



UNIVERSITÀ
DI PAVIA

Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali

Corso di Laurea Magistrale in

Economia e Gestione delle Imprese

**I conflitti d'interesse tra manager e
azionisti e l'utilizzo dei piani azionari
per allineare i loro obiettivi**

Relatore:

Chiar.mo Prof. Andrea Fumagalli

**Tesi di Laurea
di Federico Ardizzi**

Matr. n. 523626

Anno Accademico 2023-2024

INDICE

Introduzione	5
Introduzione al conflitto tra manager ed azionisti	7
1.1. Manager e azionisti – ruoli e responsabilità	7
1.1.1. <i>I manager</i>	7
1.1.2. <i>Gli azionisti</i>	9
1.2. La teoria degli stakeholder.....	11
1.2.1. <i>Approfondimento: La “CSR” – un’evoluzione della visione degli stakeholder</i>	18
1.3. La corporate governance e la gestione delle relazioni.....	22
1.3.1. <i>Aspetti definitivi</i>	22
1.3.2. <i>Gli attori della corporate governance</i>	23
1.3.3. <i>i modelli di corporate governance</i>	24
1.3.4. <i>L’origine dei conflitti d’interesse tra manager e azionisti - la separazione tra proprietà e controllo dell’impresa</i>	25
La relazione d’agenzia tra manager e azionisti	28
2.1. La teoria d’agenzia.....	28
2.1.1. <i>Cenni storici</i>	28
2.1.2. <i>Concetti generali</i>	29
2.1.3. <i>I conflitti tra azionisti e manager - un problema d’agenzia</i>	31
2.2. I conflitti d’agenzia esistenti tra manager e azionisti	34
2.2.1. <i>Obiettivi finanziari divergenti</i>	34

2.2.2. <i>La remunerazione, i compensi e l'utilizzo di risorse aziendali</i>	36
2.2.3. <i>La gestione del rischio e dell'investimento</i>	37
2.3. I costi d'agenzia connessi ai conflitti.....	42
2.3.1. <i>I diversi tipi di costi d'agenzia</i>	42
2.3.2. <i>I possibili strumenti remunerativi ai manager per limitare i conflitti</i>	46
I piani d'incentivazione azionari come strumento d'allineamento di obiettivi	50
3.1. Introduzione ai piani d'incentivazione azionari	50
3.1.1. <i>Caratteristiche fondamentali dei piani d'incentivazione azionari</i>	51
3.1.2. <i>Struttura e progettazione di un piano di stock option</i>	52
3.1.3. <i>Le altre principali tipologie di piani azionari</i>	54
3.2. Finalità e criticità dei piani azionari	58
3.2.1. <i>Obiettivi e vantaggi dei piani azionari</i>	58
3.2.2. <i>I rischi potenziali dei piani azionari</i>	60
3.2.3. <i>La pratica dello Stock Buyback legato ai piani azionari</i> ...	63
Utilizzo dei piani azionari per i Ceo: un'analisi di confronto tra i gruppi bancari Unicredit e Intesa Sanpaolo	66
4.1. Introduzione alle due realtà bancarie	66
4.1.1 <i>Unicredit</i>	66
4.1.2. <i>Intesa Sanpaolo</i>	68
4.2. La struttura retributiva dei Ceo	71

4.2.1. <i>La struttura retributiva di A. Orcel (Ceo di Unicredit).....</i>	71
4.2.2 <i>La struttura retributiva di C. Messina (Ceo di Intesa Sanpaolo)</i>	73
4.2.3. <i>Similitudini e differenze di struttura retributiva per i due Ceo</i>	74
4.3. <i>Gli impatti dei piani azionari sulla retribuzione</i>	76
4.3.1. <i>Confronto sull'andamento dei titoli azionari</i>	76
4.3.2. <i>Effetti dei piani azionari sulla retribuzione.....</i>	79
4.3.3. <i>I problemi legati alla remunerazione tramite azioni.....</i>	81
Conclusioni	83
Bibliografia	86
Sitografia.....	90

Introduzione

Il presente lavoro di tesi è volto ad indagare il problema dei conflitti di interesse tra manager e azionisti, mostrando la loro origine ed allo stesso tempo le conseguenze negative che possono avere all'interno delle aziende. In particolare verrà poi analizzato uno degli strumenti più diffusi per risolvere tali conflitti che sono i piani d'incentivazione azionari per i manager, andando a capire i motivi della loro efficacia ed i loro effetti concreti sulle retribuzioni dei manager.

La presente tesi è suddivisa in quattro capitoli principali:

Il primo capitolo funge da introduzione alla problematica dei conflitti di interesse, spiegando nel dettaglio la figura di manager ed azionisti, soffermandosi in particolare sul capire l'origine dei conflitti, che avviene nel momento in cui il manager e l'azionista sono due persone distinte, ovvero quando c'è la separazione tra proprietà e controllo dell'impresa.

Il secondo capitolo entra nel vivo della problematica dei conflitti d'interesse tra manager ed azionisti, analizzando i più diffusi e rilevanti, e spiegando che questi esistono in quanto, con la separazione tra proprietà e controllo dell'impresa, si stabilisce una particolare relazione tra manager ed azionisti chiamata relazione d'agenzia. Viene mostrato in fine che questi sono un problema perché causano all'impresa una serie di costi, chiamati costi d'agenzia, in quanto frutto della relazione d'agenzia in atto tra le due parti.

