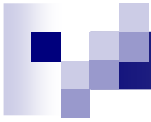


# Il dibattito sui sistemi di remunerazione dei manager

Volterra, 19.6.2014

Prof. Roberto Barontini  
Istituto di Management  
Scuola Superiore Sant'Anna  
E-mail [r.barontini@sssup.it](mailto:r.barontini@sssup.it)



Matematica  
Statistica  
Storia Eco.  
Diritto  
Informatica  
Lingue str.



La retribuzione dei dirigenti è un tema di particolare attualità...



Mario Moretti



Cesare Prandelli



Gli avvocati di Stato



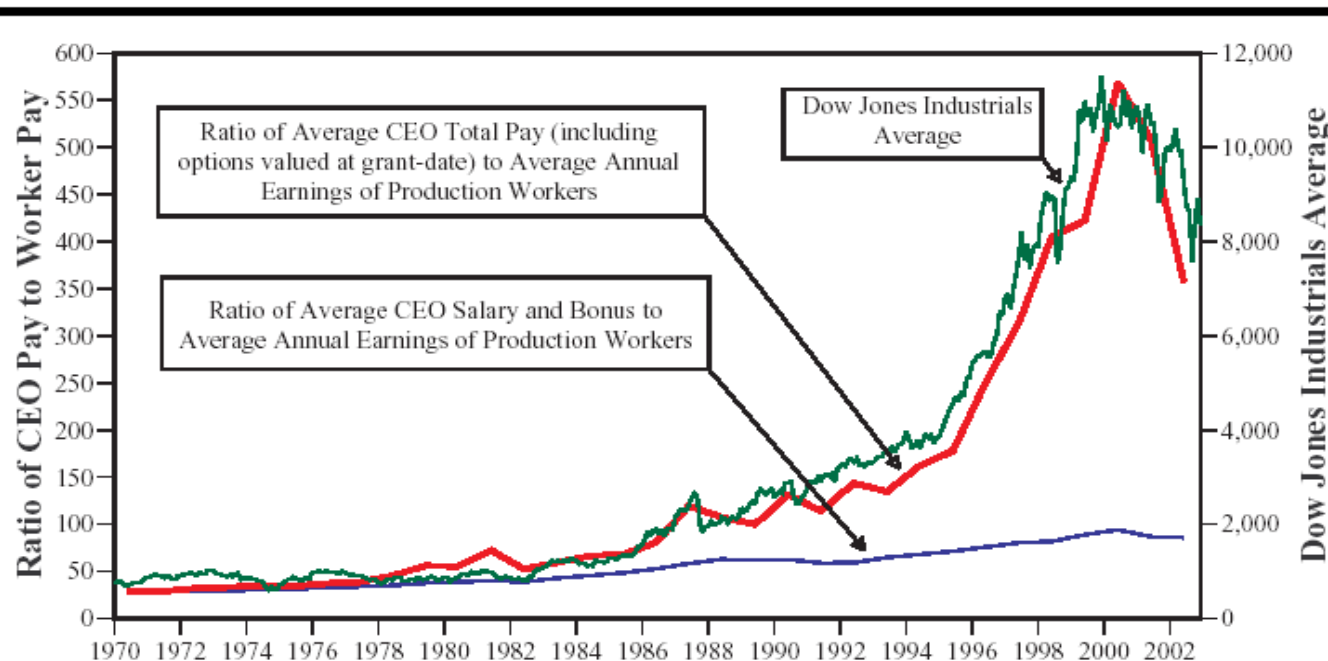
Il tetto agli stipendi




- Cosa hanno in comune questi casi?
  - Sono tutti dipendenti pubblici
  - ... quindi è particolarmente acceso il dibattito sull'equità nell'uso delle risorse collettive
  
- Ma ha senso porsi il problema anche per i manager delle imprese private?


Negli Stati Uniti, da tempo il livello della retribuzione ha sollevato dubbi sull'equità della remunerazione dei top manager

Dow Jones Industrial Average and the Ratio of Average CEO Pay to Average Pay for Production Workers, 1970-2002



Note: Dow Jones Industrials based on monthly closing averages. CEO sample is based on all CEOs included in the S&P 500, using data from Forbes and ExecuComp. CEO total pay includes cash pay, restricted stock, payouts from long-term pay programs and the value of stock options granted using ExecuComp's modified Black-Scholes approach. (Total pay prior to 1978 excludes option grants, while total pay between 1978 and 1991 is computed using the amounts *realized* from exercising stock options during the year, rather than grant-date values.) Worker pay represents 52 times the average weekly hours of production workers multiplied by the average hourly earnings, based on data from the Current Employment Statistics, Bureau of Labor Statistics.

