0,048	-0,015	0,083	-0,017	0,196	-0,008	0,332	1,000																
13. 1° azionista minoranza	-0,027	0,244	-0,039	0,301	0,011	-0,079	-0,173	0,063	0,075	0,022	-0,063	-0,001	1,000															
14. AD età	0,109	-0,216	-0,030	-0,150	-0,054	0,107	0,073	-0,017	-0,030	-0,063	0,057	-0,002	-0,035	1,000														
15. AD n. incarichi altre soc.	0,230	0,216	0,363	0,127	0,368	0,483	0,444	0,026	-0,012	-0,088	0,055	-0,013	-0,098	0,087	1,000													
16. AD azionista riferimento	-0,215	-0,268	-0,160	-0,202	-0,187	-0,173	-0,115	-0,049	0,039	-0,058	0,006	-0,074	-0,165	0,151	0,013	1,000												
17. AD durata incarico	0,083	-0,106	0,034	0,077	0,026	-0,051	-0,082	0,048	0,135	0,104	0,159	-0,098	0,009	0,337	-0,046	0,149	1,000											
18. AD presidente	-0,131	-0,317	-0,172	-0,187	-0,198	-0,043	-0,104	-0,035	-0,060	0,122	0,006	-0,079	-0,236	0,330	-0,044	0,290	0,305	1,000										
19. Paese	0,146	-0,419	0,093	-0,438	0,021	0,214	0,047	-0,090	-0,052	-0,058	0,058	-0,177	-0,512	0,290	0,087	0,317	0,104	0,342	1,000									
20. Controllo	0,010	-0,381	0,001	-0,459	-0,081	0,071	0,086	-0,111	-0,065	-0,073	0,073	-0,086	-0,416	0,247	0,020	0,342	0,081	0,319	0,728	1,000								
21. Controllo famiglia	-0,027	-0,483	-0,065	-0,462	-0,129	-0,009	-0,106	-0,088	-0,081	-0,014	0,075	-0,152	-0,350	0,215	-0,048	0,437	0,187	0,342	0,718	0,728	1,000							
22. Controllo impresa finanziaria	0,020	0,155	0,073	0,011	0,057	0,019	0,260	-0,015	0,071	-0,047	-0,011	0,168	0,052	-0,006	0,078	-0,154	-0,091	-0,045	-0,120	0,263	-0,361	1,000						
23. Controllo stato	0,063	0,027	0,048	-0,020	0,034	0,177	0,070	-0,018	-0,038	-0,041	0,027	-0,069	-0,250	0,120	0,071	-0,102	-0,139	-0,008	0,182	0,132	-0,182	-0,066	1,000					
24. Manifatturiero pesante	-0,049	-0,020	-0,001	-0,077	0,016	-0,093	-0,073	-0,049	0,000	0,209	-0,024	-0,067	-0,037	0,097	-0,054	0,069	0,067	0,073	0,000	-0,009	0,081	-0,052	-0,132	1,000				
25. Commercio all'ingrosso	0,172	0,220	0,213	0,143	0,218	0,320	0,100	-0,018	0,032	-0,035	-0,036	0,031	0,024	0,008	0,084	-0,139	-0,183	-0,127	0,000	0,024	-0,169	0,142	0,298	-0,246	1,000			
26. Commercio al dettaglio	0,003	0,074	0,023	0,013	0,020	-0,020	-0,058	-0,003	0,136	-0,006	0,077	0,020	-0,054	-0,160	0,029	-0,070	-0,074	-0,111	0,000	-0,102	-0,090	-0,043	0,070	-0,229	-0,106	1,000		
27. Immobiliare	-0,125	-0,110	-0,165	0,088	-0,159	0,040	-0,049	-0,029	-0,162	-0,042	-0,104	-0,070	0,058	-0,183	0,071	0,009	-0,033	-0,094	0,000	0,058	0,048	-0,029	-0,053	-0,210	-0,098	-0,091	1,000	
28. Servizi	-0,076	-0,115	-0,109	-0,120	-0,124	-0,162	-0,079	-0,065	0,039	-0,110	0,071	-0,075	-0,009	-0,020	-0,085	0,100	0,018	0,126	0,016	0,025	0,080	-0,029	-0,091	-0,362	-0,168	-0,156	-0,144	1,000

N. osservazioni: 156

Tabella App. 6 - Matrice correlazione di Pearson: analisi delle determinanti della remunerazione (imprese quotate nel 2009)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28
1. Remunerazione fissa	1,000																											
2. Remunerazione variabile	0,144	1,000																										
3. Remunerazione monetaria	0,715	0,422	1,000																									
4. Remunerazione basata su azioni	0,139	0,496	0,191	1,000																								
5. Remunerazione totale	0,708	0,466	0,987	0,301	1,000																							
6. Attività	0,281	0,391	0,483	0,205	0,488	1,000																						
7. Volatilità	0,191	0,250	0,289	0,148	0,286	0,555	1,000																					
8. Price/Book value	0,025	0,036	0,004	0,196	0,024	0,044	-0,003	1,000																				
9. Roa_inzio	0,273	0,132	0,339	0,037	0,329	0,201	0,101	0,005	1,000																			
10. Tsr_inzio	0,158	0,214	0,204	0,184	0,215	0,010	0,091	-0,003	0,289	1,000																		
11. Roa_fine	0,203	0,279	0,285	0,144	0,285	0,210	0,109	-0,034	0,739	0,268	1,000																	
12. Tsr_fine	-0,012	-0,043	-0,027	-0,039	-0,032	-0,169	-0,042	-0,001	-0,103	-0,141	-0,043	1,000																
13. 1° azionista minoranza	0,022	0,194	-0,063	0,162	-0,039	-0,099	-0,120	0,022	-0,018	-0,031	0,096	0,102	1,000															
14. AD età	0,148	-0,200	0,040	-0,107	0,029	0,102	0,067	-0,006	0,044	0,006	-0,027	-0,054	-0,112	1,000														
15. AD n. incarichi altre soc.	0,078	0,217	0,279	0,158	0,274	0,495	0,421	-0,003	0,038	-0,017	0,010	0,015	-0,052	0,065	1,000													
16. AD azionista riferimento	-0,160	-0,377	-0,118	-0,167	-0,135	-0,165	-0,124	-0,019	0,070	-0,064	-0,014	0,129	-0,254	0,148	0,000	1,000												
17. AD durata incarico	0,047	-0,129	0,048	-0,014	0,042	-0,120	-0,161	0,070	0,121	-0,076	0,088	0,157	0,008	0,330	-0,112	0,163	1,000											
18. AD presidente	-0,002	-0,317	-0,065	-0,154	-0,086	-0,015	-0,107	-0,005	-0,024	-0,021	-0,070	-0,071	-0,261	0,331	-0,056	0,253	0,280	1,000										
19. Paese	0,056	-0,448	0,060	-0,372	0,016	0,243	0,034	-0,038	0,088	-0,147	-0,171	-0,061	-0,478	0,285	0,100	0,317	0,091	0,311	1,000									
20. Controllo	0,012	-0,459	-0,008	-0,405	-0,054	0,029	0,075	-0,035	0,052	-0,091	-0,117	-0,006	-0,377	0,249	-0,023	0,362	0,131	0,340	0,707	1,000								
21. Controllo famiglia	-0,027	-0,492	-0,049	-0,384	-0,091	-0,049	-0,118	-0,028	0,115	-0,082	-0,075	0,021	-0,324	0,157	-0,065	0,453	0,167	0,266	0,693	0,726	1,000							
22. Controllo impresa finanziaria	0,031	0,088	0,040	0,002	0,037	0,022	0,244	0,002	-0,094	0,051	-0,051	-0,024	0,081	0,086	0,045	-0,154	0,012	0,101	-0,120	0,255	-0,371	1,000						
23. Controllo stato	0,047	-0,035	0,036	-0,081	0,026	0,180	0,102	-0,013	0,011	-0,063	-0,022	-0,036	-0,184	0,117	0,066	-0,102	-0,134	-0,008	0,182	0,129	-0,187	-0,066	1,000					
24. Manifatturiero pesante	-0,125	-0,039	-0,067	-0,180	-0,073	-0,085	-0,081	-0,021	-0,092	-0,064	-0,110	-0,037	-0,039	0,103	-0,070	0,069	0,047	0,073	0,000	-0,057	0,008	-0,010	-0,132	1,000				
25. Commercio all'ingrosso	0,095	0,153	0,134	0,181	0,137	0,310	0,148	-0,003	0,037	0,035	0,074	-0,069	0,055	0,007	0,075	-0,139	-0,173	-0,127	0,000	-0,030	-0,178	0,076	0,298	-0,246	1,000			
26. Commercio al dettaglio	0,025	0,044	0,019	0,040	0,018	-0,026	-0,057	0,015	0,146	0,016	0,187	-0,022	0,028	-0,161	0,065	-0,070	-0,067	-0,057	0,000	-0,016	-0,008	-0,043	0,070	-0,229	-0,106	1,000		
27. Immobiliare	-0,049	0,001	-0,076	0,057	-0,075	0,031	-0,056	-0,014	-0,128	-0,065	-0,060	-0,019	-0,004	-0,184	0,075	0,009	-0,027	-0,094	0,000	0,051	0,089	-0,104	-0,053	-0,210	-0,098	-0,091	1,000	
28. Servizi	0,004	-0,088	-0,045	-0,049	-0,046	-0,150	-0,084	-0,125	0,034	-0,077	0,057	0,153	0,005	-0,023	-0,077	0,100	0,020	0,087	0,016	0,011	0,100	-0,079	-0,091	-0,362	-0,168	-0,156	-0,144	1,000

N. osservazioni: 156

Tabella App.7. – Determinanti della remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati in Italia (performance ex-ante)

	Remunerazione fissa			Remunerazione variabile			Remunerazione monetaria			Remunerazione totale		
	T	P>t		T	P>t		T	P>t		T	P>t	
Attività	2,25	0,027	*	2,23	0,029	*	3,26	0,002	**	3,29	0,000	***
Volatilità	1,15	0,255		-0,72	0,475		-0,58	0,561		-0,68	0,497	
Price/Book value	-0,26	0,794		1,25	0,215		0,04	0,968		-0,07	0,942	
Roa ex-ante	-0,02	0,984		1,03	0,308		-0,08	0,940		-0,09	0,932	
Tsr ex-ante	-0,39	0,700		1,21	0,231		0,98	0,331		1,18	0,242	
1° azionista minoranza	1,02	0,309		-1,02	0,311		-0,07	0,940		-0,13	0,901	
AD età	1,13	0,261		-1,16	0,249		-2,71	0,008	**	-2,72	0,008	**
AD n. incarichi	-1,60	0,115		1,54	0,127		0,79	0,433		0,70	0,485	
AD azionista riferimento	-1,72	0,090	†	-1,28	0,203		-0,89	0,376		-0,86	0,390	
AD durata incarico	0,01	0,991		-0,68	0,500		1,71	0,091	†	1,73	0,088	†
AD presidente	-0,01	0,993		-0,46	0,644		-0,72	0,476		-0,73	0,467	
Anno 2008	1,08	0,285		-0,65	0,519		-0,06	0,950		-1,03	0,304	
Anno 2009	-0,10	0,920		0,22	0,825		-0,10	0,920		-1,29	0,200	
Manifatturiero pesante	-0,54	0,589		-0,51	0,613		0,57	0,573		0,54	0,593	
Commercio all'ingrosso	-0,83	0,410		0,25	0,801		-0,65	0,518		-0,72	0,475	
Commercio al dettaglio	0,13	0,893		-0,50	0,618		0,20	0,840		0,21	0,836	
Immobiliare	0,39	0,696		-2,37	0,020	*	-2,50	0,015	*	-2,17	0,033	*
Servizi	0,08	0,939		-0,37	0,712		-0,20	0,841		-0,17	0,867	
Costante	0,47	0,643		0,40	0,691		4,68	0,000	***	4,57	0,000	***
N.osservazioni	234			234			234			234		
R^2	0,1888			0,3162			0,5232			0,5246		
F	2,12		*	9,82		***	15,84		***	16,04		***

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

Tabella App.8. – Determinanti della remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati in Italia (performance ex-post)

	Remunerazione fissa			Remunerazione variabile			Remunerazione monetaria			Remunerazione totale		
	T	P>t		T	P>t		T	P>t		T	P>t	
Attività	2,58	0,012	*	3,05	0,028	**	3,31	0,000	***	3,33	0,001	***
Volatilità	1,09	0,280		-0,78	0,439		-0,77	0,446		-0,86	0,391	
Price/Book value	-0,33	0,742		1,05	0,299		0,03	0,977		-0,05	0,961	
Roa ex-post	0,00	1,000		2,20	0,031	*	0,20	0,842		0,19	0,846	
Tsr ex-post	3,34	0,001	***	0,89	0,376		3,69	0,000	***	3,79	0,000	***
1° azionista minoranza	0,97	0,337		-0,91	0,364		-0,13	0,899		-0,17	0,864	
AD età	1,21	0,229		-1,13	0,263		-2,66	0,010	**	-2,66	0,010	**
AD n. incarichi	-1,65	0,103		1,51	0,135		0,75	0,454		0,66	0,551	
AD azionista riferimento	-1,82	0,072	†	-1,32	0,190		-1,04	0,301		-1,02	0,311	
AD durata incarico	-0,14	0,886		-0,91	0,364		1,58	0,119		1,60	0,113	
AD presidente	0,09	0,929		-0,52	0,604		-0,58	0,562		-0,59	0,559	
Anno 2008	1,24	0,217		-0,70	0,488		0,17	0,869		-0,29	0,771	
Anno 2009	-0,08	0,940		-0,59	0,557		-1,11	0,270		-1,33	0,186	
Manifatturiero pesante	-0,54	0,592		-0,67	0,507		0,55	0,585		0,52	0,602	
Commercio all'ingrosso	-0,94	0,350		0,16	0,876		-0,74	0,462		-0,81	0,420	
Commercio al dettaglio	0,07	0,942		-0,57	0,573		0,13	0,898		0,14	0,891	
Immobiliare	0,43	0,668		-2,34	0,022	*	-2,48	0,015	*	-2,14	0,036	*
Servizi	-0,07	0,943		-0,56	0,574		-0,41	0,686		-0,38	0,704	
Costante	0,36	0,717		1,59	0,647		4,62	0,000	***	4,48	0,000	***
N. osservazioni	234			234			234			234		
R^2	0,1999			0,3280			0,5354			0,5357		
F	6,09		***	11,54		***	18,84		***	19,73		***

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

Tabella App.9. – Determinanti della remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati nel Regno Unito (performance ex-ante)