Il terzo capitolo approfondisce uno degli strumenti che più vengono utilizzati dalle aziende per allineare gli interessi di manager ed azionisti che sono i piani d'incentivazione azionari. L'obiettivo qui è capire la struttura e le tipologie di piani azionari, andando in particolare ad analizzare i motivi della loro efficacia, i loro effetti e le possibili problematiche a riguardo del loro utilizzo.

Il quarto capitolo rappresenta un'analisi di confronto tra due grandi gruppi bancari italiani sull'utilizzo dei piani azionari per remunerare i Ceo, volta in particolare ad evidenziare come i piani azionari riescano ad allineare gli obiettivi di manager ed azionisti, mostrandone gli effetti concreti sulla loro retribuzione finale.

Grazie a questo lavoro di tesi, è stato possibile approfondire un tema complesso ed impattante per le aziende come i conflitti di interesse tra manager ed azionisti, analizzando come queste agiscono nel tentativo di risolverli, anche attraverso l'analisi di confronto tra due casi concreti del panorama bancario italiano.

Capitolo I

Introduzione al conflitto tra manager ed azionisti

1.1. Manager e azionisti – ruoli e responsabilità

I manager e gli azionisti sono due delle figure tra le più importanti all'interno di un'impresa con ruoli e responsabilità ben definiti. Questi soggetti possono coincidere nello stesso individuo oppure essere separati ed in questo caso potrebbero avere degli interessi che talvolta possono diventare anche confliggenti.

1.1.1. I manager

I manager sono solitamente dei dipendenti dell'azienda che possiedono un potere superiore rispetto agli altri dipendenti e hanno una posizione dal punto di vista della gerarchia aziendale più elevata.

I manager hanno come compiti primari i seguenti:

- *Pianificazione*: I manager sono i responsabili per la pianificazione degli obiettivi, delle strategie ed in generale di tutte le azioni dell'azienda. Questo implica in particolare il definire obiettivi il più possibile chiari, la pianificazione delle risorse e la progettazione di un piano strategico di azioni al fine di raggiungere tali obiettivi
- *Organizzazione*: I manager sono i responsabili per l'organizzazione delle risorse dell'azienda, tra i quali i dipendenti, i processi e i sistemi, al fine di garantire che le attività vengano svolte nel modo più efficiente ed efficace possibile
- *Direzione*: I manager indicano la direzione e sono la guida per i dipendenti

verso il raggiungimento degli obiettivi aziendali.

Ciò implica la comunicazione degli obiettivi, la definizione delle aspettative, la motivazione dei dipendenti e la gestione delle prestazioni individuali e di squadra.

- *Coordinamento*: I manager sono responsabili di coordinare le attività tra i diversi dipartimenti o funzioni dell'azienda. In questo contesto il loro ruolo include la gestione delle relazioni tra i dipendenti, la risoluzione dei conflitti, la promozione della collaborazione e l'assicurazione che le diverse parti dell'azienda lavorino insieme in sinergia tra di loro.
- *Prendere le decisioni*: I manager prendono le decisioni più rilevanti per l'azienda in senso ampio e che possono riguardare svariati aspetti, ma in generale si può dire le loro decisioni dovrebbero essere assunte sulla base di analisi approfondite, sull'esperienza pregressa e senza mancare di considerare i fattori esterno oltre che quelli interni all'azienda
- *Rappresentanza dell'azienda*: I manager sono i primi rappresentanti dell'azienda verso l'esterno e stabiliscono relazioni con gli stakeholder esterni, tra i quali i clienti, i fornitori, le istituzioni finanziarie, i partner commerciali e le comunità locali.

Dal loro operato dipende in buona parte il risultato dell'azienda in termini di raggiungimento degli obiettivi aziendali in quanto sono coloro che si occupano operativamente dell'azienda.

Un caso particolare di manager è quello dell'amministratore delegato che viene nominato con delega dal Consiglio di Amministrazione (CdA) dell'azienda, ed è la persona che viene delegata dal CdA di occuparsi dell'azienda e di dirigerla dal punto di vista esecutivo.

Il trattamento dei manager dipendenti dell'azienda è comunemente associato al regolare regime di legge dei lavoratori dipendenti, mentre quello dell'amministratore delegato è associato a regime di legge degli amministratori delle società con relativi doveri e diritti derivati da tale regime.¹

Storicamente il ruolo dei manager nell'impresa diventa di assoluta rilevanza con l'avvento del modello della "grande impresa manageriale" nella prima metà del

¹ De Nova, G. (2019). "Codice civile e leggi collegate". Zanichelli.

Novecento, prima negli Stati Uniti e Regno Unito e successivamente soprattutto in Germania e Giappone anche se con caratteristiche diverse, nel quale la gestione dell'impresa è affidata a professionisti e avviene così la separazione tra proprietà e controllo dell'impresa. Al contrario in Paesi come l'Italia il modello della grande impresa manageriale non si è diffuso su larga scala e rimangono predominanti imprese di tipo familiare dove il ruolo di manager, soprattutto per il top management, sostanzialmente appartiene in gran parte ai proprietari stessi.²

1.1.2. Gli azionisti

Gli azionisti sono soggetti fisici o giuridici che possiedono almeno un'azione di una certa società, ciò vuol dire che sono soci e non creditori di quella società in quanto non detengono un titolo di obbligazione, perciò partecipano all'attività economica e ne sopportano i rischi se ci sono perdite, limitatamente alla quota di azioni possedute della società stessa.