- 
- Questa enorme crescita della retribuzione è associata principalmente a strumenti «stock based», cioè
    - Stock grant = assegnazione gratuita di azioni
    - Stock option = diritto ad acquistare ad un dato prezzo (prezzo di esercizio)
  
  - Pensate che livelli retributivi così elevati siano giustificabili? Perché si sente il bisogno di strumenti di questo tipo per remunerare i manager?

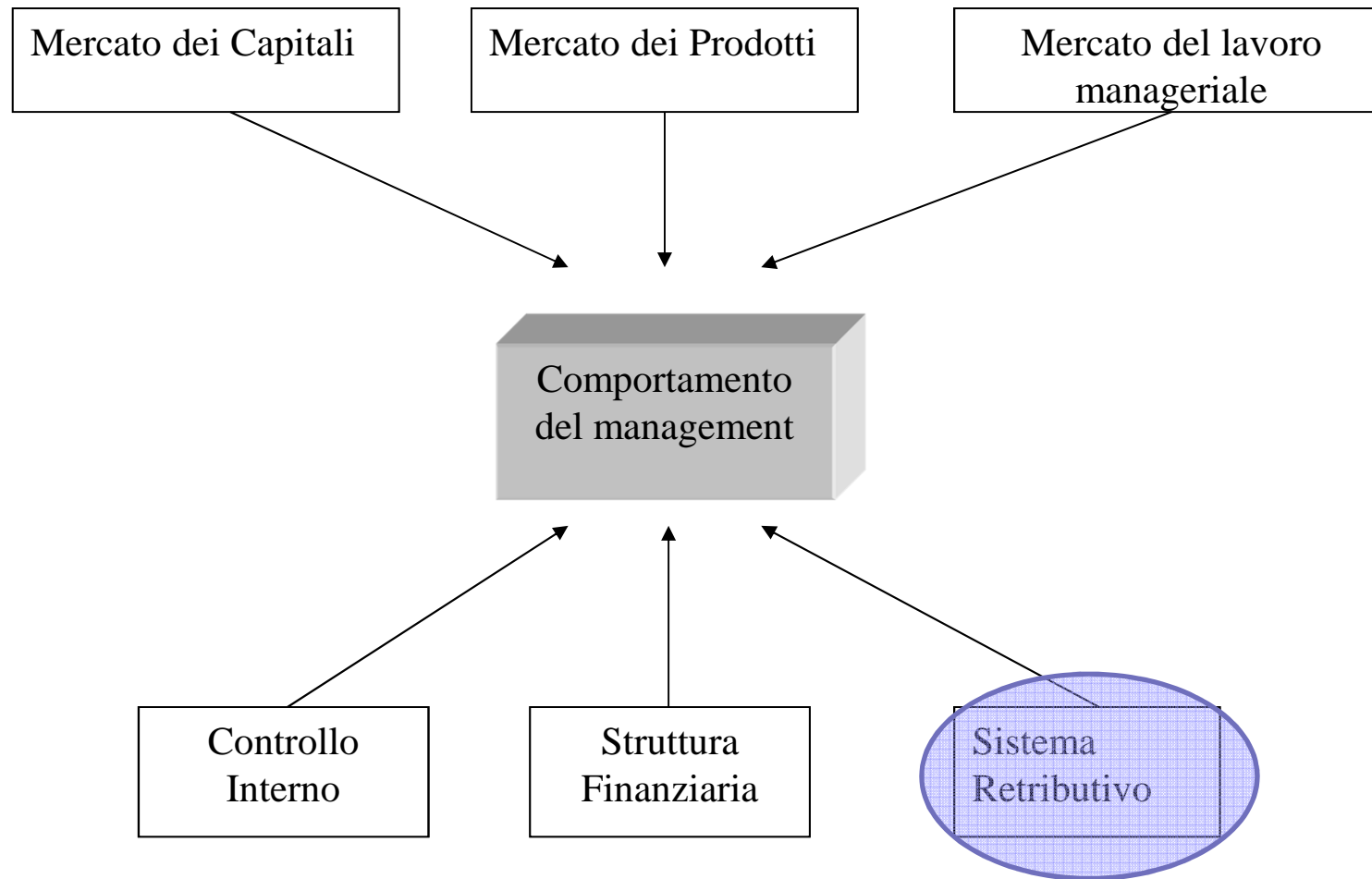


L'aumento dei livelli retributivi per il top management potrebbe essere legato alla crescente criticità del fattore manageriale, a seguito di una maggiore complessità legata


- all'aumento delle dimensioni delle imprese
- alla maggiore competizione nei mercati
- alla dinamica della tecnologia

L'uso di strumenti «stock based» invece ha la funzione di allineare gli obiettivi dei manager con quelli degli azionisti. Non è scontato infatti che un manager si comporti sempre come gli azionisti vorrebbero...