	Remunerazione fissa			Remunerazione variabile			Remunerazione monetaria			Remunerazione basata su azioni			Remunerazione totale		
	T	P>t		T	P>t		T	P>t		T	P>t		T	P>t	
Attività	2,42	0,018	*	4,82	0,000	***	3,45	0,001	***	1,36	0,178		3,42	0,001	***
Volatilità	-1,61	0,112		-1,31	0,194		-1,71	0,092	†	1,42	0,159		-0,94	0,348	
Price/Book value	0,06	0,951		-0,70	0,484		-0,25	0,803		3,83	0,000	***	0,42	0,676	
Roa ex-ante	0,65	0,516		-0,03	0,978		0,68	0,498		-1,11	0,270		0,52	0,603	
Tsr ex-ante	1,62	0,109		1,58	0,118		2,45	0,017	*	0,88	0,380		1,85	0,068	†
1° azionista minoranza	1,05	0,298		1,22	0,227		0,53	0,600		1,58	0,119		1,14	0,257	
AD età	1,50	0,139		-2,00	0,049	*	1,37	0,175		-1,12	0,268		1,42	0,159	
AD n. incarichi	1,20	0,234		1,04	0,302		1,27	0,209		1,73	0,087		1,26	0,211	
AD azionista riferimento	0,22	0,829		0,37	0,712		1,10	0,273		0,33	0,740		1,16	0,250	
AD durata incarico	0,34	0,737		1,67	0,099		0,17	0,865	†	2,35	0,022	*	-0,02	0,983	†
AD presidente	-1,30	0,198		-2,66	0,010	**	-1,24	0,220		-0,67	0,502		-1,45	0,152	
Anno 2008	-3,72	0,000	***	-1,21	0,231		-2,64	0,010	**	-0,57	0,572		-2,38	0,020	*
Anno 2009	-1,42	0,159		-0,51	0,613		-0,37	0,712		-0,71	0,477		-0,61	0,541	
Controllo	0,09	0,931		-1,23	0,221		0,00	0,997		-2,57	0,012	*	-0,88	0,383	
Manifatturiero pesante	-1,65	0,102		0,80	0,426		-1,39	0,168		0,07	0,947		-1,07	0,289	
Commercio all'ingrosso	-0,97	0,337		0,41	0,683		-0,96	0,341		1,75	0,084		-0,67	0,506	
Commercio al dettaglio	-0,95	0,345		0,45	0,651		-0,92	0,363		-0,03	0,973		-0,71	0,479	
Immobiliare	-1,00	0,323		-0,84	0,402		-1,14	0,257		1,27	0,208		-1,14	0,259	
Servizi	-0,81	0,420		-0,56	0,576		-0,70	0,486		0,01	0,988		-0,54	0,592	
Costante	1,22	0,228		1,47	0,147		1,11	0,270		0,73	0,469		1,09	0,281	
N. osservazioni	234			234			234			234			234		
R^2	0,3592			0,4352			0,4222			0,2585			0,4146		
F	29,27		***	10,50		***	52,96		***	15,96		***	43,78		***

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

Tabella App. 10 – Determinanti della remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati nel Regno Unito (performance ex-post)

	Remunerazione fissa			Remunerazione variabile			Remunerazione monetaria			Remunerazione basata su azioni			Remunerazione totale		
	T	P>t		T	P>t		T	P>t		T	P>t		T	P>t	
Attività	3,87	0,000	***	4,80	0,000	***	5,44	0,000	***	1,33	0,187		5,38	0,000	***
Volatilità	-1,65	0,102		-1,09	0,281		-1,56	0,124		1,63	0,108		-0,64	0,525	
Price/Book value	-0,50	0,620		-0,71	0,482		-0,88	0,384		3,79	0,000	***	0,00	0,997	
Roa ex-post	0,17	0,867		0,04	0,972		0,36	0,722		-1,61	0,111		-0,17	0,866	
Tsr ex-post	-1,08	0,284		0,58	0,564		-0,92	0,361		-1,46	0,149		-0,98	0,329	
1° azionista minoranza	0,80	0,429		1,25	0,214		0,36	0,720		1,64	0,106		1,06	0,291	
AD età	1,62	0,110		-2,11	0,038	*	1,41	0,163		-1,24	0,218		1,43	0,155	
AD n. incarichi	1,24	0,218		0,85	0,398		1,28	0,225		1,80	0,076	†	1,37	0,175	
AD azionista riferimento	0,51	0,609		0,26	0,793		1,32	0,190		0,38	0,707		1,35	0,182	
AD durata incarico	1,36	0,177		1,73	0,088	†	1,11	0,273		2,54	0,013		0,93	0,356	
AD presidente	-1,36	0,179		-2,55	0,013	**	-1,24	0,217		-0,58	0,565		-1,44	0,154	
Anno 2008	-2,71	0,008	**	-1,58	0,118		-2,40	0,019	*	-1,54	0,128		-3,06	0,003	**
Anno 2009	0,31	0,756		-1,89	0,062	†	0,04	0,968		-1,03	0,305		-0,57	0,573	
Controllo	0,21	0,834		-1,37	0,174		-0,01	0,994		-2,52	0,014	*	-0,87	0,387	
Manifatturiero pesante	-1,83	0,071	†	0,89	0,375		-1,40	0,165		0,21	0,833		-0,85	0,400	
Commercio all'ingrosso	-1,02	0,311		0,50	0,621		-0,86	0,394		1,74	0,087	†	-0,51	0,613	
Commercio al dettaglio	-0,84	0,403		0,62	0,540		-0,73	0,469		-0,01	0,995		-0,47	0,640	
Immobiliare	-1,35	0,180		-0,80	0,425		-1,46	0,149		1,19	0,240		-1,47	0,146	
Servizi	-0,57	0,572		-0,54	0,592		-0,45	0,653		0,01	0,993		-0,29	0,774	
Costante	1,81	0,075	†	1,57	0,120		1,70	0,092	†	0,87	0,384		1,75	0,084	†
N. osservazioni	234			234			234			234			234		
R^2	0,3900			0,4294			0,4246			0,2620			0,4174		
F	28,89		***	9,66		***	60,11		***	19,14			48,46		

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

Tabella App. 11 – Determinanti della remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati nel 2007 (performance ex-ante).

	Remunerazione fissa			Remunerazione variabile			Remunerazione monetaria			Remunerazione basata su azioni			Remunerazione totale		
	T	P>t		T	P>t		T	P>t		T	P>t		T	P>t	
Attività	4,02	0,000	***	3,52	0,001	***	6,98	0,000	***	1,99	0,048	*	5,99	0,000	***
Volatilità	0,94	0,350		-0,32	0,750		-1,87	0,063	†	0,73	0,466		-1,37	0,174	
Price/Book value	1,19	0,237		0,36	0,719		0,32	0,749		0,21	0,838		0,32	0,747	
Roa ex-ante	-0,37	0,713		-0,17	0,864		-0,82	0,415		-0,7	0,482		-1,47	0,143	
Tsr ex-ante	-0,17	0,863		1,53	0,127		2,64	0,009	**	0,08	0,939		1,95	0,052	†
1° azionista minoranza	1,12	0,265		0,09	0,929		0,11	0,916		0,76	0,448		0,64	0,520	
AD età	1,59	0,114		-1,54	0,126		-1,95	0,053	†	-0,04	0,969	**	-1,78	0,076	†
AD n. incarichi	-1,48	0,142		1,75	0,083	†	1,89	0,061	†	-0,15	0,880		1,68	0,095	†
AD azionista riferimento	-1,60	0,112		-0,82	0,413		0,12	0,904		-0,07	0,948		-0,18	0,858	
AD durata incarico	-0,65	0,518		0,17	0,865		1,74	0,085	†	1,57	0,118		1,43	0,154	
AD presidente	-0,94	0,350		-0,79	0,433		-0,83	0,406		-0,01	0,995		-0,95	0,344	
Paese	-0,73	0,468		-4,46	0,000	***	-1,23	0,222		-4,58	0,000	***	-2,12	0,035	*
Manifatturiero pesante	-1,32	0,190		0,66	0,509		0,54	0,590		0,73	0,464		1,30	0,195	
Commercio all'ingrosso	-0,87	0,386		0,00	0,999		-1,43	0,155		1,08	0,282		-1,23	0,221	
Commercio al dettaglio	0,59	0,555		0,34	0,735		0,02	0,983		0,76	0,446		0,3	0,768	
Immobiliare	0,14	0,893		-1,48	0,141		-1,97	0,050	*	1,28	0,202		-1,47	0,145	
Servizi	0,53	0,597		-0,77	0,441		-0,36	0,721		0,4	0,691		0,05	0,963	
Costante	-0,38	0,703		1,27	0,208		6,78	0,000	***	-0,54	0,590		5,92	0,000	***
N. osservazioni	156			156			156			156			156		
R^2	0,2531			0,3971			0,5797			0,2218			0,5296		
F	4,31		***	9,46		***	21,11		***	2,46		***	17,36		***

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

Tabella App. 12 – Determinanti della remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati nel 2007 (performance ex-post).

	Remunerazione fissa			Remunerazione variabile			Remunerazione monetaria			Remunerazione basata su azioni			Remunerazione totale		
	T	P>t		T	P>t		T	P>t		T	P>t		T	P>t	
Attività	4,45	0,000	***	4,06	0,000	***	6,96	0,000	***	1,99	0,048		5,75	0,000	***
Volatilità	1,03	0,306		-0,86	0,391		-1,21	0,230		0,60	0,547		-0,90	0,367	
Price/Book value	1,24	0,219		0,40	0,688		0,49	0,625		0,24	0,807		0,52	0,607	
Roa ex-post	-1,10	0,274		0,27	0,787		-0,92	0,361		-0,55	0,582		-1,34	0,181	
Tsr ex-post	0,06	0,949		2,53	0,012	*	-1,33	0,186		0,73	0,469		-0,55	0,582	
1° azionista minoranza	1,16	0,246		0,33	0,739		0,69	0,489		0,74	0,457		1,21	0,229	
AD età	1,56	0,122		-1,26	0,208		-2,10	0,037	*	0,09	0,927		-1,91	0,058	†
AD n. incarichi	-1,50	0,137		1,79	0,076	†	1,71	0,090	†	-0,11	0,912		1,58	0,115	
AD azionista riferimento	-1,68	0,094	†	-0,73	0,469		-0,12	0,907		-0,07	0,944		-0,49	0,628	
AD durata incarico	-0,57	0,570		-0,19	0,851		1,87	0,063	†	1,41	0,162		1,42	0,158	
AD presidente	-0,91	0,364		-1,02	0,309		-0,62	0,539		-0,11	0,915		-0,72	0,474	
Controllo	-0,80	0,423		-4,41	0,000	***	-1,31	0,192		-4,59	0,000	***	-2,20	0,029	*
Manifatturiero pesante	-1,07	0,288		0,33	0,740		1,26	0,210		0,62	0,536		1,92	0,057	†
Commercio all'ingrosso	-0,73	0,468		-0,25	0,802		-1,04	0,300		1,06	0,289		-0,82	0,411	
Commercio al dettaglio	0,72	0,472		0,37	0,712		0,48	0,635		0,73	0,466		0,69	0,490	
Immobiliare	0,12	0,904		-1,32	0,188		-1,83	0,069		1,23	0,221		-1,31	0,192	
Servizi	0,67	0,504		-0,75	0,457		-0,19	0,847		0,45	0,655		0,18	0,855	
Costante	-0,37	0,710		0,89	0,376		6,67	0,000	***	-0,68	0,500		5,90	0,000	***
N. osservazioni	156			156			156			156			156		
R^2	0,2554			0,4082			0,5740			0,2248			0,5190		
F	4,57		***	12,96		***	18,77		***	2,52		**	15,62		***

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

Tabella App. 13 – Determinanti della remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati nel 2008 (performance ex-ante).

	Remunerazione fissa		Remunerazione variabile		Remunerazione monetaria		Remunerazione basata su azioni		Remunerazione totale	
	T	P>t	T	P>t	T	P>t	T	P>t	T	P>t
Attività	5,62	0,000 ***	4,42	0,000 ***	6,14	0,000 ***	3,41	0,001 ***	6,32	0,000 ***
Volatilità	0,53	0,597	-1,13	0,261	-0,51	0,609	-2,47	0,015 *	-1,28	0,201
Price/Book value	-0,72	0,471	-0,07	0,944	-0,27	0,787	3,90	0,000 ***	-0,13	0,899
Roa ex-ante	-0,93	0,354	0,87	0,383	-0,67	0,504	-1,07	0,287	-0,90	0,371
Tsr ex-ante	-1,31	0,191	1,01	0,316	-1,70	0,091 †	1,41	0,160	-0,01	0,988
1° azionista minoranza	0,38	0,701	0,31	0,757	0,09	0,930	0,86	0,391	0,22	0,829
AD età	-0,04	0,967	-1,72	0,088 †	-2,26	0,025 *	-1,01	0,315	-2,31	0,022 *
AD n. incarichi	-0,51	0,610	1,43	0,154	1,25	0,214	1,04	0,298	1,54	0,126
AD azionista riferimento	-1,36	0,176	-0,06	0,954	-0,30	0,765	0,38	0,706	-0,20	0,839
AD durata incarico	1,93	0,055 †	0,47	0,641	2,21	0,029 *	2,57	0,011 **	2,14	0,034 *
AD presidente	-1,36	0,175	-1,69	0,094 †	-1,51	0,132	-0,77	0,445	-1,70	0,092 †
Paese	1,29	0,200	-4,59	0,000 ***	0,51	0,613	-5,71	0,000 ***	-0,29	0,772
Manifatturiero pesante	-0,34	0,737	-0,02	0,983	0,46	0,647	-0,82	0,414	0,48	0,629
Commercio all'ingrosso	-0,61	0,542	0,66	0,509	-0,12	0,902	0,48	0,630	-0,20	0,838
Commercio al dettaglio	-0,24	0,808	0,25	0,801	-0,28	0,782	-0,07	0,945	-0,34	0,736
Immobiliare	-1,60	0,111	-2,35	0,020 *	-2,61	0,010 **	0,19	0,849	-2,64	0,009 **
Servizi	-0,11	0,912	-0,35	0,731	-0,28	0,781	-0,69	0,491	-0,28	0,784
Costante	4,07	0,000 ***	1,06	0,290	6,70	0,000 ***	0,12	0,909	6,44	0,000 ***
N. osservazioni	156		156		156		156		156	
R^2	0,4195		0,4489		0,5270		0,3744		0,5378	
F	11,37	***	19,53	***	24,19	***	32,98	***	22,38	***

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

Tabella App. 14 – Determinanti della remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati nel 2008 (performance ex-post).