In generale le azioni ordinarie conferiscono a tutti i titolari delle stesse alcuni diritti, tra cui i più importanti sono la partecipazione all'assemblea dei soci e il diritto di voto proporzionale alle quote azionarie possedute (Solo nel caso di acquisto di azioni privilegiate, l'azionista rinuncia al proprio diritto di voto).

In particolare l'assemblea dei soci, che è l'organo collegiale deliberativo delle società per azioni, risulta essere di fondamentale importanza per gli azionisti perché è la sede in cui si forma ed esprime la volontà dei soci che poi verrà eseguita dal Consiglio di Amministrazione, che è appunto l'organo amministrativo della società. Oltre agli importanti diritti menzionati, andando più nello specifico chi possiede una quota di azioni di una società ha una serie di altri diritti e responsabilità tra cui:

- *Diritti di voto:* Gli azionisti hanno il diritto di voto nelle assemblee degli azionisti, nelle quali possono esprimere opinioni e prendere decisioni importanti per l'azienda.
- *Monitoraggio e supervisione:* Gli azionisti devono monitorare e supervisionare, per il loro primario interesse, le attività dell'azienda e dei manager che la gestiscono
- *Protezione degli interessi:* Gli azionisti hanno come interesse principale

² Toninelli, P.A. (2012). "Storia d'impresa". Il Mulino.

proteggere il valore delle loro azioni e a garantire che i manager agiscano nell'interesse dell'azienda e degli azionisti stessi.

In tal senso, gli azionisti hanno il diritto di ricevere una parte degli utili dell'azienda tramite i dividendi oppure avere un guadagno tramite l'apprezzamento del valore delle azioni possedute.

1.2. La teoria degli stakeholder

Per riuscire ad analizzare e capire le relazioni esistenti tra manager e azionisti e conseguentemente i possibili conflitti che possono sorgere tra loro è importante riuscire ad approfondire al meglio alcune caratteristiche importanti che li contraddistinguono e anche in certi versi che li accomunano e per fare questo utilizzeremo la teoria degli stakeholder che come si vedrà fornirà alcune considerazioni interessanti.

Nella teoria degli stakeholder questi sono definiti come tutti i soggetti che influenzano o possono essere influenzati e detengono un interesse legittimo nei confronti di un'impresa³ in quanto a vario titolo hanno precedentemente fatto un certo tipo di investimento all'interno dell'impresa che può avere varia natura (finanziaria, umana o involontaria).

Secondo una prima classificazione di Edward Freeman gli stakeholder possono essere divisi in stakeholder interni ed esterni che possono essere così definiti:

- Stakeholder interni: sono i soggetti o gruppi che interagiscono e operano all'interno di un'organizzazione;
- Stakeholder esterni: sono i soggetti o gruppi che interagiscono e operano al di fuori dell'azienda, ma detengono comunque un interesse verso le sue attività;

Inoltre sono possibili due interpretazioni del concetto di stakeholder che sono le seguenti:

- Interpretazione Restrittiva: lo stakeholder è soltanto chi possiede un rapporto definito contrattualmente o dalla legge con l'impresa;
- Interpretazione Estensiva: lo stakeholder è chi può influenzare o essere influenzato dall'agire dell'impresa;

Alla teoria degli stakeholder esistono vari approcci che possono essere individuati essenzialmente in quattro tipi che sono descrittivo, strumentale, normativo e manageriale⁴, brevemente definiti come segue:

- Approccio descrittivo: *“presenta un modello in cui si descrive l'impresa*

³ Freeman, E. (1984), "Strategic Management: A Stakeholder Approach"

⁴Donaldson, T.; Preston, L.E.; (1995). "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications"

come costellazione di interessi cooperativi e in concorrenza fra loro che possiedono un valore intrinseco. In questo modo descrive e spiega caratteristiche e comportamenti specifici dell'impresa”

- *Approccio strumentale: “d'accordo con i dati descrittivi/empirici disponibili, è utilizzata per identificare le connessioni, o la loro assenza, fra lo stakeholder management e il raggiungimento degli obiettivi tradizionali dell'impresa.”*
- *Approccio normativo: “è la base fondamentale della teoria degli stakeholder ed implica l'accettazione delle seguenti idee:*
 - a. gli stakeholder sono persone o gruppi con interessi legittimi per gli aspetti procedurali e/o sostanziali dell'attività dell'impresa. Gli stakeholder sono identificati in base ai loro interessi nei confronti dell'impresa, se l'impresa ha degli interessi funzionali corrispondenti nei loro confronti;*
 - b. gli interessi di tutti gli stakeholder hanno un valore intrinseco; ciò vuol dire che ogni gruppo di stakeholder merita considerazione per il proprio interesse in sé e non semplicemente per la sua capacità di favorire gli interessi di un altro gruppo, come quello degli azionisti.”*
- *Approccio manageriale: “non descrive semplicemente situazioni esistenti o predice relazioni causa-effetto. Essa suggerisce atteggiamenti, strutture e pratiche che, prese nel loro insieme, costituiscono lo stakeholder management.”*

L'elemento fondamentale della teoria degli stakeholder è in ogni caso che l'impresa esiste poiché sono in gioco una serie di diversi interessi detenuti da vari soggetti o gruppi ed il corretto soddisfacimento di questi è molto rilevante per garantire un'alta probabilità di sopravvivenza dell'impresa stessa nel tempo. In questo senso l'obiettivo dell'impresa è proprio il soddisfacimento degli interessi degli stakeholder e non solamente il massimo profitto dell'impresa, poiché solo in quel modo sarà possibile creare un equilibrio economico stabile e duraturo nel tempo creando valore nel lungo periodo anche per gli azionisti.⁵

⁵ Preston, L. E.; Sapienza, H. J. (1990). "Stakeholder management and corporate performance".