# Le forze che disciplinano il comportamento manageriale









## Tuttavia, le politiche retributive possono essere anche uno strumento di espropriazione ...

- Bebhuck e Fried (2005) in “Pay without performance” esaminano le problematiche legate all’utilizzo degli strumenti di incentivazione
- Il CEO può esercitare un potere «eccessivo» se
  - Influisce nella scelta degli amministratori
  - I membri del CdA non hanno incentivi economici sufficienti che giustifichino l’opposizione al CEO
  - I membri del CdA non hanno informazioni sufficienti per opporsi al CEO

In questi casi, manca un adeguato ruolo di controllo nell’interesse degli azionisti e la remunerazione può diventare uno strumento di espropriazione

- 
- Innanzitutto, si critica come talvolta vengono assegnati i bonus, ad esempio:
    - su misure di performance irrazionali, come la crescita dimensionale (es. per aver effettuato una acquisizione)
    - su misure di performance assolute e non relative al settore
  
  - Ma anche le Stock Option non sono immuni da problemi, in quanto
    - Di solito implicano un guadagno in caso di crescita generalizzata dei prezzi di borsa (pochissimi usano performance relative)
    - Talvolta sono sensibili a variazioni dei prezzi di breve e non di lungo termine (possono decidere quando esercitare e vendere le azioni) e – in questo caso - implicano un incentivo a manipolare le performance contabili



Questi strumenti di incentivazione hanno quindi anche «un lato oscuro», dato che essi possono determinare l'espropriazione degli azionisti


Alcuni casi emblematici:

- **Enron**

Kenneth Lay (CEO) tra il 1999 e il 2001 ha percepito \$246,7 milioni in opzioni e \$ 25,3 milioni come stipendio. Nel 2002 la Enron è fallita lasciando \$ 64 miliardi di passivo


- **Global Crossing**


Gary Winnick (CEO) ha percepito tra il 1999 e il 2001 \$ 420 milioni tra azioni e stock options e \$ 2,8 milioni come stipendio. Nel 2002 la società è fallita.




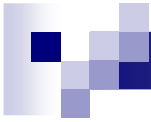
Sinora abbiamo parlato di grandi imprese americane. Ma cosa ci aspettiamo che accada in presenza di una struttura proprietaria concentrata, tipica dei paesi europei?

- In Italia, le imprese quotate hanno spesso una proprietà di tipo familiare
- Esiste un forte incentivo patrimoniale dell'azionista di controllo, che ha il potere di nominare il top management
- Possono emergere conflitti tra azionista di controllo e azionisti di minoranza, che possono portare all'estrazione di «benefici privati», anche attraverso politiche retributive particolarmente generose

- 
- Uno studio empirico ha analizzato un campione composto da imprese industriali con capitale investito >300 milioni di euro, operanti in 11 paesi dell'Europa continentale
  - Considerando la remunerazione del CEO, è stato studiato l'effetto esercitato:
    - dalla concentrazione proprietaria (-)
    - dalla proprietà familiare sulla remunerazione totale ( $\pm$ ) e la remunerazione stock based (-)
    - dalla presenza del fondatore (-) o degli eredi (+)
    - dalla protezione esercitata dal sistema legale (-)

- 
- Interessante riflettere anche sull’impatto esercitato del sistema giuridico sulle politiche retributive: regole di “buona governance” sono necessarie per ridurre gli effetti dei possibili incentivi avversi nella definizione di politiche retributive
  - Nelle società ad azionariato diffuso, è opportuno ridurre il potere dei manager mediante
    - Una maggiore indipendenza (sostanziale) dei membri del board dal CEO
    - Un maggiore controllo esercitato da investitori istituzionali
    - Una piena disclosure sulle politiche retributive

- 
- Nelle società ad azionariato concentrato, è soprattutto mediante una maggiore trasparenza che si può ridurre l'incentivo ad ottenere un eccesso di remunerazione
  - Interessante ad esempio la necessità di vincolare l'approvazione dei piani di remunerazione da parte dell'assemblea (il cosiddetto «say on pay»)



Grazie per l'attenzione!!



# L'opzione call