	Remunerazione fissa		Remunerazione variabile		Remunerazione monetaria		Remunerazione basata su azioni		Remunerazione totale	
	T	P>t	T	P>t	T	P>t	T	P>t	T	P>t
Attività	5,57	0,000 ***	4,72	0,000 ***	6,32	0,000 ***	3,26	0,001 ***	6,46	0,000 ***
Volatilità	0,24	0,814	-1,00	0,317	-1,09	0,276	-2,23	0,027 *	-1,53	0,129
Price/Book value	-0,54	0,587	0,47	0,637	0,03	0,978	3,81	0,000 ***	0,31	0,755
Roa ex-post	-1,07	0,286	0,54	0,592	-0,64	0,521	-1,42	0,156	-1,14	0,257
Tsr ex-post	1,26	0,208	2,37	0,019 *	2,15	0,033 *	-0,58	0,565	1,61	0,109
1° azionista minoranza	0,33	0,745	0,68	0,499	0,12	0,905	0,72	0,470	0,23	0,816
AD età	0,05	0,958	-2,11	0,036 *	-2,24	0,026 *	-1,12	0,263	-2,38	0,019 *
AD n. incarichi	-0,38	0,707	1,40	0,165	1,48	0,141	1,03	0,306	1,70	0,092 †
AD azionista riferimento	-1,37	0,172	-0,08	0,937	-0,28	0,777	0,01	0,995	-0,31	0,756
AD durata incarico	1,84	0,068 †	0,93	0,352	2,18	0,031 *	2,84	0,005 ***	2,33	0,021 *
AD presidente	-1,50	0,136	-1,52	0,131	-1,68	0,095 †	-0,43	0,671	-1,75	0,081 †
Controllo	1,50	0,134	-4,21	0,000 ***	0,89	0,373	-5,48	0,000 ***	0,02	0,985
Manifatturiero pesante	-0,44	0,660	0,64	0,525	0,52	0,601	-0,63	0,527	0,75	0,455
Commercio all'ingrosso	-0,73	0,467	1,06	0,293	-0,16	0,874	0,50	0,618	-0,17	0,864
Commercio al dettaglio	-0,32	0,748	0,61	0,542	-0,27	0,788	-0,01	0,995	-0,24	0,814
Immobiliare	-1,48	0,142	-2,02	0,045 *	-2,36	0,020 *	0,19	0,848	-2,48	0,014 *
Servizi	0,08	0,936	0,04	0,969	0,06	0,954	-0,73	0,465	0,01	0,991
Costante	4,11	0,000 ***	1,48	0,142	6,83	0,000 ***	0,21	0,834	6,63	0,000 ***
N,.osservazioni	156		156		156		156		156	
R^2	0,4173		0,4678		0,5313		0,3773		0,5443	
F	9,64	***	21,93	***	21,44	***	19,24	***	22,16	***

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

Tabella App. 15 – Determinanti della remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati nel 2009 (performance ex-ante).

	Remunerazione fissa			Remunerazione variabile			Remunerazione monetaria			Remunerazione basata su azioni			Remunerazione totale		
	T	P>t		T	P>t		T	P>t		T	P>t		T	P>t	
Attività	1,78	0,077	†	5,72	0,000	***	4,15	0,000	***	2,28	0,024	*	4,42	0,000	***
Volatilità	0,53	0,599		-1,04	0,301		-0,38	0,705		-0,26	0,798		-0,67	0,504	
Price/Book value	0,41	0,685		-0,24	0,812		-1,24	0,217		7,16	0,000	***	-0,48	0,631	
Roa ex-ante	0,95	0,346		0,55	0,581		0,76	0,448		-0,80	0,424		0,71	0,477	
Tsr ex-ante	1,65	0,101		1,82	0,071	†	2,23	0,027	*	1,78	0,078	†	2,39	0,018	*
1° azionista minoranza	0,45	0,656		-1,01	0,316		-0,99	0,325		-0,51	0,612		-0,97	0,333	
AD età	0,78	0,436		-1,1	0,275		-0,44	0,659		-0,27	0,784		-0,40	0,691	
AD n. incarichi	-0,38	0,704		0,66	0,511		1,12	0,263		0,87	0,385		1,03	0,306	
AD azionista riferimento	-1,46	0,147		-1,84	0,068	†	-0,9	0,369		0,58	0,560		-0,82	0,412	
AD durata incarico	0,34	0,738		1,01	0,314		1,88	0,062	†	1,50	0,135		1,94	0,054	†
AD presidente	-0,03	0,973		-1,91	0,058	†	-0,84	0,401		-0,42	0,672		-0,99	0,323	
Paese	0,52	0,600		-6,64	0,000	***	-0,69	0,490		-4,72	0,000	***	-1,38	0,168	
Manifatturiero pesante	-1,12	0,264		0,77	0,445		-0,26	0,794		-0,96	0,336		-0,33	0,742	
Commercio all'ingrosso	-0,43	0,666		0,03	0,979		-0,36	0,722		1,05	0,295		-0,46	0,643	
Commercio al dettaglio	0,00	1,000		0,62	0,535		-0,45	0,657		0,53	0,599		-0,44	0,658	
Immobiliare	-0,07	0,944		-0,14	0,891		-0,80	0,422		0,44	0,659		-0,83	0,408	
Servizi	0,29	0,769		0,62	0,538		0,17	0,862		0,26	0,795		0,24	0,811	
Costante	0,80	0,426		0,19	0,852		3,35	0,001	***	-0,20	0,844		3,14	0,002	***
N. osservazioni	156			156			156			156			156		
R^2	0,1873			0,5315			0,3442			0,3143			0,3531		
F	4,11		***	26,48		***	8,83		***	14,83		***	10,36		***

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

Tabella App. 16 – Determinanti della remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati nel 2009 (performance ex-post).

	Remunerazione fissa			Remunerazione variabile			Remunerazione monetaria			Remunerazione basata su azioni			Remunerazione totale		
	T	P>t		T	P>t		T	P>t		T	P>t		T	P>t	
Attività	1,87	0,063	†	5,10	0,000	***	3,80	0,000	***	2,12	0,035	†	4,02	0,000	***
Volatilità	0,55	0,580		-1,01	0,312		-0,39	0,701		-0,15	0,878		-0,69	0,488	
Price/Book value	0,49	0,623		-0,22	0,826		-0,97	0,333		6,16	0,000	***	-0,34	0,736	
Roa ex-post	1,02	0,311		1,18	0,241		1,00	0,320		-0,26	0,795		0,93	0,353	
Tsr ex-post	0,49	0,623		0,48	0,634		0,33	0,744		-0,89	0,374		0,27	0,788	
1° azionista minoranza	0,32	0,748		-1,27	0,206		-1,32	0,187		-0,71	0,480		-1,33	0,187	
AD età	0,80	0,424		-0,98	0,327		-0,41	0,684		-0,21	0,836		-0,36	0,722	
AD n. incarichi	-0,39	0,697		0,66	0,511		1,03	0,303		0,84	0,405		0,93	0,356	
AD azionista riferimento	-1,50	0,135		-2,01	0,046	*	-1,16	0,249		0,63	0,531		-1,05	0,296	
AD durata incarico	0,22	0,828		0,63	0,529		1,70	0,091	†	1,36	0,174		1,77	0,079	†
AD presidente	-0,07	0,946		-1,82	0,070	†	-0,94	0,348		-0,35	0,729		-1,10	0,275	
Controllo	0,79	0,432		-6,68	0,000	***	-0,18	0,859		-4,94	0,000	***	-0,78	0,437	
Manifatturiero pesante	-1,32	0,188		0,37	0,708		-0,73	0,469		-1,16	0,247		-0,78	0,436	
Commercio all'ingrosso	-1,03	0,307		-0,21	0,834		-0,95	0,346		0,97	0,335		-1,04	0,299	
Commercio al dettaglio	-0,32	0,749		0,23	0,818		-0,97	0,336		0,38	0,708		-0,95	0,346	
Immobiliare	-0,48	0,629		-0,47	0,637		-1,67	0,096	†	0,31	0,760		-1,69	0,093	†
Servizi	-0,44	0,663		0,18	0,858		-0,73	0,467		0,07	0,945		-0,63	0,532	
Costante	0,72	0,470		0,11	0,914		3,41	0,001	***	-0,27	0,791		3,15	0,002	**
N. osservazioni	156			156			156			156			156		
R^2	0,1585			0,5176			0,3069			0,3000			0,3136		
F	5,26		***	24,46		***	9,48		***	9,24		***	10,08		***

Note: Livello di significatività: *** p < 0,001; ** p < 0,01; * p < 0,05; † p < 0,10.

Tabella App. 17 - Matrice correlazione di Pearson: analisi del legame tra remunerazione e performance (imprese britanniche)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29
1. Δ Remunerazione fissa	1,000																												
2. Δ Remunerazione variabile	0,246	1,000																											
3. Δ Remunerazione monetaria	0,665	0,561	1,000																										
4. Δ Remunerazione basata su azioni	0,065	0,593	0,156	1,000																									
5. Δ Remunerazione totale	0,535	0,813	0,789	0,516	1,000																								
6. Δ Roa ex-ante	0,003	0,021	0,020	0,065	-0,029	1,000																							
7. Tsr ex-ante	-0,286	-0,120	-0,312	0,039	-0,231	0,394	1,000																						
8. Δ Roa ex-post	0,143	0,177	0,175	0,186	0,211	-0,431	-0,364	1,000																					
9. Tsr ex-post	0,417	0,212	0,361	-0,005	0,307	-0,323	-0,432	0,344	1,000																				
10. Δ Reddito operativo ex-ante	-0,116	-0,044	-0,086	0,022	-0,078	0,511	0,395	-0,241	-0,171	1,000																			
11. Tsr assoluto ex-ante	-0,284	-0,125	-0,241	-0,001	-0,171	0,201	0,676	-0,168	-0,225	0,218	1,000																		
12. Δ Reddito operativo ex-post	0,158	0,271	0,327	0,118	0,320	-0,129	-0,179	0,503	0,391	-0,068	-0,020	1,000																	
13. Tsr assoluto ex-post	0,693	0,282	0,539	0,044	0,467	-0,231	-0,418	0,354	0,675	-0,212	-0,330	0,406	1,000																
14. Attività	-0,156	-0,099	-0,104	-0,050	-0,121	-0,006	-0,037	-0,004	-0,137	-0,106	-0,101	0,033	-0,010	1,000															
15. Volatilità	-0,023	-0,012	-0,004	-0,003	-0,018	0,002	0,054	0,006	-0,025	-0,005	0,015	0,004	0,012	0,475	1,000														
16. Price/Book value	-0,067	-0,157	-0,153	-0,136	-0,153	0,050	0,040	-0,022	-0,065	0,100	-0,021	-0,120	-0,078	0,095	0,008	1,000													
17. 1° azionista minoranza	-0,065	-0,081	-0,015	-0,111	-0,061	-0,049	-0,083	-0,022	-0,065	-0,149	-0,040	-0,084	0,075	0,183	-0,295	0,003	1,000												
18. AD azionista riferimento	0,010	0,029	0,032	0,111	0,040	-0,031	-0,053	0,035	0,150	0,045	0,052	0,006	-0,002	-0,354	-0,077	-0,021	-0,304	1,000											
19. AD durata incarico	0,039	-0,099	-0,078	-0,182	-0,117	-0,035	0,005	0,078	0,128	-0,021	0,100	0,020	0,201	-0,045	-0,038	0,099	0,096	-0,001	1,000										
20. AD presidente	0,015	0,026	0,040	0,067	0,034	-0,015	0,056	0,011	0,079	0,143	0,054	0,057	0,043	-0,066	-0,058	-0,014	0,026	0,127	0,150	1,000									
21. Anno 2009	0,783	0,258	0,541	0,061	0,463	-0,253	-0,477	0,301	0,633	-0,268	-0,410	0,263	0,843	-0,011	0,011	-0,084	0,000	0,000	0,132	0,023	1,000								
22. Tipo controllo	0,075	0,188	0,173	0,119	0,158	-0,029	-0,036	0,034	0,121	0,087	0,001	0,025	0,034	-0,213	0,113	-0,047	-0,130	0,356	0,083	0,290	0,028	1,000							
23. Controllo famiglia	-0,018	0,042	0,006	0,014	0,011	0,032	-0,006	0,057	0,144	0,097	0,038	0,070	0,040	-0,282	-0,089	-0,030	-0,090	0,383	0,120	0,257	0,036	0,621	1,000						
24. Controllo impresa finanziaria	0,119	0,199	0,221	0,082	0,192	-0,048	-0,011	-0,031	0,017	0,048	-0,020	-0,044	0,002	-0,003	0,243	-0,026	-0,032	-0,027	-0,008	0,129	0,000	0,621	-0,182	1,000					
25. Manifatturiero pesante	0,015	-0,019	0,054	-0,101	-0,026	-0,051	0,123	-0,042	0,047	-0,023	0,154	-0,019	0,034	-0,085	-0,109	-0,048	0,024	0,021	0,038	0,024	0,000	-0,067	-0,012	-0,049	1,000				
26. Commercio all'ingrosso	-0,098	0,013	-0,067	0,062	-0,036	0,065	0,001	-0,005	-0,102	0,024	-0,039	0,050	-0,063	0,292	0,085	-0,013	0,114	-0,114	-0,212	0,051	0,000	-0,006	-0,144	0,149	-0,246	1,000			
27. Commercio al dettaglio	-0,016	-0,071	-0,087	-0,021	-0,067	0,037	0,046	0,017	-0,052	0,013	0,005	0,017	-0,011	-0,025	-0,057	-0,005	-0,116	0,042	0,105	-0,095	0,000	-0,120	-0,010	-0,134	-0,229	-0,106	1,000		
28. Immobiliare	-0,019	0,018	0,037	0,104	0,043	-0,168	-0,121	0,027	-0,022	-0,196	-0,070	-0,018	0,025	0,107	-0,042	-0,041	0,018	0,220	0,006	0,087	0,000	0,111	0,077	-0,056	-0,210	-0,098	-0,091	1,000	
29. Servizi	0,106	-0,025	0,056	-0,063	0,081	-0,018	-0,097	-0,015	0,011	0,032	-0,035	-0,005	0,013	-0,208	-0,060	-0,118	0,058	-0,058	-0,096	-0,147	0,000	0,013	0,017	0,017	-0,355	-0,165	-0,153	-0,141	1,000

N. osservazioni: 156

Tabella App. 18 - Matrice correlazione di Pearson: analisi dell'influenza del sistema di corporate goverannce sull'intensità del legame tra remunerazione e performance