Questa teoria si contrappone e segna una decisiva svolta rispetto alla teoria degli shareholder⁶ che possiede un approccio azionista-centrico in cui gli azionisti sono gli unici soggetti verso i quali l'organizzazione si deve ritenere responsabile e perciò il vero ed unico obiettivo dell'impresa sarebbe quello di creare un profitto per gli azionisti.

L'approccio alla teoria degli stakeholder, che è sostanzialmente basato sull'etica e quindi anche strettamente legato al concetto di "corporate social responsibility"⁷ (CSR), suggerirebbe che debbano essere soddisfatti tutti gli interessi dei vari soggetti coinvolti in modo ugualitario, ma un trattamento ugualitario di tutti gli stakeholder non può essere ritenuto totalmente realistico perché è di per sé impossibile trattare esattamente tutti allo stesso modo in quanto spesso capita che esitano interessi confliggenti tra le parti in gioco e per tale ragione vi è la necessità di dare priorità a quegli stakeholder che possiedono un maggiore potere di influenza e degli interessi maggiormente rilevanti all'interno dell'impresa e poi solo successivamente a tutti gli altri. Secondo alcuni autori inoltre, per capire chi e cosa realmente conta ovvero ciò che è rilevante, è necessario valutare la presenza di tre attributi relazionali che sono potere, legittimità e urgenza⁸ che vengono così espressi:

- Potere: il potere è riferito alla possibilità di influenzare l'azienda e può essere coercitivo, utilitaristico o simbolico⁹;
- Legittimità: si intende la legittimità della relazione con l'azienda;
- Urgenza: si riferisce all'urgenza delle aspettative degli stakeholder nei confronti dell'azienda;

Quando questi tre attributi relazionali sono contemporaneamente presenti significa

⁶ Friedman, M. (September 13, 1970). "A Friedman Doctrine: The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits". The New York Times Magazine.

⁷ Freeman, E.; Moutchnik, A. (2013). "Stakeholder management and CSR: questions and answers".

⁸ Mitchell, R.K.; Bradley, R.A.; Wood, J.D. (October 1997). "Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts". Academy of Management Review

⁹ Etzioni, A. (1964) "Modern Organizations". Prentice Hall, Englewood Cliffs.

che lo stakeholder, chiamato “stakeholder decisivo”, è molto rilevante e i suoi interessi di ampia portata verso l’azienda devono avere la priorità rispetto agli altri stakeholder meno rilevanti in quanto non possiedono almeno uno dei tre attributi relazionali precedentemente citati.

Si può affermare da quanto detto finora che nella forza di questa teoria risiedono le sue stesse criticità.

L’idea di tutelare tutti gli interessi di tutti gli stakeholder è basata su principi di natura morale e fornisce una guida per l’agire etico dell’impresa, ma rende allo stesso tempo la teoria espressa non completamente applicabile dal punto di vista meramente operativo per le ragioni espresse precedentemente.

Facendo riferimento al concetto di potere d’influenza e utilizzando l’interpretazione estensiva del concetto di stakeholder è possibile individuare, utilizzando la classificazione effettuata da Max Clarkson¹⁰ che tiene conto della rilevanza degli stakeholder, due classi distinte di stakeholder, che vengono detti stakeholder primari e secondari.

Gli stakeholder primari sono i soggetti e gruppi che hanno un maggiore rilevanza all’interno dell’organizzazione ed ai quali è legata maggiormente la possibilità di sopravvivenza dell’azienda nel tempo. Gli stakeholder secondari invece sono soggetti e gruppi il cui impatto e influenza per l’azienda è limitato ed indiretto ed in generale hanno interessi di minore rilevanza verso l’azienda stessa.

A queste due classi di stakeholder appartengono diversi soggetti e gruppi tra cui è possibile individuare:

- Stakeholder primari: azionisti, dipendenti e manager, clienti, fornitori
- Stakeholder secondari: comunità locale, sindacati, pubblica amministrazione

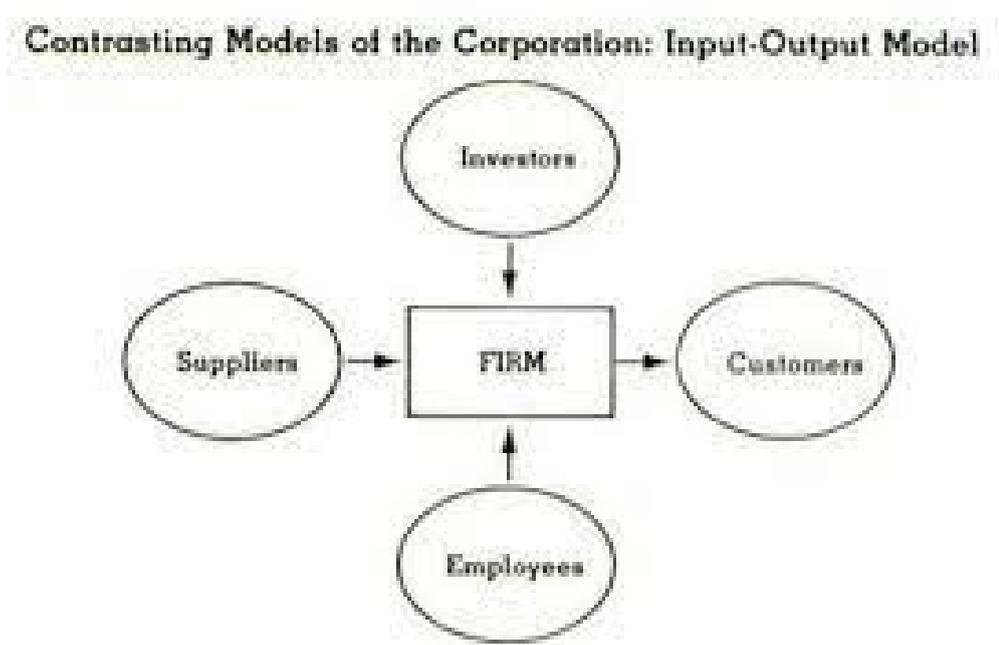
Da questa classificazione possiamo notare in particolare che manager e azionisti, che sono i soggetti di cui ci occuperemo e la cui relazione verrà approfondita in seguito, sono entrambi degli stakeholder primari il cui potere d’influenza e la rilevanza dei loro interessi sono molto elevati all’interno dell’impresa perciò è primario compito dell’organizzazione gestire la loro relazione ed interazione e