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27
1. Intensità Rem-performance	1,000																										
2. CR isitituito	0,034	1,000																									
3. AD menbro CR	-0,006	-0,772	1,000																								
4. % CR amm.ri indipendenti	0,122	0,404	-0,468	1,000																							
5. % CR amm.ri durata > 9 anni	0,012	-0,126	0,226	-0,057	1,000																						
6. AD azionista riferimento	-0,091	-0,121	0,307	-0,308	0,180	1,000																					
7. AD durata incarico	0,073	-0,102	0,244	-0,142	0,485	0,190	1,000																				
8. AD presidente	-0,024	-0,148	0,094	-0,062	0,278	0,227	0,324	1,000																			
9. CR età	0,122	0,028	-0,176	0,201	0,180	-0,148	0,063	0,070	1,000																		
10. CR istruzione	-0,129	0,088	-0,021	0,047	-0,036	0,103	-0,148	-0,058	-0,126	1,000																	
11. CR incarichi	0,110	0,077	-0,171	0,186	-0,065	-0,121	-0,099	-0,113	0,157	-0,115	1,000																
12. Consulente	0,311	0,171	-0,222	0,316	-0,111	-0,317	-0,108	-0,251	0,081	-0,085	0,376	1,000															
13. Attivitità	0,186	-0,009	-0,100	0,348	-0,099	-0,163	-0,141	-0,008	0,201	0,038	0,364	0,285	1,000														
14. Volatilità	0,137	0,076	-0,100	0,179	-0,008	-0,133	-0,139	-0,113	0,119	0,067	0,299	0,120	0,564	1,000													
15. Price/Book value	0,030	0,006	0,016	-0,090	0,012	0,025	0,047	0,060	-0,060	0,058	-0,075	-0,164	-0,095	-0,015	1,000												
16. Compensi basati su azioni	0,225	0,315	-0,347	0,170	-0,154	-0,372	-0,170	-0,305	0,215	-0,003	0,245	0,431	0,084	0,170	-0,045	1,000											
17. 1° azionista minoranza	0,112	0,043	-0,104	0,149	-0,022	-0,251	0,015	-0,203	0,041	-0,076	0,080	0,333	-0,073	-0,117	-0,059	0,218	1,000										
18. Paese	-0,279	-0,247	0,260	-0,137	0,031	0,283	0,143	0,299	-0,168	0,169	-0,138	-0,538	0,264	0,030	0,046	-0,488	-0,463	1,000									
19. Tipo controllo	-0,287	-0,199	0,258	-0,329	0,192	0,369	0,160	0,301	-0,123	0,059	-0,169	-0,480	0,001	0,063	0,137	-0,444	-0,404	0,634	1,000								
20. Controllo famiglia	-0,190	-0,182	0,286	-0,358	0,271	0,496	0,204	0,276	-0,220	0,037	-0,221	-0,495	-0,068	-0,138	0,064	-0,511	-0,340	0,635	0,696	1,000							
21. Controllo impresa finanziaria	-0,109	0,044	-0,094	0,060	-0,105	-0,224	-0,008	0,055	0,140	0,049	0,131	0,143	0,006	0,236	0,093	0,153	0,059	-0,144	0,250	-0,422	1,000						
22. Controllo Stato	-0,006	-0,100	0,056	0,013	-0,120	-0,100	-0,125	-0,092	0,012	-0,038	-0,089	-0,096	0,196	0,116	-0,003	-0,030	-0,145	0,167	0,111	-0,188	-0,067	1,000					
23. Manifatturiero pesante	0,068	-0,048	0,021	0,023	0,091	0,083	0,223	0,064	0,012	-0,041	0,162	0,037	-0,063	-0,083	0,019	0,017	0,015	-0,011	-0,077	-0,012	-0,008	-0,125	1,000				
24. Commercio all'ingrosso	-0,012	0,032	-0,014	0,080	-0,125	-0,156	-0,215	-0,138	0,031	0,059	0,083	0,175	0,318	0,140	0,044	0,076	0,077	-0,013	-0,066	-0,212	0,060	0,342	-0,263	1,000			
25. Commercio al dettaglio	0,007	-0,004	-0,041	-0,078	-0,114	-0,045	-0,100	-0,092	-0,142	0,051	-0,096	-0,036	-0,038	-0,057	0,069	0,031	0,048	0,016	0,013	0,057	-0,035	-0,051	-0,214	-0,107	1,000		
26. Immobiliare	0,048	0,092	-0,119	0,141	0,029	0,017	-0,044	-0,092	0,059	0,143	-0,092	0,027	-0,005	-0,065	0,034	-0,023	-0,008	-0,038	0,013	0,057	-0,115	-0,051	-0,214	-0,107	-0,087	1,000	
27. Servizi	-0,205	0,018	0,021	-0,111	-0,110	0,067	-0,115	0,104	-0,159	0,064	-0,082	-0,091	-0,158	-0,084	-0,166	-0,082	-0,113	0,020	0,065	0,110	-0,023	-0,084	-0,350	-0,176	-0,143	-0,143	1,000

N. osservazioni: 137

CONCLUSIONI

Il presente lavoro ha studiato le problematiche connesse con la remunerazione degli amministratori delegati di imprese quotate in mercati regolamentati, tramite un'analisi empirica condotta sulla realtà delle imprese italiane e di quelle britanniche nel periodo 2007-2009. In particolare, sono state oggetto di studio le modalità di remunerazione degli amministratori delegati, l'influenza esercitata dalle caratteristiche personali degli amministratori delegati e dalle caratteristiche aziendali sul livello dei compensi da essi ricevuti, la stima del legame esistente tra remunerazione e performance e l'influenza che il sistema di corporate governance esercita su tale legame. Lo studio di tali aspetti permette di contribuire al dibattito in merito alla remunerazione quale efficace strumento di incentivazione e ricompensa ([1]) o quale strumento utilizzato dagli amministratori per beneficiare di rendite di posizione a scapito della creazione di valore per gli azionisti ([2]).

L'analisi della remunerazione assegnata dalle imprese italiane e britanniche, operanti negli stessi settori industriali e aventi una dimensione aziendale simile, evidenzia una sostanziale equivalenza dei livelli dei compensi ricevuti dai rispettivi amministratori delegati e una tendenziale riduzione di tali livelli in seguito al manifestarsi della crisi dei mercati finanziari. Riduzione che, però, ha avuto carattere maggiormente marcato per gli amministratori delegati delle imprese britanniche.

L'analisi delle determinanti della remunerazione ha evidenziato, in linea con quanto rilevato da precedenti studi condotti sull'argomento ([3]), che il livello dei compensi ricevuti dagli amministratori delegati delle imprese italiane e britanniche è strettamente collegato con la dimensione dell'impresa in cui essi operano, mentre il livello delle performance aziendali pare esercitare un'influenza positiva, ma meno rilevante. Le imprese di maggiori dimensioni, oltre a presentare un'elevata complessità, risultano essere anche quelle in cui operano gli amministratori maggiormente talentuosi. La presenza contemporanea di tali elementi rende maggiormente probabile l'attribuzione agli amministratori delegati di una remunerazione più elevata. Lo studio evidenzia, inoltre, minori compensi, tramite strumenti di remunerazione variabile (soprattutto di quelli basati su azioni), per gli amministratori delle imprese italiane, ed in generale di quelli di imprese controllate da un azionista di riferimento. Tale risultato è coerente con quanto riscontrato da studi precedentemente condotti, i quali rilevano che in presenza di un azionista di riferimento, che rappresenta di fatto il soggetto economico dell'impresa, vi sia una minore necessità di utilizzare la remunerazione quale strumento per incentivare e valutare l'operato degli amministratori ([4]).

Risultati particolarmente interessanti emergono dall'analisi dell'influenza esercitata dall'andamento delle performance aziendali sulla remunerazione ricevuta dall'amministratore

---

(1) In merito si vedano, su tutti: M. JENSEN, W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure,* cit., pp. 305-360; K. EISENHARDT, *Agency theory: An assessment and review*, cit., pp. 57-74; M. JENSEN, K. MURPHY, *Performance pay and top management incentives*, cit., pp. 225-264.

(2) Cfr. L. BEBCHUK, J. FRIED, D. WALKER, *Managerial Power and Rent extraction in the Design of Executive Compensation*, cit., pp. 751-846; L. BEBCHUK, J. FRIED, *Executive compensation as an agency problem,* cit., pp. 72-73.

(3) In merito si vedano per l'Italia: F. ZONA, *La retribuzione degli amministratori delegati nelle società quotate*, in G. AIROLDI, A. ZATTONI (a cura di), *Piani di stock options. Progettare la retribuzione degli amministratori*, cit., pp. 71-93. Mentre per il Regno Unito si rinvia a quanto evidenziato dai seguenti lavori: A. COSH, *The Remuneration of Chief Executives in the United Kingdom*, cit., pp. 191-201; M. CONYON, D. LEECH, *Top Pay, Company Performance and Corporate Governance*, cit., pp. 229-247; N. OZKAN, *Do Corporate Governance Mechanisms Influence CEO Compensation? An Empirical Investigation of UK Companies*, cit., pp. 349-364; T. BUCK, A. BRUCE, B. MAIN, H. UDUENI, *Long Term Incentive Plans, Executive Pay and UK Company Performance*, in Journal of Management Studies, Vol. 40, N. 7, 2003, pp. 1709-1727.

(4) Cfr. Y. PARK, T. NELSON, K. TORABZADEH, *Controlling Shareholder and Executive Incentive Structure: Canadian Evidence*, in Canadian Journal of Administrative Sciences, Vol. 17, N. 3, 2009, pp. 245-254; A. MELIS, S. CARTA, S. GAIA, *I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche*, cit., pp. 185-193.

delegato. Con riferimento al solo contesto britannico, si rileva una riduzione nel livello dei compensi degli amministratori delegati da parte delle imprese in cui è stato distrutto valore per gli azionisti. Tale riduzione ha riguardato maggiormente i compensi fissi e gli amministratori delegati operanti nell'impresa da un maggior numero di anni. Sembrerebbe quindi che le imprese britanniche abbiano adottato delle politiche remunerative atte a "penalizzare" gli amministratori delegati che hanno distrutto valore per gli azionisti, e in particolare quelli che, operando nell'impresa da un maggiore numero di anni, hanno probabilmente beneficiato nelle fasi di espansione economica di maggiori livelli di remunerazione. La riduzione apportata ai compensi fissi può essere considerata come una sorta di meccanismo di *claw-back*. Gli amministratori che nelle fasi di espansione economica hanno ottenuto guadagni giustificati dal maggior valore creato per gli azionisti restituiscono all'impresa, mediante una riduzione del compenso base, una parte di tali guadagni in quanto frutto di una creazione di valore non durevole, così come dimostrato dalla recente crisi finanziaria.

Rispetto a quanto riscontrato nelle imprese britanniche, l'analisi condotta sulla realtà italiana non evidenzia alcun legame tra remunerazione e performance, ma si rileva, al contrario, un leggero incremento nei livelli dei compensi fissi sebbene le performance azionarie si siano ridotte. La differenza riscontrata tra le politiche remunerative adottate dalla imprese operanti nei due Paesi è spiegabile se si considera la diversa struttura della proprietà e del controllo che le caratterizza. Nelle imprese britanniche che presentano un azionariato altamente frazionato i singoli azionisti non hanno le capacità, il potere e la convenienza economica ad esercitare un'attività di controllo sull'operato degli amministratori. L'andamento dei mercati azionari rappresenta uno dei pochi indicatori delle performance degli amministratori che può essere osservato dagli azionisti di tali imprese, e diviene il principale parametro che essi usano per valutare l'operato degli amministratori. Al contrario, nelle imprese in cui è presente un azionista di riferimento, costui è in grado di esercitare un'efficace azione di controllo sull'operato degli amministratori mediante altri strumenti e, per tale motivo, è plausibile che la valutazione si basi in maniera meno rilevante sull'andamento del mercato azionario ([5]). Inoltre, occorre considerare che gli azionisti di riferimento valutano le performance aziendali secondo un orizzonte temporale di lungo periodo. Pertanto, le imprese in cui essi sono presenti potrebbero non aver ridotto la remunerazione in quanto interessate a valutare gli effetti della crisi in un arco temporale maggiore rispetto a quello analizzato dal presente studio. Per tali ragioni, l'assenza di un legame tra remunerazione e perfomance nel contesto italiano non deve essere valutato in maniera necessariamente negativa. D'altra parte, occorre evidenziare che, a differenza degli azionisti di riferimento, gli azionisti di minoranza, alla stregua degli azionisti delle imprese non controllate, non sono in grado di esercitare un'attività di controllo sull'operato degli amministratori. Essi valutano la bontà delle gestione dell'impresa attraverso il valore di mercato delle azioni in quanto potenziali guadagni (o perdite) dipendono da tale valore. Pertanto, l'assenza di un legame tra remunerazione e performance potrebbe pregiudicare gli interessi di tale categoria di azionisti.

Il presente studio, infine, ha analizzato l'influenza esercitata dall'indipendenza e dalla competenza dell'organo che ha configurato la remunerazione sull'intensità del legame tra remunerazione e performance. I risultati mettono in evidenza che le imprese in cui è stato distrutto valore per gli azionisti che si sono avvalse del supporto di un consulente esterno per configurare i compensi dei propri amministratori hanno assegnato con maggiore probabilità una remunerazione legata alle performance. Tale evidenza permette di contribuire al dibattito in merito al ruolo svolto dai consulenti esterni ([6]), supportando l'ipotesi secondo cui il ricorso a tali

(5) A conferma della scarsa rilevanza assunta dalle performance aziendali quali strumento di valutazione dell'operato degli amministratori di imprese controllate da un azionista di riferimento, si consideri che precedenti studi hanno rilevato una maggiore probabilità per gli amministratore di tali imprese di essere rimossi dall'incarico in seguito ad un cambiamento nella struttura proprietaria piuttosto che a causa di bassi livelli di performance. Cfr. G. BRUNELLO, C. GRAZIANO, B. PARIGI, *CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case*, cit., pp. 1027-1051.

(6) In merito si vedano: L. BEBCHUK, J. FRIED, *Executive compensation as an agency problem,* cit., pp. 71-92; M. CONYON, S. PECK, G. SADLER, *Compensation Consultants and Executive Pay Evidence from the United States and the United Kingdom*, cit., pp. 43-55; G.

soggetti favorisce la configurazione di una remunerazione in grado di assolvere efficacemente le funzioni di incentivazione e ricompensa ([7]). Le altre caratteristiche di corporate governance studiate non esercitano, invece, alcuna influenza in merito. Quanto riscontrato potrebbe essere collegato ai criteri utilizzati per stimare l'indipendenza e la competenza dell'organo che ha configurato la remunerazione. L'indipendenza è stata stimata mediante dei criteri di carattere "formale", i quali non garantiscono l'indipendenza "sostanziale" ([8]), e che rappresentano ormai delle pratiche diffuse tra le società quotate ([9]). La diffusione dei codici di *best practice* ha favorito l'adozione da parte delle imprese quotate di quelle che sono da essi considerate buone pratiche di governance ([10]). Le imprese che hanno adottato tali pratiche solo in seguito all'emanazione di una raccomandazione lo hanno probabilmente fatto per ottenere una legittimazione esterna e non perché ritenevano effettivamente opportuno adottarle ([11]). Per tale motivo tali pratiche potrebbero non essere più indicative della presenza di un buon sistema di corporate governance. L'assenza di un'adeguata trasparenza informativa ha reso difficile valutare le effettive competenze degli amministratori in materia di remunerazione e le misure di stima adottate possono non costituire un buon stimatore in tale senso.

Il presente studio presenta delle rilevanti implicazioni pratiche. In primo luogo, evidenzia la necessità di maggiore chiarezza, soprattutto con riferimento alle imprese italiane, in merito ai criteri seguiti per l'assegnazione dei compensi agli amministratori delegati. L'assenza di un legame tra la remunerazione ricevuta dagli amministratori delegati e le performance aziendali rende necessaria una maggiore trasparenza informativa in merito ai criteri che tali imprese hanno seguito per valutare gli amministratori, in modo da ridurre l'asimmetria informativa esistente tra gli azionisti di riferimento e le minoranze azionarie. Ciò permetterebbe agli azionisti di minoranza di comprendere se la remunerazione costituisce un efficace strumento di incentivazione e ricompensa o se costituisce solo un meccanismo per beneficiare di rendite di posizione. Si rileva, inoltre, l'importanza di diffondere tra le imprese l'adozione di meccanismi di *claw-back* ed in generale di strumenti che penalizzino gli amministratori che hanno ricevuto guadagni non collegati all'effettivo valore creato per gli azionisti. Tale pratica, già raccomandata dal codice di *best practice* britannico, non è, invece, prevista dal codice di autodisciplina italiano. Potrebbe essere opportuno valutare l'opportunità di diffondere tale pratica anche tra le imprese italiane, avendo cura di valutarne l'applicazione tenendo conto della peculiarità assunte dalla politiche remunerative in tale contesto ([12]). Infine, emerge la necessità di affidare la configurazione della remunerazione a soggetti in possesso di competenze specifiche. Ci si riferisce non solo alla possibilità di avvalersi di consulenti esterni, ma anche alla necessità di affidare la configurazione della remunerazione ad un organo in possesso di competenze specifiche in merito. Il codice di *best pratice* italiano si è di recente mosso in tal senso, raccomandando alle imprese quotate la nomina di almeno un membro del comitato per la remunerazione in possesso di adeguate competenze in materia finanziaria. Sebbene si apprezzi il tentativo di affidare la configurazione

---

VOULGARIS, K. STATHOPOULOS, M. WALKER, *Compensation Consultants and CEO Pay: UK Evidence*, cit., pp. 511–526; B. CADMAN, M. CARTER, S. HILLEGEIST, *The Incentives of Compensation Consultants and CEO Pay*, cit., pp. 263-280.

(7) Cfr. B. CADMAN, M. CARTER, S. HILLEGEIST, *The Incentives of Compensation Consultants and CEO Pay*, cit. pp. 263-280

(8) In merito si veda quanto rilevato da: P. SANTELLA, G. PAONE, C. DRAGO, *How Independent are Independent Directors? The Case of Italy*, cit.

(9) In merito si vedano: M. CONYON, *Corporate Governance Changes in UK Companies Between 1988 and 1993*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 2, N. 2, 1994, pp. 87-100; Cfr. A. MELIS, S. GAIA, *Corporate Governance in Italy: normative developments vs. actual practices*, cit., pp. 59-92.

(10) Cfr. M. CONYON, C. MALLIN, *A review of compliance with Cadbury*, in Journal of General Management, Vol. 22, N.3, 1997, pp. 24–37.

(11) In merito si veda quanto riscontrato nei segueti studi: A. MELIS, S. CARTA, S. GAIA, *Executive Remuneration in Blockholder-dominated Firms. How do Italian. Firms Use Stock Options?,* cit.; P. TOLBERT, L. ZUCKER, *Institutional sources of change in the formal structure of organizations: The diffusion of civil service reform*, in Administrative Science Quarterly, Vol. 28, N. 1, 1983, pp. 22–39; A. ZATTONI, F. CUOMO, *Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives*, cit., pp. 1-15.

(12) Ci si riferisce, in particolar modo, alle differenze esistenti tra i contesti studiati nel valutare le performance e alla presenza di un diverso problema di incentivazione. Per tale motivo si ritiene opportuno utilizzare un'ottica contingency. Cfr. I. FILATOTCHEV, D. ALLOCK, *Corporate Governance and Executive Remuneration: A Contingency Framework*, cit., pp. 30-33

della remunerazione a soggetti maggiormente competenti, ad opinione di chi scrive, tale raccomandazione appare generica: si ritiene opportuno circoscrivere maggiormente tali competenze.

Tali conclusioni lasciano aperte alcune opportunità di ricerca future. Il legame tra remunerazione e performance potrebbe essere analizzato lungo un arco temporale più ampio in modo da poter comparare le politiche remunerative adottate dalle imprese quotate nelle fasi precedenti alla crisi dei mercati finanziari con quelle successive. Tale aspetto potrebbe essere particolarmente interessante per valutare il comportamento delle imprese nel lungo termine, in modo tale da verificare se la riduzione subita dalla remunerazione ricevuta dagli amministratori britannici nel periodo analizzato sia effettivamente la conseguenza della scelta di "penalizzare" gli amministratori o se sia stata effettuata al fine di ottenere una sorta di legittimazione esterna sull'onda dei recenti scandali finanziari ([13]), e se l'assenza di un legame tra remunerazione e performance rilevato nel contesto italiano sia da attribuire al diverso orizzonte temporale che caratterizza le valutazione degli azionisti di riferimento di tali imprese. Inoltre, potrebbe essere opportuno analizzare, con un grado di approfondimento maggiore, il ruolo svolto dal consulente esterno ed, in generale, dalle competenze possedute dai membri degli organi preposti alla configurazione della remunerazione degli amministratori. Affinché tali studi possano essere effettuati però si rende necessario da parte delle imprese una migliore informazione in merito alle competenze possedute dagli amministratori.

(13) Ci si riferisce al clamore suscitato dai compensi assegnati dalle grandi banche americane ai propri amministratori nonostante il manifestarsi della crisi finanziaria.

BIBLIOGRAFIA

AGARWAL N., *Determinants of executive compensation*, in Industrial Relations, Vol. 20, N.1, 1991.

AGUILERA R., CUERVO-CAZURRA A., *Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger?*, in Organization Studies, Vol. 25, N. 3, 2004.

AIROLDI G., *La rimunerazione degli amministratori: tra organizzazione e corporate governance*, in G. AIROLDI, A. ZATTONI (a cura di), *Piani di stock option. Progettare la retribuzione del top management*, Egea, Milano, 2001.

ALCHIAN A., DEMSETZ H., *Production, Information Costs, and Economic Organization*, in The American Economic Review, Vol. 62, N. 5, 1972.

ALLEN M., *Power and Privilege in the Large Corporation: Corporate Control and Managerial*, in The American Journal of Sociology, Vol. 86, N. 5, 1981.

ÁLVAREZ PÉREZ D., NEIRA FONTELA E., *CEO Power and CEO Stock Options Design*, in Irish Journal of Management, Vol. 27, N. 2, 2006.

AMODEO D., *Le gestioni industriali produttrici di beni*, Utet, Torino, 1964.

ANDERSON R., BIZJAK J., *An empirical examination of the role of the CEO and the compensation committee in structuring executive pay*, in Journal of Banking & Finance, Vol. 27, N. 7, 2003.

ANDERSON R., REEB D., *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*, in The Journal of Finance, Vol. 58, N. 3, 2003.

ANDREANI A., *Fringe benefit e stock option. Prassi contabile. Trattamento fiscale e previdenziale*, Egea, Milano, 2002.

ANTHONY R., GOVINDARAJAN V., MERCHANT K., *Management control systems: tecniche e processi per implementare le strategie,* McGraw-Hill, Milano, 2001.

ANTHONY R., HAWKINS D., MACRÌ D., MERCHANT K., *Sistemi di controllo: analisi economiche per le decisioni aziendali*, McGraw-Hill, Milano 2001.

ARROW K., *The Economics of Moral Hazard: Further Comment*, in The American Economic Review, Vol. 58, N. 3, Part 1, 1968.

ASQUITH P., *Merger bids, uncertainty, and stockholder returns,* in Journal of Financial Economics, Vol. 11, N. 1-4, 1983.

ASSOCIATION FRANÇAISE DES ENTREPRISES PRIVEES, *Code de Gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, MEDEF-AFEP, Paris, 2008

ASSONIME, *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina nella società quotate (Anno 2009),* Roma, 2010

ASX CORPORATE GOVERNANCE COUNCIL, *Corporate Governance Principles and Recommandations*, 2007.

AZARIADIS C., *Implicit Contracts and Underemployment Equilibria*, in The Journal of Political Economy, Vol. 83, N. 6, 1975, pp. 1183-1202.

BABER W., JANAKIRAMAN S., KANG S., *Investment opportunities and the structure of executive compensation*, in Journal of Accounting and Economics, Vol. 21, N.3, 1996.

BAKER G., *Incentive Contracts and Performance Measurements*, in Journal of Political Economy, Vol. 100, N. 3, 1992.

BAKER G., GIBBONS R., MURPHY K., *Subjective Measures in Optimal Incentive Contracts*, in The Quarterly Journal of Economics, Vol. 104, N. 4, 1994.

BAKER G., GIBBONS R., MURPHY K., *Implicit Contracts and the Theory of the Firm*, NBER Working Paper N. 6177, September 1997.

BAKER G., HALL B., *Ceo incentive and firm size*, in Journal of Labor Economics, Vol. 22, Vol. 4, 2004.

BAKER G., JENSEN M., MURPHY K., *Compensation and Incentives: Practice vs. Theory*, in The Journal of Finance, Vol. 43, N. 3, 1998.

BALKIN D., GOMEZ-MEJIA L., *Compensation Practices in High-Technology Industries*, in Personnel Administrator, Vol. 37, N. 4, 1984.

BANDETTINI A., *Collegio sindacale e Società di revisione*, in AA.VV., *Saggi di Ragioneria e di Economia aziendale. Scritti in onore di D. Amodeo*, Cedam, Padova, 1987.

BARCA F., BECHT M. (edited by), *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, Oxford, 2001.

BARCLAY M., HOLDERNESS C., *Private Benefits from Control of Public Corporations*, in Journal of Financial Economics, Vol. 25, N. 2, 1989.

BARKEMA H., GOMEZ-MEJIA L., *Managerial Compensation and Firm Performance: a General Research Framework*, in Academy of Management Journal, Vol. 41, N. 2, 1998.

BARNEY J., *Firm resources and sustained competitive advantage*, in Journal of Management, Vol. 17, N. 1, 1991.

BARONTINI R., S. BOZZI, *Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies*, in Journal of Management and Governance, Vol. 15, N. 1, 2011.

BARTOV E., MOHANRAM P., *Private information, earnings manipulations and executive stock-option exercises*, in The Accounting Review, Vol. 79, N. 4, 2004.

BAUMOL W., *On the Theory of Oligopoly*, in Economica, Vol. 25, N. 99, 1958.

BAUMOL W., *Business behavior, value and growth*, Harcourt Brace Jovanovich, New York, NY, 1967.

BEBCHUK L., *Executive pension*, NBER Working Paper N. 11907, 2005.

BEBCHUK L., FRIED J., *Executive compensation as an agency problem,* in Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, N. 3, 2003.

BEBCHUK L., FRIED J., *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, 2006.

BEBCHUK L., FRIED J., WALKER D., *Managerial Power And Rent Extraction In The Design Of Executive Compensation,* in The University of Chicago Law Review, Vol. 69, 2002.

BEBCHUK L., GRINSTEIN Y., *The growth of executive pay*, in Oxford Review of Economic Policy, Vol. 21, N. 2, 2005.
BEBCHUK L., KRAAKMAN R., TRIANTIS G., *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights*, in R. MORCK (edited by) *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press, Chicago, Ill., 2000.
BECKER G., *Human capital: a theoretical and empirical analysis, with special reference to education*, Columbia University press, New York, NY, 1964.
BERTINI U., *Introduzione allo studio dei rischi in economia d'azienda*, Cursi, Pisa, 1969.
BERTINI U., *Le funzioni del Collegio Sindacale e il controllo di gestione*, in AA.VV., *Saggi di Ragioneria e di Economia aziendale. Scritti in onore di D. Amodeo*, Cedam, Padova, 1987.
BHAGAT S., BLACK B., *The uncertain relationship between board composition and firm performance*, in Business Lawyer, Vol. 54, 1999.
BHAGAT S., ROMANO R., *Reforming Executive Compensation: Focusing and Committing to the Long-term*, in Yale Journal of Regulation, Vol. 26, N. 2, 2009.
BIANCHI M., BIANCO M., *Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?*, ECGI Finance Working Paper N. 144, November, 2006.
BLACK B., COFFEE J., *Hail Britannia?: Institutional investor behavior under limited regulation*, in Michigan Law Review, Vol. 92, N. 7, 1994.
BLASCO LANG J., *De la contabilidad creativa al delito contable*, in Partida Doble, N. 85, 1998.
BLINDER S., *Crazy Compensation and the Crisis*, in the Wall Street Journal, 28 Maggio 2009.
BLOOM M., MILKOVICH G., *Relationships among Risk, Incentive Pay, and Organizational Performance*, in The Academy of Management Journal, Vol. 41, N. 3, 1998.
BLUNDELL-WIGNALL A., ATKINSON P., LEE S., *The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues*, in Financial Market Trends, OECD, 2008.
BOSCHEN J., SMITH K., *You Can Pay Me Now and You Can Pay Me Later: The Dynamic Response of Executive Compensation to Firm Performance*, in The Journal of Business, Vol. 68, N. 4, 1995.
BOZZI S., *Stock options, aspetti economici, fiscali e contabili*, Univerisità Bocconi Editore, Milano, 2006.
BRENNAN N., MCDERMOTT M., *Alternative Perspectives on Independence of Directors*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 12, N. 3, 2004.
BRICKLEY A., COLES J., JARRELL G., *Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board*, in Journal of Corporate Finance, Vol. 3, N. 3, 1997.
BRUNELLO G., GRAZIANO C., B. PARIGI, *Executive compensation and firm performance in Italy*, in International Journal of Industrial Organization, Vol. 19, N.1-2, 2001.
BRUNELLO G., GRAZIANO C., PARIGI B., *CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case*, in Journal of Banking & Finance, Vol. 27, N. 6, 2003.
BRUNI G., *Nuove competenze e responsabilità del collegio sindacale*, in Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, Vol. 101, N. 1-2, 2001.
BUCK T., BRUCE A., MAIN B., UDUENI H., *Long Term Incentive Plans, Executive Pay and UK Company Performance*, in Journal of Management Studies, Vol. 40, N. 7, 2003.

CADBURY A., *What are the Trends in Corporate Governance? How Will They Impact your Company?*, in Long Range Planning, Vol. 32, N. 1, 1999.
CADBURY A., *Corporate governance and Chairmanship: a personal view*, Oxford University Press, Oxford, 2002.
CADBURY REPORT, *The Financial Aspects of Corporate Governance*, Gee, 1992.
CADMAN B., CARTER M., HILLEGEIST S., *The Incentives of Compensation Consultants and CEO Pay*, in Journal of Accounting and Economics, Vol. 49, N. 3, 2010
CAPPIELLO S., *La remunerazione degli amministratori. Incentivi azionari e creazione di valore*, Tesi di dottorato di ricerca, Università degli Studi della Tuscia di Viterbo, 2005.
CAPRIO L., *Le strutture proprietarie delle società quotate, l'efficienza della gestione societaria e il diritto*, in Rivista delle Società, marzo-giugno, 1998.
CARPENTER M., SANDERS G., GREGERSEN H., *Bundling Human Capital With Organizational Context: The Impact of International Assignment Experience on Multinational Firm Performance and Ceo Pay*, in The Academy of Management Journal, Vol. 44, N. 3, 2001.
CARTER M., LYNCH L., *An Examination of Executive Stock Option Repricing*, in Journal of Financial Economics, Vol. 61, N. 2, 2001.
CASELLI L., *Teoria dell'organizzazione e processi decisionali nell'impresa*, Giappichelli, Torino,1966.
CASTANIAS R., HELFAT C., *Managerial resources and rents*, in Journal of Management, Vol. 17, N. 1, 1991.
CATTANEO M., *Introduzione allo studio del bilancio d'esercizio nelle imprese*, CEIV Libreria Dante, Verona, 1966.
CHHAOCHHARIA V., GRINSTEIN Y., *CEO compensation and board structure*, in The Journal of Finance, Vol. 64, N. 1, 2009.
CHUNG K., PRUITT S., *Executive ownership, corporate value and executive compensation: A unifying framework*, in Journal of Banking and Finance, Vol. 20, N. 7, 1996.
CISCEL D., *Determinants of Executive Compensation*, in Southern Economic Journal, Vol. 40, N. 4, 1974.
CISCEL D., CARROLL T., *The Determinants of Executive Salaries: An Econometric Survey*, in The Review of Economics and Statistics, Vol. 62, N. 1, 1980.
CLAESSENS S., DJANKOV S., LANG L., *The separation of ownership and control in East Asian corporations*, in Journal of Financial Economics, Vol. 58, N. 1-2, 2000.
CLARKE P., WILSON J., *Incentive Systems: A Theory of Organizations*, in Administrative Science Quarterly, Vol. 6, N. 2, 1961.
CLARKE T., *International Corporate Governance. A comparative approach*, Routledge, New York, NY, 2007.