¹⁰ Clarkson, M.B.E. (1995) “A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance”. *Academy of Management Review*

riuscire a soddisfare gli interessi di entrambi nel miglior modo possibile.

Tenendo in considerazione questa classificazione tra stakeholder primari e secondari, risulta anche interessante considerare il modello input- output di Leontief¹¹ in cui vengono tra le altre cose analizzate le interazioni che avvengono nelle imprese che vengono rappresentate che in figura:

Figura 1: “Modello input-output – parte 1”



Fonte: (<https://www.semanticscholar.org/paper/The-Stakeholder-Theory-of-the-Corporation%3A-and-Donaldson-Preston/f1d01e96a30365181f5e2989f15b633ce6235f91>)

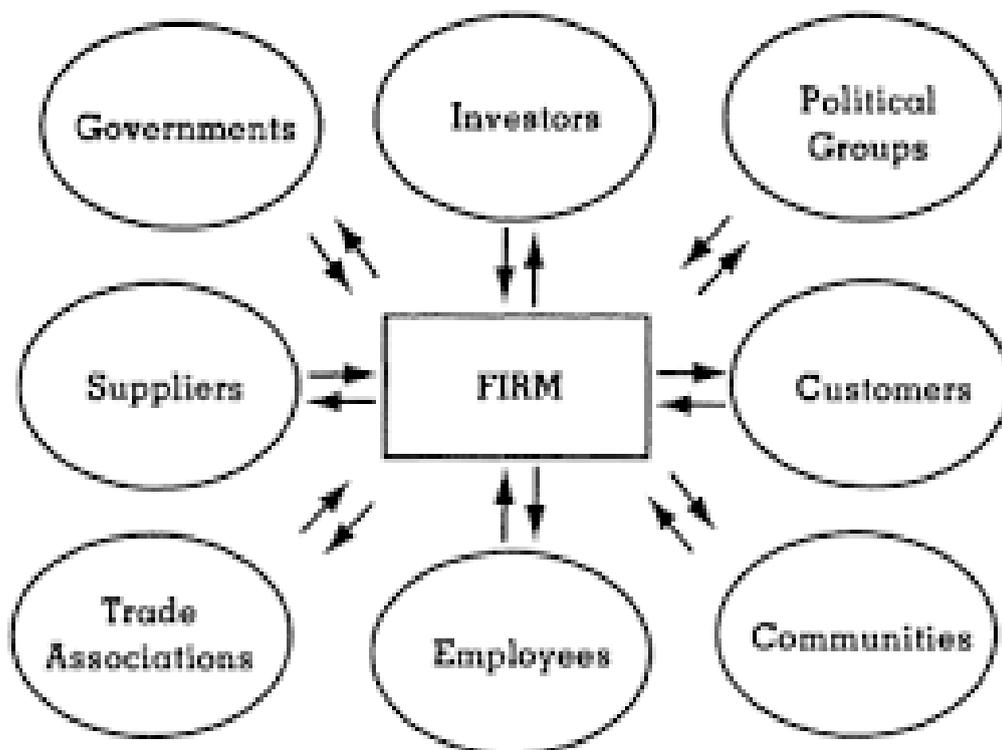
Nel modello input-output di Leontief possiamo individuare già una forma “primordiale” della teoria degli stakeholder, dove vengono studiate le modalità di relazione tra i soggetti, però vengono considerate, analizzate ed in sostanza dotate di rilevanza solo le relazioni di quelli che verranno chiamati successivamente, con l’elaborazione della teoria degli stakeholder, “stakeholder primari”, cioè quelle relazioni senza le quali l’azienda non può esistere. Possiamo perciò anche dire che gli stakeholder primari, quindi anche azionisti e manager, sono i soggetti senza i quali l’impresa non esisterebbe. Inoltre il modello di Leontief considera una natura

¹¹ Leontief, W.; (1986) “Input-Output Economics”, New York, Oxford University Press

unidirezionale della relazione mentre la teoria degli stakeholder considera rigorosamente la natura della relazione come bidirezionale

La teoria degli stakeholder rappresenta un grande ampliamento di analisi delle relazioni, che, oltre ad avere una natura bidirezionale della relazione, la estende anche a soggetti che non sono essenziali alla sopravvivenza dell'impresa, individuabili essenzialmente negli stakeholder secondari. Sostanzialmente viene sostenuta una tipologia di scambio di interazioni tra soggetti che è come quella mostrata in seguito:

Figura 2: "Modello input- output - parte 2"



Fonte: (<https://www.semanticscholar.org/paper/The-Stakeholder-Theory-of-the-Corporation%3A-and-Donaldson-Preston/f1d01e96a30365181f5e2989f15b633ce6235f91>)

In ultima analisi la teoria degli stakeholder è stata di vitale importanza per dare una nuova prospettiva per la governance delle imprese per la gestione delle relazioni esistenti tra i tanti soggetti diversi che operano all'interno o con l'impresa ed allo stesso tempo può essere d'aiuto a fare almeno tre importanti considerazioni a riguardo di manager e azionisti e delle relazioni che esistono tra di loro che sono le seguenti:

- Manager e azionisti sono soggetti che possono influenzare o essere influenzati dall'impresa;
- Entrambi detengono degli interessi molto rilevanti verso l'azienda, che possono essere in conflitto tra loro;
- Entrambi sono soggetti senza i quali l'azienda non può sopravvivere perciò è di vitale importanza la gestione della loro relazione e dei loro interessi;

Proprio per tutte le ragioni sopra menzionate, risulta essere di fondamentale importanza l'analisi e la gestione delle relazioni e dei conflitti che possono generarsi tra manager e azionisti all'interno dell'impresa.

1.2.1. Approfondimento: La “CSR” – un’evoluzione della visione degli stakeholder

Negli ultimi anni è diventato sempre più importante il concetto di responsabilità sociale d’impresa che può essere considerato come tutte quelle strategie e azioni che cercano di conciliare gli obiettivi di profitto dell’impresa e le tematiche relative alla tutela dell’ambiente e attenzione alle problematiche sociali.

Le iniziative che riguardano la CSR possono interessare diversi ambiti d’azione tra i quali possiamo trovare:

- sostenibilità ambientale
- inclusione sociale
- equità
- parità di genere
- sicurezza sul lavoro
- qualità della produzione
- trasparenza

Viene data nel Libro Verde del 2001 una definizione di CSR riconosciuta dall’Unione Europea la quale vede la CSR come:

"L'integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali e ambientali delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei rapporti con le parti interessate".¹²

A riguardo di questa prima definizione ufficiale dell’UE di CSR risulta interessante notare il concetto “volontà” che viene attribuito dalla Commissione Europea alla CSR in quanto si vuole sottolineare che non vi sono riferimenti a specifici vincoli giuridici o istituzionali, ma le responsabilità assunte delle imprese verso le questioni sociali e ambientali vengono autoattribuite dalle imprese stesse e va oltre il semplice vincolo giuridico.

La definizione ora considerata risale però al Libro Verde del 2001 e intanto la questione sulle tematiche sociali e ambientali è diventata sempre più importante ed al centro dell’attenzione per l’UE tanto da portare la Commissione Europea ad

¹² Commissione Europea, (2001) Libro Verde “Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese”, Unione Europea, Bruxelles.

ampliare la definizione data nel Libro Verde del 2001 andando a definire la CSR come:

“La responsabilità delle imprese per il loro impatto sulla società”.¹³

Sulla base di questa nuova ed ampliata definizione di CSR, l'Unione Europea ha introdotto recentemente anche degli obblighi di rendicontazione non finanziaria per le imprese. La rendicontazione non finanziaria nell'Unione Europea (UE) si riferisce alla pratica di fornire informazioni sulle prestazioni delle imprese in termini di impatto sociale, ambientale e sulla governance. Questo particolare tipo di rendicontazione viene considerato un elemento fondamentale nell'ottica della responsabilità sociale d'impresa (CSR) e ha come obiettivo a fornire una visione più completa delle attività di imprenditoriale al di là dei semplici risultati ottenibili in termini di profitto.

L'UE ha adottato una serie di iniziative per sviluppare le pratiche di rendicontazione non finanziaria, avendo l'obiettivo di migliorare la trasparenza all'interno delle imprese.

Nel 2014 è stata adottata dall'UE la Direttiva 2014/95/UE che riguarda la comunicazione delle informazioni non finanziarie, che chiede alle imprese di una certa grandezza di fornire alcune informazioni precise a riguardo di alcune questioni tra le quali di tipo sociale, ambientale, sul personale dipendente, su tema dei diritti umani ed infine sulla lotta alla corruzione.

La rendicontazione non finanziaria nell'UE si basa anche su iniziative volontarie come abbiamo visto nella prima definizione di CSR del 2001, come gli standard di rendicontazione sviluppati da organizzazioni come la Global Reporting Initiative (GRI) e l'International Integrated Reporting Council (IIRC). Questi standard forniscono linee guida sulle informazioni non finanziarie che le imprese possono fornire per migliorare la trasparenza e la comparabilità delle informazioni.

L'obiettivo principale della rendicontazione non finanziaria nell'UE è quello di dare la possibilità agli investitori, ai consumatori, ai dipendenti e a tutte le altre parti interessate di valutare l'impatto complessivo delle attività di un'impresa sulla società e sull'ambiente. Queste informazioni possono aiutare le parti interessate a

¹³ Commissione europea. (2011). “Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-14 in materia di responsabilità sociale delle imprese”

prendere decisioni informate e a sostenere le imprese che adottano pratiche sostenibili.