CLIFFORD P., EVANS P., *Non-Executive Directors: A Question of Independence*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 5, N. 4, 1997.

CODA V., *Trasparenza informative e correttezza gestionale: contenuti e condizioni di contesto*, in AA.VV, *Scritti di Economia Aziendale in memoria di Raeffale D'Oriano*, Tomo I, Cedam, Padova,1997.

CODIGO CONTHE, *Informe del grupo especial de trabajo sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas*, CNMV, Madrid, 2006.

COMBS J., SKILL M., *Managerialist and Human Capital Explanations for Key Executive Pay Premiums: A Contingency Perspective*, in The Academy of Management Journal, Vol. 46, N. 1, 2003.

COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina*, Borsa Italiana, Milano, Marzo 2006.

COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di Autodisciplina. Art. 7- Remunerazione degli amministratori*, Borsa Italiana, Milano, Marzo 2010.

COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE, *Comunicazione della commissione che accompagna la Raccomandazione della commissione che integra le raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE per quanto riguarda il regime per la remunerazione degli amministratori delle società quotate e la Raccomandazione della commissione sulle politiche di remunerazione nel settore dei Servizi finanziari*, Bruxelles, 2009.

CONYON M., *Corporate Governance Changes in UK Companies Between 1988 and 1993*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 2, N. 2, 1994.

CONYON M., *Corporate Governance and executive compensation*, in International Journal of Industrial Organization, Vol. 15, N. 4, 1997.

CONYON M., *Executive Compensation and Incentives*, in Academy of Management Perspectives, Vol. 20, N. 1, 2006.

CONYON M., *Compensation Consultant and Executive pay*, in H.K. BAKER, R. ANDERSON (edited by), *Corporate Governance. A Synthesis of Theory, Research and Practice*, 2010, John Wiley & Sons, Chichester.

CONYON M., FERNANDES N., FERREIRA M., MATOS P., MURPHY K., *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, Working paper, 2010.

CONYON M., HE L., *Compensation Committees and CEO Compensation Incentives in U.S. Entrepreneurial Firms*, in Journal of Management Accounting Research, Vol. 16, N. 1, 2004

CONYON M., LEECH D., *Top pay, Corporate Performance and Corporate Performance*, in Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 56, N. 3, 1994.

CONYON M., MALLIN C., *A review of compliance with Cadbury*, in Journal of General Management, Vol. 22, N.3, 1997

CONYON M., PECK S., *Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation*, in. The Academy of Management Journal, Vol. 41, N. 2, 1998.

CONYON M., PECK S., READ L., SADLER G., *The Structure of Executive Compensation Contracts: UK Evidence*, in Long Range Planning, Vol. 33, 2000.

CONYON M., PECK S., SADLER G, *Compensation Consultants and Executive Pay Evidence from the United States and the United Kingdom*, in The Academy of Management Perspectives, Vol. 23, N. 1, 2009.

CONYON M., SADLER G., *Shareholder Voting and Directors' Remuneration Report Legislation: Say on Pay in the UK*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 18, N. 4, 2010.

CONYON M., SCHWALBACH J., *Corporate governance, executive pay and performance in Europe*, in J. CARPENTER E D. YEMARK (edited by) *Executive Compensation and Shareholder Value: Theory and Evidence*, Kluver Academics Publisher, Boston, MA, 1998.

CONYON M., SCHWALBACH J., *Executive compensation: evidence from the UK and Germany*, in Long Range Planning, Vol. 33, N. 4, 2000.

CORBELLA S., *I piani di stock grant e stock option destinati al personale. Profili di misurazione del reddito di esercizio*, Franco Angeli, Milano, 2004.

CORE J., GUAY W., *The use of equity grants to manage optimal equity incentive*, in Journal of Accounting and Economics, Vol. 28, N. 2, 1999.

CORE J., GUAY, W., LARCKER D., *Executive equity compensation and incentives: a survey*, in Economic Policy Review, Vol. 9, N. 1, 2003.

CORE J., GUAY W., THOMAS R., *Is U.S. CEO Compensation Inefficient Pay Without Performance?*, *A review of Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation by Lucian Bebchuk and Jesse Fried*, in Vanderbilt Law and Economics Research Paper N. 05-05, 2004.

COSH A., *The Remuneration of Chief Executives in the United Kingdom*, in The Economic Journal, Vol. 85, N. 337, 1975.

CRESPÍ-CLADERA R., GISPERT C., *Total Board Compensation, Governance and Performance of Spanish Listed Companies*, in Labour, Vol. 17, N. 1, 2003.

CUOMO F., ZATTONI A., *L'impatto della tutela legale degli azionisti sull'assetto proprietario delle imprese: un'analisi longitudinale sulle imprese italiane quotate*, in V. MAGGIONI, L. POTITO, R. VIGANÒ (a cura di), *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2009.

CYERT R., KANG S., KUMA P., *Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation: Theory and Evidence*, in Management Science, Vol. 48, N. 4, 2002.

D'ALESSIO L., *Il controllo di efficienza nelle aziende pubbliche*, Liguori, Napoli, 1988.

DAHYA J., MCCONNELL J., TRAVLOS N., *The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover*, in The Journal of Finance, Vol. 57, N. 1, 2002.

DAHYA J., TRAVLOS N., *Does the One-man Show Pay? Theory and Evidence on the Dual CEO Revisited*, in European Financial Management, Vol. 6, N. 1, 2000.

DAILY C., JOHNSON L., ELLSTRAND A., DALTON D., *Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation*, in The Academy of Management Journal, Vol. 41, N. 2,1998.

DALLOCCHIO M., TAMAROWSKI C., *Corporate governance e valore. L'esempio di Telecom Italia*, Egea, Milano, 2005.

DARROUGH M., STOUGHTON N., *Moral Hazard and Adverse Selection: The Question of Financial Structure*, in The Journal of Finance, Vol. 41, N. 2, 1986.

DAVID P., KOCHHAR R., LEVITAS E., *The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation*, in The Academy of Management Journal, Vol. 41, N. 2, 1998.

DECKOP J., *Determinants of Chief Executive Officer Compensation*, in Industrial and Labor Relations Review, Vol. 41, N. 2, 1988.
DELLA PENNA F., *Le forme aziendali*, Muglia Editore, Catania, 1942.
DJANKOV S., LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., *The Law and Economics of Self-Dealing*, in Journal of Financial Economics, Vol. 88, N. 3, 2008.
DODD P., *Merger proposals, management discretion and stockholder wealth*, in Journal of Financial Economics, Vol. 8, N. 2, 1980.
DONALDSON L., DAVIS J., *Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns*, in Australian Journal of Management, Vol. 16, N. 1, 1991.
DYCK A., ZINGALES L., *Private Benefits of Control: An International Comparison*, in The Journal of Finance, Vol. 59, N. 2, 2004.

EASTERBROOK F., *Two Agency-Cost Explanations of Dividends*, in The American Economic Review, Vol. 74, N. 4, 1984.
EATON J., ROSEN H., *Agency, Delayed Compensation, and the Structure of Executive Remuneration*, in The Journal of Finance, Vol. 38, N. 5, 1983.
EDWARDS J., EGGERT W., WEICHENRIEDER A., *Corporate governance and pay for performance: evidence from Germany*, in Economics of Governance, Vol. 10, N. 1, 2009.
EIRIS, *How global is good corporate governance?*, EIRIS Ltd, London, 2005.
EISENHARDT K., *Agency and institutional explanations of compensation in retail sales*, in Academy of Management Journal, Vol. 31, N. 3, 1988.
EISENHARDT K., *Agency Theory: An Assessment and Review,* in Academy of Management Review, Vol. 14, N. 1, 1989.
ELY K., *Interindustry Differences in the Relation between Compensation and Firm Performance Variables*, in Journal of Accounting Research, Vol. 29, N 1, 1991.
ENRIQUES L., VOLPIN P., *Corporate Governance Reform in Continental Europe*, in Journal of Economic Perspectives, Vol. 21, N. 1, 2007.
ERIKSSON T., LAUSTEN M., *Managerial pay and firm performance: Danish evidence*, in Scandinavian Journal of Management, Vol. 16, N. 3, 2000.
EZZAMEL M., WATSON R., *Wearing two hats: the conflicting control and management roles of non-executive directors,* in K. KEASEY, S. THOMPSON, M. WRIGHT (edited by), *Corporate governance: economic and financial issues*, Oxford University Press, Oxford, 1997.

FACCIO M., LANG L., *The ultimate ownership of Western European corporations*, in Journal of Financial Economics, Vol. 65, N. 3, 2002.
FAMA E., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in The Journal of Finance, Vol. 25, N. 2, 1970.
FAMA E., *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in Journal of Political Economy, Vol. 88, N. 2, 1980.
FAMA E., *Time, Salary, and Incentive Payoffs in Labor Contracts*, in Journal of Labor Economics, Vol. 9, N. 1, 1991.
FAMA E., JENSEN M., *Separation of Ownership and Control*, in Journal of Law and Economics, Vol. 26, N. 2, 1983.
FATTORE G., *Metodi di ricerca in economia aziendale*, Egea, Milano, 2005.
FERNANDES N., *EC: Board compensation and firm performance: The role of "independent" board members*, in Journal of Multinational Financial Management, Vol. 18, N. 1, 2008.
FERRARIS FRANCESCHI R., *Elementi di criticità negli studi di Economia aziendale. La sfida della ricerca qualitativa*, in E. ZANINOTTO (a cura di), *Presente e futuro degli studi di Economia e Management in Italia*, Il Mulino, Bologna 2006.
FERRERO G., *Impresa e management*, Giuffrè, Milano, 1980.
FILATOTCHEV I., ALLOCK D., *Corporate Governance and Executive Remuneration: A Contingency Framework*, in The Academy of Management Perspectives, Vol. 24, N. 1, 2010.
FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, The Financial Reporting Council Limited, London, June 2010.
FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Disclosure Rules and Transparency Rules. Chapter 5: Vote Holder and Issuer Notification Rules*, FSA Handbook, London, 2007.
FINKELSTEIN S., BOYD B., *How Much Does the CEO Matter? The Role of Managerial Discretion in the Setting of CEO Compensation*, in The Academy of Management Journal, Vol. 41, No. 2, 1998.
FINKELSTEIN S., HAMBRICK D., *Chief Executive Compensation: A Synthesis and Reconciliation*, in Strategic Management Journal, Vol. 9, N. 6, 1988.
FINKELSTEIN S., HAMBRICK D., *Chief Executive Compensation: A Study of the Intersection of Markets and Political Processes*, in Strategic Management Journal, Vol. 10, N. 2, 1989.
FIRTH M., FUNG P., RUI O., *Corporate performance and CEO compensation in China*, in Journal of Corporate Finance, Vol. 12, N. 4, 2006.
FORTUNA F., *Corporate governance. Soggetti, modelli e sistemi*, Franco Angeli, Milano, 2002.
FRIEDMAN M., *The Methodology of Positive economics*, in *Essays In Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago, Ill, 1966
FRYDMAN C., JENTER D., *Ceo compensation*, MIT Working Paper, 2010.
FUDENBERG D., MILGROM P., HOLMSTRÖM B., *Short-Term Contracts and Long-Term Agency Relationships*, in Journal of Economic Theory, Vol. 51, N. 1, 1990.

GALBRAITH J., *Il nuovo Stato industriale*, Einaudi, Torino, 1968.
GAREN J., *Executive Compensation and Principal-Agent Theory*, in The Journal of Political Economy, Vol. 102, N.6, 1994.
GAVERA J., GAVER K., *Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies*, in Journal of Accounting and Economics, Vol. 16, N. 1-3, 1993.

GIANFRATE G., *What Do Shareholders' Coalitions Really Want? Evidence from Italian voting trusts*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 15, N. 2, 2007.
GIBBONS R., *Incentives in Organizations*, in The Journal of Economic Perspectives, Vol. 12, N. 4, 1998.
GIBBONS R., MURPHY K., *Relative Performance Evaluation for Chief Executive Officers*, in Industrial and Labor Relations Review, Vol. 43, N. 3 (Special Issue), 1990.
GIBBONS R., MURPHY K., *Relative Performance Evaluation for Chief Executive Officers*, in Industrial The Journal of Political Economy, Vol. 100, N. 3, 1992.
GIBBONS R., WALDMAN M., *Careers in Organizations: Theory and Evidence*, in O. ASHENFELTER, D. CARD, (edited by), *Handbook of Labor Economics*, Vol. 3, North-Holland, Amsterdam, 1999.
GOMEZ-MEJIA L., *Executive compensation: A reassessment and a future research agenda*, in G. FERRIS (edited by), *Research in personnel and human resources management*, Vol. 12, JAI Press, *Greenwich*: CT, 1994.
GOMEZ-MEJIA L., LARRAZA-KINTANA M., MAKRI M., *The Determinants of Executive Compensation in Family-Controlled Public Corporations*, in The Academy of Management Journal, Vol. 46, N. 2, 2003.
GOMEZ-MEJIA L., WISEMAN R., *Reframing Execufive Compensation: An Assessment and Outlook*, in Journal of Management, Vol. 23, N. 3, 1997.
GOMPERS P., ISHII J., METRICK A., *Corporate governance and equity prices*, in The Quarterly Journal of Economics, Vol. 118, N. 1, 2003.
GRAY S., CANNELLA A., *The role of risk in compensation,* in Journal of Management, Vol. 23, N. 5, 1997.
GREGORY-SMITH I., *Empirical Studies in UK Corporate Governance and Executive Remuneration*, Thesis submitted for the degree of Doctor of Philosophy, University of Nottingham, 2008.
GROSSMAN S., HART O., *Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, in The Bell Journal of Economics, Vol. 11, N. 1, 1980.
GROSSMAN S., HART O., *An Analysis of the Principal-Agent Problem*, in Econometrica, Vol. 51, N. 1, 1983.
GUATRI L., *La teoria della creazione del valore, Una via europea*, Egea, Milano, 1991
GUBA E., LINCOLN Y., *Competing Paradigms in Qualitative Research*, in N. DENZIN, Y. LINCOLN (edited by), *Handbook of qualitative research*, Sage, Thousand Oaks, Ca, 1994.