Facendo una considerazione sulla teoria degli stakeholder in relazione alla CSR possiamo dire che in tal senso la teoria degli stakeholder nata negli anni '80 del XX secolo può essere vista come uno dei primi passi rivolti in questa direzione dato che esprime fortemente la necessità di considerare gli tutti interessi di tutti gli stakeholder dell'impresa e non considerare come variabile rilevante solamente al profitto che è l'interesse principale degli azionisti.

La visione sulla responsabilità sociale d'impresa sta ulteriormente evolvendo di prospettiva in quanto sempre più imprese stanno adottando la strategia del valore condiviso (shared value), termine coniato da Porter nel 2011, che si riferisce a: *“la possibilità di creare valore economico per l'impresa e per i suoi shareholders attraverso la produzione di un beneficio per la società e per l'ambiente”*¹⁴, secondo il quale l'approccio strategico di un'impresa per sopravvivere, ma anche prosperare, deve essere quello di creare valore per tutti gli stakeholder perché esiste una forte interconnessione e rapporto di interdipendenza tra la competitività dell'azienda ed il benessere della comunità stessa e quindi di tutti i soggetti che ne fanno parte.

In questo nuovo approccio gli interessi degli azionisti verso il maggior profitto non è più l'elemento più importante e fondante per il presente e futuro dell'impresa, ma risulterebbe necessario che, per creare valore e sostenibilità dell'impresa nel lungo periodo, si debba soddisfare i bisogni e gli interessi dei vari stakeholder e soggetti interessati, e così come conseguenza si potrà ottenere un'impresa che crea anche profitti per gli azionisti.

Ciò rappresenta un ribaltamento di prospettiva e pone l'azionista come l'ultimo stakeholder da soddisfare. Tutto ciò motivato dal fatto che, per riuscire a soddisfare gli azionisti creando profitti e aumentando il valore dell'impresa, è necessario creare valore per la comunità nel suo complesso.

Il concetto di valore condiviso tra tutto gli stakeholder dell'impresa enunciato da Porter potrebbe risultare un decisivo cambio di paradigma che potrebbe superare il conflitto tradizionale tra profitto dell'impresa e valore per tutti gli altri soggetti,

¹⁴ Porter, Michael E. and Kramer, Mark R. (2011) “Creating Shared Value”, Harvard Business Review

riorientando l'agire capitalista e portando una nuova crescita globale.¹⁵

¹⁵ Porter, Michael E. and Mark R. Kramer, (Dicembre 2006) "Strategy and Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility", Harvard Business Review.

1.3. La corporate governance e la gestione delle relazioni

1.3.1. Aspetti definitivi

Il concetto di corporate governance o governo dell'impresa risulta essere molto ampio e articolato in quanto ne vengono date diverse definizioni e interpretazioni differenti in letteratura. Certamente una definizione molto breve ma interessante è quella che esprime il concetto di corporate governance come: *“il modo in cui le imprese sono governate e controllate”*.¹⁶ In tale senso risulta evidente la connessione di governo dell'impresa con le regole e le leggi che rendono possibile il funzionamento dell'impresa stessa.

Una definizione ufficiale di corporate governance è possibile trovarla all'interno del Codice di Autodisciplina per le società quotate, dove possiamo ritrovare l'insieme di regole che le società quotate devono seguire, ed è definita come: *“un sistema di regole secondo il quale le imprese sono gestite e controllate, è il risultato di norme, tradizioni e modelli di comportamento sviluppati da ogni sistema economico e giuridico; l'obiettivo principale di un buon sistema di governo societario è la creazione di valore per gli azionisti.”*.¹⁷ Da questa definizione si evince che le pratiche di corporate governance sono indirizzate all'obiettivo specifico di creazione di valore in primis per gli azionisti tramite il buon governo dell'impresa.

Un'ulteriore definizione interessante che si connette alla teoria degli stakeholder di cui si è parlato in precedenza e cambia in parte la prospettiva, definisce la corporate governance come: *“un sottosistema organizzativo costituito da un insieme di decisioni e controllo, regole, processi di intermediazione tra gli interessi degli Shareholder e degli Stakeholder”*. Diversamente dalla definizione del codice di autodisciplina, nella definizione del sistema di corporate governance vengono qui incorporati e citati anche gli interessi di altri stakeholder che non siano gli azionisti. Considerando che l'impresa è un'organizzazione di persone e beni che ha come

¹⁶ The Cadbury Report,(1992). "Financial Aspects of Corporate Governance"

¹⁷ Borsa Italiana. "Codice di Autodisciplina delle società quotate"

finalità il raggiungimento di un risultato dal punto di vista economico, si può dire che sia un sistema complesso, che può possedere un proprio equilibrio solamente se tutti i soggetti collaborano tra di loro per raggiungere insieme un obiettivo comune.

La presenza di molti soggetti differenti però implica anche la presenza di interessi diversi detenuti da tali soggetti che generano conflitti e divergenze di vedute sull'impresa e da qui si rende evidente la necessità dell'impresa stessa di dotarsi di un sistema di corporate governance che sia in grado di gestire e risolvere queste problematiche.

1.3.2. Gli attori della corporate governance

Utilizzando altri termini, la corporate governance, se la si vuole analizzare in termini di relazioni, si può vedere come i rapporti, regolati da specifiche norme, che intercorrono in particolare tra i manager, gli amministratori e gli azionisti, dove ognuno di questi gruppi di soggetti ha delle funzioni ben precise che esercita all'interno della società.

Risulta perciò utile anche delineare gli organi di governo societario predisposti per tali compiti e che sono la sede in cui tali funzioni vengono svolte.