HALL B., LIEBMAN J., *Are CEOs really paid like bureaucrats?* in Quarterly Journal of Economics, Vol.113, N. 3,1998.
HALL B., MURPHY K., *Optimal Exercise Price for Executive Stock Option*, in *Option*, in The American Economic Review, Vol. 90, N. 2, 2000.
HALL B., MURPHY K., *Stock option for undiversified executives*, in Journal of Accounting and Economics, Vol. 33, 2002.
HARRIS J., BROMILEY P., *The Influence of Executive Compensation and Firm Performance on Financial Misrepresentation*, in Organization Science, Vol. 18, N. 3, 2007.
HARRIS M., RAVIV A., *Optimal Incentive Contracts with Imperfect Information*, in Journal of Economic Theory, Vol. 20, N. 2, 1979.
HARTZELL J., STARKS L., *Institutional Investors and Executive Compensation*, in The Journal of Finance, Vol. 58, N. 6, 2003.
HAYES R., SCHAEFER S., *Implicit Contracts and the Explanatory Power of Top Executive Compensation for Future Performance*, in The RAND Journal of Economics, Vol. 31, N. 2, 2000.
HEIDRICK & STRUGGLES, *CEO & Board practice*, Heidrick & Struggles International, Inc., Chicago, Ill., 2009.
HERMALIN B., WEISBACH M., *The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance*, in Financial Management, Vol. 20, N. 4, 1991
HERMAN E., *Corporate Control, Corporate Power*, Cambridge University Press, Cambridge,1981
HIGGS R., *Race, Tenure, and Resource Allocation in Southern Agriculture, 1910*, in The Journal of Economic History, Vol. 33, N. 1, 1973.
HILL W., PHAN P., *CEO Tenure as a Determinant of CEO Pay*, in The Academy of Management Journal, Vol. 34, N. 3, 1991.
HOGAN T., MCPHETERS L., *Executive Compensation: Performance versus Personal Characteristics*, in Southern Economic Journal, Vol. 46, N. 4, 1980.
HOLMSTRÖM B., *Contracts and the Market for Executives*: *Comment*, in L. WEIN, H. WIJKANDER (edited by), *Contract Economics*, Blackwell, Cambridge, MA, 1992.
HOLMSTRÖM B., *Incentive Compensation: Practical Design from a Theory Point of View*, in H. NALBANTIAN (edited by), *Incentives, Cooperation and Risk Sharing: Economic and Psychological Perspectives on Employment Contracts*, Rowman and Littlefield Publishers, New York, NY, 1987.
HOLMSTRÖM B., *Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective*, in Review of Economic studies, Vol. 66, N. 1, 1999.
HOLMSTRÖM B., MILGROM P., *Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives*, in Econometrica, Vol. 55, N 2, 1987.
HOLMSTRÖM B., MILGROM P., *Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design*, in Journal of Law, Economics, & Organization, Vol. 7, Special Issue, 1991.
HOLMSTRÖM B., *Moral Hazard and Observability*, in The Bell Journal of Economics, Vol. 10, N. 1, 1979.
HOLMSTRÖM B., *Moral Hazard in Teams*, in The Bell Journal of Economics, Vol. 13, N. 2, 1982.
HOLTHAUSEN R., LARCKER D., SLOAN R., A*nnual bonus schemes and the manipulation of earnings*, in Journal of Accounting and Economics, Vol. 19, N. 1, 1995.
HUSE M., *Boards, governance and value creation: the human side of corporate governance*, Cambridge University Press, Cambridge, 2007.

INDJEJIKIAN R., NANDA D., *Executive Target Bonuses and What They Imply about Performance Standards*, in The Accounting Review, Vol. 77, No. 4, 2002.

JAMES D., SOREF M., *Profit Constraints on Managerial Autonomy: Managerial Theory and the Unmaking of the Corporation President*, in American Sociological Review, Vol. 46, N. 1, 1981.
JENSEN M., *Organization theory and methodology,* in The Accounting Review, Vol. 50, N. 2, 1983.
JENSEN M., *Eclipse of the public corporation*, in Harvard Business Review, Vol. 67, N. 5, 1989.
JENSEN M., *The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems*, in Journal of Finance, Vol. 48, N.3, 1993.
JENSEN M., MECKLING W., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in Journal of Financial Economics, Vol. 3, N. 4, 1976.
JENSEN M., MURPHY K., *CEO Incentives - It's Not How Much You Pay, But How*, in Harvard Business Review, May-June, 1990.
JENSEN M., MURPHY K., *Performance pay and top management incentive*, in Journal of Political Economy, Vol. 98, N. 2, 1990.
JENSEN M., MURPHY K., WRUCK E., *Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, ECGI Finance Working Paper N. 44, 2004.
JENSEN M., RUBACK R., *The Market for Corporate Control. The Scientific Evidence*, in Journal of Financial Economics, Vol. 11, N. 1-4, 1983.
JENSEN M., WARNER J., *The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders, and Directors*, in Journal of Financial Economics, Vol. 20, N. 1-2, 1988.
JOHNSON S., LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., *Tunneling*, in American Economic Review, Vol. 90, N. 2, 2000.

KAHNEMAN D., TVERSKY A., *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, in Econometrica, Vol. 47, N. 2, 1979.
KAPLAN R., ATKINSON A., *Advanced management accounting: gli strumenti del controllo di gestione*, ISEDI, Torino, 2002.
KAPLAN S., *Are U.S. CEOs overpaid*, in Academy of Management Perspectives, Vol. 22, N. 2, 2008.
KOSTIUK P., *Firm Size and Executive Compensation*, in The Journal of Human Resources, Vol. 25, N. 1, 1990.
KUBO K., *Executive Compensation Policy and Company Performance in Japan*, in Corporate Governance: An International Review, Vol.13, N. 3, 2005.

LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R., *Corporate Ownership Around the World*, in The Journal of Finance, Vol. 54, N. 2, 1999.
LAMBERT R., LARCKER D., WEIGEL K., *The Structure of Organizational Incentives*, in Administrative Science Quarterly, Vol. 38, N. 3, 1993.
LAWLER III E., *Pay for Performance: A motivational Analysis*, in H. NALBANTIAN (edited by), *Incentives, Cooperation and Risk Sharing: Economic and Psychological Perspectives on Employment Contracts*, Rowman and Littlefield Publishers, New York, NY, 1987.
LAWLER III E., *Strategic Pay: Aligning Organizational Strategies and Pay Systems*, Jossey-Bass, San Francisco, 1990.
LAZEAR E., ROSEN S., *Rank Order Tournaments as Optimum Labor Contracts*, in Journal of Political Economy, Vol. 89, N. 5, 1981.
LAZEAR E., *Severance Pay, Pension and Efficient Mobility*, NBER Working Paper N. 854, February 1982.
LEVIN J., *Relational Incentive Contracts*, in The American Economic Review, Vol. 93, N. 3, 2003.
LEVINSON, H. *Management by Whose Objectives?*, in Harvard Business Review, Vol. 48, July-August, 1970.
LEVINTHAL D., *A Survey of Agency Models of Organizations*, in Journal of Economic Behavior & Organization, Vol. 9, N. 2, 1988.
LEVY M., *Control in Pyramidal Structures*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 17, N. 1, 2009.
LEWELLEN W., HUNTSMAN B., *Managerial Pay and Corporate Performance*, in The American Economic Review, Vol. 60, N. 4, 1970.
LIE E., *On the timing of CEO stock option awards*, in Management Science, Vol. 51, N. 5, 2005, 802–812.
LOCKE E., SAARI L., SHAW K., LATHAM G., *Goal Setting and Task Performance: 1969-1980*, in Psychological Bulletin, Vol. 90, N. 1, 1981.
LYNCHA L., PERRY S., *An overview of management compensation*, in Journal Accounting Education, Vol. 21, N. 1, 2003,

MAIN B., BRUCE A., BUCK T., *Total Board Remuneration and Company Performance*, in The Economic Journal, Vol. 106, N. 439, 1996.
MALBERTI C., SIRONI E., *The Mandatory Representation of Minority Shareholders on the Board of Directors of Italian Listed Corporations: an Empirical Analysis*, in Rivista di Diritto Finanziario e Scienza delle Finanze, Vol. 67, N. 1, 2008.
MALCOMSON J., *Individual employment contracts*, in O. ASHENFELTER, D. CARD, (edited by), *Handbook of Labor Economics*, Vol. 3, North-Holland, Amsterdam, 1999.
MALLIN, C., *Corporate governance*, 2nd edition, Oxford University Press, Oxford, 2007.
MANNE H., *Mergers and the Market for Corporate Control*, in The Journal of Political Economy, Vol. 73, N. 2, 1965.
MARRIS R., *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, Macmillan, London, 1964.
MARTIN R., MOLDOVEANU M., *Capital Versus Talent. The Battle That's Reshaping Business*, in Harvard Business Review, Vol. 81, N. 7, 2003.
MASLOW A., *A theory of human motivation,* in Psychological Review, Vol. 50, N. 4, 1943.
MASSON R., *Executive Motivations, Earnings, and Consequent Equity Performance*, in The Journal of Political Economy, Vol. 79, N. 6, 1971.
MAURO A., MEOLI M., NEGRO M., *Gli amministratori. Disciplina civilistica, fiscale e previdenziale*, Ipsoa, Milano, 2007.
MCGUIRE J., *Agency Theory and Organizational Analysis*, in Managerial Finance, Vol. 14, N. 4, 1988.
MCGUIRE J., CHIU J., ELBING A., *Executive Incomes, Sales and Profits*, in The American Economic Review, Vol. 52, N 4, 1962.
MEEK G. WHITTINGTON G., *Directors' Pay, Growth and profitability*, in The Journal of Industrial Economics, Vol. 24, N. 1, 1975.

MEHRAN H., *Executive compensation structure, ownership, and firm performance*, in Journal of Financial Economics, Vol. 38, 1995.
MELIS A., *Corporate Governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, Giappichelli, Torino, 1999.
MELIS A., *Corporate governance in Italy*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 8, N. 4, 2000.
MELIS A., *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano, 2002.
MELIS A., *Corporate Governance Failures: to what extent is Parmalat a particularly Italian Case?*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 13, N. 4, 2005.
MELIS A., CARTA S., GAIA S., *Executive Remuneration in Blockholder-dominated Firms. How do Italian. Firms Use Stock Options?,* in Journal of Management and Governance, in corso di stampa, 2011.
MELIS A., CARTA S., GAIA S., *I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche,* Giuffrè, Milano, 2010
MELIS A., GAIA S., *Corporate Governance in Italy: normative developments vs. actual practices*, in C. MALLIN (edited by), *Handbook of International Corporate Governance*, 2nd edition, Edward Elgar, Cheltenham, UK, 2011.
MENGOLI S., PAZZAGLIA F., SAPIENZA E., *Effect of Governance Reforms on Corporate Ownership in Italy: Is it Still Pizza, Spaghetti and Mandolino?*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 17, N. 5, 2009.
MEO C., *I piani di stock option: aspetti gestionali, valutativi e contabili*, Cedam, Padova, 2000.
MERCER, *Executive compensation disclosure in Europe*, in Perspective, N. 3, London, 2007.
MERCHANT K., RICCABONI A., *Il controllo di gestione*, McGraw-Hill, Milano, 2001.
MERHEBI R., PATTENDEN K., SWAN P., ZHOU X., *Australian chief executive officer remuneration: pay and performance*, in Accounting and Finance, Vol. 46, N. 3, 2006.
MILGROM P., ROBERTS J., *Economics, Organization and Management*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ, 1992.
MINCEL J., *Schooling, Experience, and Earnings*, Columbia University Press, New York, NY, 1974.
MIRRLEES J., *The optimal structure of incentives and authority within an organization,* in The Bell Journal of Economics, Vol. 7, N. 1, 1976.
MIRRLEES, *The Theory of Moral Hazard and Unobservable Behaviour: Part* I, in The Review of Economic Studies, Vol. 66, N. 1, 1999.
MOLM L., *The Structure and Use of Power: A Comparison of Reward and Punishment Power*, in Social Psychology Quarterly, Vol. 51, N. 2, 1988.
MOLTENI M., *I sistemi di Corporate Governance nelle grandi imprese italiane di medie e grandi dimensioni*, in M. MOLTENI (a cura di) *I sistemi di corporate governance nelle grandi imprese italiane*, Egea, Milano, 1997.
MONKS R., MINOW N., *Corporate governance*, 4th Edition, John Wiley & Sons, Chichester, 2008.
MORCK R., YEUNG B., *Agency Problems in Large Family Business Groups*, in Entrepreneurship: Theory and Practice, Vol. 27, N. 4, 2003.
MURPHY K., *Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis*, in Journal of Accounting and Economics, Vol. 7, N. 1-3, 1985.
MURPHY K., *Executive compensation*, in O. ASHENFELTER, D. CARD, (edited by), *Handbook of Labor Economics*, Vol. 3, North-Holland, Amsterdam, 1999.
MURPHY K., P. OYER, *Discretion in Executive Incentive Contracts*, GSB Stanford University Working Paper, 2003.
MURPHY K., ZÁBOJNÍK J., CEO *Pay and Appointments: A Market-Based Explanation for Recent Trends*, in The American Economic Review, Vol. 94, N. 2, 2004.
MURPHY K., ZÁBOJNÍK J., *Managerial Capital and the Market for Ceos*, Queen's University - Department of Economics, Working Paper N. 1110, 2007.
MYERS S., *Determinants of Corporate Borrowing*, in Journal of Financial Economics, Vol. 5, N. 2, 1977.

NALBANTIAN H., *Incentive Compensation in Perspective,* in H. NALBANTIAN (edited by), *Incentives, Cooperation and Risk Sharing: Economic and Psychological Perspectives on Employment Contracts*, Rowman and Littlefield Publishers, New York, NY, 1987.
NASER K., *Creative Financial Accounting. Its Nature and Use*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ, 1993.
NEW YORK STOCK EXCHANGE, *Final NYSE Corporate Governance Rules*, New York, NY, 2003.
NEWMAN A., MOZES H., *Does the Composition of the Compensation Committee Influence CEO Compensation Practices?*, in Financial Management, Vol. 28, N. 3, 1999.
NOBOLO A., MAGLI F., *Corporate governance e sistema dualistico: alcune criticità nelle società per azioni bancarie*, in V. MAGGIONI, L. POTITO, R. VIGANÒ (a cura di), *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2009.

O'REILLY C., MAIN B., CRYSTAL G., *CEO compensation as tournament and social comparison: A tale of two theories*, in Administrative Science Quarterly, Vol. 33, N. 2, 1988.
ONESTI T., *Trasferimento di partecipazioni e sconti di minoranza*, in Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, N. 9-10, 2000.
ONESTI T., ROMANO M., *Le politiche di remunerazione degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche*, in F. FORTUNA (a cura di), *La corporate governance nell'esperienza nazionale e internazionale. Aspetti comparativi e profili evolutivi*, Il Mulino, Bologna, 2010.
ONIDA P., *Economia d'azienda*, Utet, Torino, 1968.
ONIDA P., *Natura e limiti della politica di bilancio*, in Rivista dei Dottori Commercialisti, Vol. 25, N. 6, 1974.
OZKAN N., *Do Corporate Governance Mechanisms Influence CEO Compensation? An Empirical Investigation of UK Companies*, in Journal of Multinational Financial Management, Vol. 17, N. 5, 2007.
OZKAN N., *CEO Pay-for-Performance Sensitivity and Corporate Governance: An Empirical Investigation of UK Panel Data*, Working Paper, 2007.

PARK Y., NELSON T., TORABZADEH K., *Controlling Shareholder and Executive Incentive Structure: Canadian Evidence*, in Canadian Journal of Administrative Sciences, Vol. 17, N. 3, 2009.

PATELLI L., PRENCIPE A., *The Relationship between Voluntary Disclosure and Independent Directors in the Presence of a Dominant Shareholder*, in European Accounting Review, Vol. 16, N. 1, 2007.
PAULY M., *The Economics of Moral Hazard: Comment*, in The American Economic Review, Vol. 58, N. 3, Part 1, 1968.
PENG L., ROELL A., *Manipulation and Equity-Based Compensation*, in American Economic Review, Vol. 98, N. 2, 2008.
PERGOLA T., VERREAULT D., *Motivations and potential monitoring effects of large shareholders,* in Corporate Governance, Vol. 9, N. 5, 2009.
PERRINI F., ROSSI G., ROVETTA B., *Does Ownership Structure Affect Performance? Evidence from the Italian Market*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 16, N. 4, 2008.
PETRA T., DORATA N., *Corporate governance and chief executive officer compensation*, in Corporate Governance, Vol. 8, N. 2, 2002.
POLI S., *I meccanismi societari di attuazione dei piani di Stock Option e Stock Grant*, in M. REGALLI (a cura di) *Stock option e incentivazione del management*, Il sole 24 ore, Milano, 2003.
PRENDERGAST C., *The Provision of Incentives in Firms*, in Journal of Economic Literature, Vol. 37, N.1, 1999.
PRENDERGAST C., *What Trade-Off of Risk and Incentives?*, in The American Economic Review, Vol. 90, N. 2, 2000.
PRENDERGAST C., *The Tenuous Trade-Off between Risk and Incentives*, in Journal of Political Economy, Vol. 110, N. 5, 2002.
PRENDERGAST C., TOPEL R., *Discretion and bias in performance evaluation*, in Economic European Review, Vol. 37, N. 2-3, 1993.
PRENDERGAST C., TOPEL R., *Favoritism in Organizations*, in The Journal of Political Economy, Vol. 104, N. 5, 1996.

RANDØY T., NIELSEN J., *Company Performance, Corporate Governance, and CEO Compensation in Norway and Sweden*, in Journal of Management and Governance, Vol. 6, N. 1, 2002
RASMUSEN E., *Moral Hazard in Risk-Averse Teams*, in The RAND Journal of Economics, Vol. 18, N. 3, 1987.
RICCABONI A., BACCI A., E. NUCCI, *Il controllo del personale e della cultura interna e sistemi di valutazione e incentivazione*, in S. MARASCA, L. MARCHI, A. RICCABONI (a cura di), *Controllo di gestione: metodologie e strumenti*, Knowità Editore, Pisa, 2008.
RICCABONI A., *Performance ed incentivi: il controllo dei risultati nella prospettiva economico-aziendale*, Cedam, Padova, 1999.
RILEY W., CHOW K., *Asset Allocation and Individual Risk Aversion*, in Financial Analysts Journal, Vol. 48, N. 6, 1992.
ROBERT D., *A General Theory of Executive Compensation Based on Statistically Tested Propositions*, in The Quarterly Journal of Economics, Vol. 70, N. 2, 1956.
ROBERTS J., MCNULTY T., STILES P., *Beyond Agency Conceptions of the Work of the Non-Executive Director: Creating Accountability in the Boardroom*, in British Journal of Management, Vol. 16, Supplement 1, 2005.
RONEN J., YAARI V., *Earnings Management. Emerging Insights in Theory, Practice, and Research*, Springer, Berlin, 2008.
ROSEN S., *Contracts and the Market for Executives*, in L. WEIN, H. WIJKANDER (edited by), *Contract Economics*, Blackwell, Cambridge, MA, 1992.
ROSS S., *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, in The American Economic Review, Vol. 63, N. 2, 1973.
ROSS S., *Compensation, Incentives, and the Duality of Risk Aversion and Riskiness*, in The Journal of Finance, Vol. 59, N. 1, 2004.
RYAN H., WIGGINS R., *Who is in Whose Pocket? Director Compensation, Board Independence, and Barriers to Effective Monitoring*, in Journal of Financial Economics, Vol. 73, N. 3, 2004.

SALANCIK G., PFEFFER J., *Effects of Ownership and Performance on Executive Tenure in U.S. Corporations*, in The Academy of Management Journal, Vol. 23, N. 4, 1980.
SANTELLA P., PAONE G., DRAGO C., *How Independent are Independent Directors? The Case of Italy*, German Working Papers in Law and Economics, 2006.
SCHARFSTEIN D., *The Disciplinary Role of Takeovers*, in The Review of Economic Studies, Vol. 55, N. 2, 1988.
SCHIPPER K., *Commentary on earnings management*, in Accounting Horizons, Vol. 3, December, 1989.
SEVERINO G., *Politiche di bilancio*, EBC, Milano, 1992.
SHAPIRO C., STIGLITZ J., *Equilibrium Unemployment as a Worker Discipline Device*, in The American Economic Review, Vol. 74, N. 3, 1984.
SHIVDASANI A., *Board composition, ownership structure, and hostile takeovers*, in Journal of Accounting and Economics, Vol. 16, N. 1-3, 1993.
SHLEIFER A., VISHNY R., *A Survey of Corporate Governance*, in The Journal of Finance, Vol. 52, N. 2, 1997.
SHLEIFER A., VISHNY R., *Large Shareholders and Corporate Control*, in Journal of Political Economy, Vol. 94, N.3, 1986.
SHORT H., KEASEY K., *Institutional Shareholders and Corporate Governance in the United Kingdom*, in K. KEASEY, S. THOMPSON, M. WRIGHT (edited by) *Corporate governance. Economics, Management and Financial Issues,* Oxford University Press, Oxford, 1997.
SIMON H., *A Behavioral Model of Rational Choice*, in Quarterly Journal of Economics, Vol. 69, N. 1, 1955.
SIMON H., *The Compensation of Executives*, in Sociometry, Vol. 20, N. 1. 1957.
SIMON H., *Administrative Behavior*, 2nd edition, MacMillan, New York, NY, 1961.
SINGH N., *Monitoring and Hierarchies: The Marginal Value of Information in a Principal-Agent Model*, in The Journal of Political Economy, Vol. 93, N. 3, 1985.
SITKIN S., PABLO A., *Reconceptualizing the Determinants of Risk Behavior*, in The Academy of Management Review, Vol. 17, N. 1, 1992.
SMITH A., *On the Wealth of Nation*, Glasgow, 1976.
SMITH C., WATTS R., *Incentive and Tax Effects of Executive Compensation Plans*, in Australian Journal of Management, Vol. 7, N. 2, 1982.
SMITH C., WATTS R., *The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies*, in Journal of Financial Economics, Vol., 32, N. 3, 1992.
SMITH C., WARNER J., *On financial contracting: An analysis of bond covenants*, in Journal of Financial Economics, Vol. 7, N. 2, 1979.

SONNENFELD J., *What Makes Great Boards Great*, Harvard Business Review, Vol. 80, N. 9, 2002.
SPENCE M., ZECKHAUSER R., *Insurance, Information, and Individual Action*, in The American Economic Review, Vol. 61, N. 2, 1971.
SPENCER STUART, *2009 UK Board Index. Current board trends and practices at major UK companies*, Spencer Stuart, 2009.
STEDRY A., KAY E., *The effects of goal difficulty on performance: A field experiment*, in Behavioral Science, Vol. 11, N. 6, 1966.
STIGLITZ J., *Incentives, Risk, and Information: Notes Towards a Theory of Hierarchy*, in The Bell Journal of Economics, Vol. 6, N. 2, 1975.
STIGLITZ J., A. WEISS, *Incentive Effects of Terminations: Applications to the Credit and Labor Markets*, in The American Economic Review, Vol. 73, N. 5, 1983.
STIGLITZ J., *The Design of Labor Contracts: The Economics of Incentive and Risk Sharing*, in H. NALBANTIAN (edited by), *Incentives, Cooperation and Risk Sharing: Economic and Psychological Perspectives on Employment Contracts*, Rowman and Littlefield Publishers, New York, NY, 1987.
SUN J., CAHAN S., *The Effect of Compensation Committee Quality on the Association between CEO Cash Compensation and Accounting Performance*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 17, N. 2, 2009.

TAIWAN STOCK EXCHANGE, GRETAI SECURITIES MARKET, *Taiwan Corporate Governance Best-Practice Principles*, 2002.
TIROLE J., *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton, NJ, 2005.
TOLBERT P., ZUCKER L., *Institutional sources of change in the formal structure of organizations: The diffusion of civil service reform*, in Administrative Science Quarterly, Vol. 28, N. 1, 1983.
TOSI H., *Quo vadis? Suggestions for future corporate governance research*, in Journal of Management and Governance, Vol. 12, N. 2, 2008.
TOSI H., WERNER S., KATZ J., GOMEZ-MEJIA L., *How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies*, in Journal of Management, Vol. 26, N.2, 2000.
TRICKER R., *Corporate Governance. Principles, Policies, and Practices,* Oxford University Press, Oxford, 2009.

USAI G., *L'efficienza nelle organizzazioni*, Utet, Torino, 1990.

VAFEAS N., *The Determinants of Compensation Committee Membership*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 8, N. 4, 2000.
VAFEAS N., *Further evidence on compensation committee composition as a determinant of CEO Compensation*, in Financial Management, Vol. 32, N.2, 2003.
VAFEAS N., *Length of Board Tenure and Outside Director Independence*, in Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 30, N. 7, 2003.
VERONA R., *Le politiche di bilancio. Motivazioni e riflessi economico-aziendali*, Giuffrè, Milano, 2006.
VILLALONGA B., AMIT R., *How Do Family Ownership Control, and Management Affect Firm Value?*, in Journal of Financial Economics, Vol. 80, N. 2, 2006.
VOLPIN P., *Governance with poor investor protection. Evidence from top executive turnover*, in Journal of Financial Economics, Vol. 64, N. 1, 2002.
VOULGARIS G., STATHOPOULOS K., WALKER M., *Compensation Consultants and CEO Pay: UK Evidence*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 18, N. 6, 2010.

WALKER J., *The Use of Performance-based Remuneration: High versus Low-growth Firms*, in Australian Accounting Review, Vol. 20, N. 3, 2010.
WALSH J., SEWARD J., *On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms*, in Academy of Management Review, Vol. 15, N. 3, 1990.
WASSERMAN N., *Stewards, agents, and the founder discount: Executive compensation in new ventures*, in Academy of Management Journal, Vol. 49, N. 5, 2006..
WATTS R., ZIMMERMAN J., *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ, 1986.
WEBER M, *The Methodology of the social sciences*, The Free press, New York, NY, 1949.
WEISBACH M., *Outside directors and CEO turnover*, in Journal of Financial Economics, Vol. 20, N. 1-2, 1988.
WESTPHAL J., ZAJAC E., *Substance and symbolism in CEO's long-term incentive plans*, in Administrative Science Quarterly; Vol. 39, N. 3, 1994.
WESTPHAL J., ZAJAC E., *Who Shall Govern? CEO/Board Power, Demographic Similarity, and New Director Selection*, in Administrative Science Quarterly, Vol. 40, N. 1, 1995.
WILLIAMS R., *A Note on Robust Variance Estimation for Cluster-Correlated Data*, in Biometrics, Vol. 56, N. 2, 2000.
WILLIAMSON O., *Markets and Hierarchies. Analysis and Antitrust Implications*, The Free Press, New York, NY, 1975.
WILLIAMSON O., *The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting*, The Free Press, New York, NY,1985.
WOOLDRIDGE J., *Introductory econometrics: a modern approach,* South-Western College Pub, Cincinnati, OH, 2nd edition, 2002.

YERMACK D., *Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements*, in The Journal of Finance, Vol. 52, N. 2, 1977.
YU C., *An overview of remedial tools for collinearity in SAS*, in Proceedings of 2000 Western Users of SAS Software Conference, 2000.

ZAHRA S., PEARCE J., *Board of directors and corporate financial performance*, in Journal of Management, Vol. 15, N. 2, 1989.
ZANDA G., *La grande impresa. Caratteristiche strutturali e di comportamento*, Giuffrè, Milano, 1974.
ZANDA G., *La valutazione dei dirigenti*, Cedam, Padova, 1984.

ZANDA G., *Il governo della grande impresa nella società della conoscenza*, Giappichelli, Torino, 2009.
ZANDA G., LACCHINI M., ONESTI T., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 1994.
ZAPPA G., *Le Produzioni nell'economia delle imprese*, Tomo I, Giuffrè, Milano, 1956.
ZATTONI A., *I piani di stock option per il top management*, in G. AIROLDI, A. ZATTONI (a cura di), *Piani di stock option. Progettare la retribuzione del top management*, Egea, Milano, 2001.
ZATTONI A., *Assetti proprietari e Corporate Governance*, Egea, Milano, 2006.
ZATTONI A., *Stock incentive plans in Europe: Empirical evidence and design implications*, Corporate Ownership & Control, Vol. 4, N. 4, 2007.
ZATTONI A., CUOMO F., *Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives*, in Corporate Governance: An International Review, Vol. 16, N. 1, 2008.
ZATTONI A., RAVASI D., *Assetto proprietario, sistemi di governo e processi di decisione strategica nelle imprese con controllo di coalizione*, in G. AIROLDI, G. FORESTIERI (a cura di), *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Etaslibri, Milano, 1998.
ZECKHAUSER R., POUND J., *Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance*, in R. HUBBARD (edited by), *Asymmetric Information Corporate Finance, and Investment*, University of Chicago, Chicago, Ill, 1990.
ZHOU X., CEO *Pay, Firm Size, and Corporate Performance: Evidence from Canada*: in The Canadian Journal of Economics, Vol. 33, N. 1, 2000.
ZILIOTTI M., *L'economia dell'informazione*, Il Mulino, Bologna, 2001.
ZONA F., *La retribuzione degli amministratori delegati nelle società quotate*, in G. AIROLDI, A. ZATTONI (a cura di), *Piani di stock options. Progettare la retribuzione degli amministratori*, Egea, Milano, 2001.