Gli organi societari principali, che possono essere presenti a seconda del modello di corporate governance utilizzato e che partecipano in qualche modo al sistema di corporate governance, sono:

- L'assemblea dei soci
- Il consiglio di amministrazione
- Il comitato di direzione
- Il collegio sindacale
- Il consiglio di sorveglianza
- Il comitato di gestione

In Italia le società per azioni solitamente hanno un modello di corporate governance in cui sono presenti in particolare Assemblea dei Soci, Consiglio di Amministrazione e Collegio sindacale.

Nell'assemblea dei soci vengono prese le decisioni rilevanti per la società da parte degli azionisti, al consiglio di amministrazione viene affidato dagli azionisti il controllo sulla gestione dell'impresa ed infine il collegio sindacale ha il compito di vigilare che le leggi e lo statuto societario vengano osservati ed in alcuni casi esercita anche la verifica contabile.¹⁸

1.3.3. i modelli di corporate governance

L'assetto della corporate governance può avere diverse declinazioni, le cui differenze incidono fortemente sulle modalità di controllo e gestione dell'impresa e perciò anche sulla gestione e risoluzione dei conflitti che emergono all'interno dell'impresa.

Esistono tre principali tipologie di modelli di corporate governance¹⁹, riferiti in particolare alle società per azioni, che hanno caratteristiche molto diverse tra loro, che sono i seguenti:

- *Modello tradizionale*: è un modello molto diffuso in Italia dove non sono molte le imprese con un modello di corporate governance differente da questo ed è contraddistinto dalla presenza di tre organi principali che sono il consiglio di amministrazione, il collegio sindacale e l'assemblea dei soci, con quest'ultima che nomina i membri degli altri due organi societari;
- *Modello monistico*: è il modello più diffuso nei paesi anglosassoni ed è formato dal consiglio di amministrazione con poteri esecutivi ed il comitato di controllo della gestione che è formato dagli amministratori non esecutivi. Si può affermare che questo è il modello di governance più "semplice";
- *Modello dualistico*: è un modello molto diffuso in Germania e presenta due organi societari principali che sono il consiglio di gestione che si occupa di gestire l'impresa ed il consiglio di sorveglianza che ha funzioni di controllo sulla gestione dell'impresa;

Facendo una breve considerazione sulla situazione italiana, i modelli diversi da

¹⁸ Albet, J.; (2005). "Guida pratica alla corporate governance", Egea, Milano.

¹⁹ Salvioni, D.; (2009), "La corporate governance nelle imprese"

quello tradizionale sono poco utilizzati e quelli che ci sono esistono in imprese soprattutto del nord Italia. Le cause sono varie ed in particolare tra queste possiamo evidenziare:

- una bassa propensione al cambiamento unita ad una lacunosa conoscenza dei sistemi di corporate governance da parte dei vertici delle imprese italiane,
- gli altri sistemi, alternativi a quello tradizionale, sono stati introdotti da poco tempo e quindi non hanno ancora avuto il tempo materiale di diffondersi e poter vederne gli effetti rilevanti in Italia.²⁰

1.3.4. L'origine dei conflitti d'interesse tra manager e azionisti - la separazione tra proprietà e controllo dell'impresa

Una variabile complessa ed allo stesso tempo decisiva all'interno di un'impresa è l'assetto proprietario, che riguarda il modo in cui vengono distribuiti i diritti di proprietà all'interno dell'impresa.²¹

L'assetto proprietario, in altri termini, può essere anche visto come la modalità in cui le azioni della società sono suddivise tra gli azionisti, chiamato anche struttura azionaria della società.

Si può indentificare almeno tre modelli d'impresa che hanno caratteristiche tra loro differenti²²:

- *impresa a proprietà chiusa*: Questo modello d'impresa, molto diffuso in Italia, viene anche detto “padronale” o “familiare”, in quanto la proprietà dell'impresa è nelle mani di pochissime persone che spesso hanno anche dei legami familiari tra loro oppure, soprattutto se non è di grandi dimensioni, anche da una singola persona. In questi tipi di imprese solitamente il ruolo di proprietario e di manager vengono detenuti dagli stessi individui, perciò la proprietà ed il controllo dell'impresa non sono separati.
- *impresa a proprietà ristretta*: Questo modello d'impresa, anche chiamato

²⁰ Il Comitato per la Corporate Governance, “il Codice di Autodisciplina”, Borsa Italiana

²¹ Zattoni, A. (a cura di), (2006) “Corporate governance”, Collana Management, vol. 10, Egea, Milano.

²² Potito, L. (2012). “Economia aziendale”, Torino, Giappichelli.

impresa consociativa, è tipico soprattutto di Germania e Giappone ed è caratterizzato dalla presenza di due gruppi di soci. Un primo gruppo composto da pochi soggetti che detiene la maggioranza delle quote societarie e perciò ha un grosso potere nell'impresa ed un secondo gruppo composto da moltissimi individui che detiene la restante quota di minoranza e che nei fatti non possiede alcun potere rilevante all'interno dell'impresa.

- *impresa a proprietà diffusa*: Questo modello di impresa viene anche detto “ad azionariato diffuso” oppure in inglese “public company” ed è tipico soprattutto dei paesi anglosassoni. Il modello è caratterizzato dal fatto che le azioni societarie sono detenute da moltissimi soggetti diversi dove nessuno riesce ad esercitare un potere molto rilevante in autonomia in quanto solitamente gli azionisti più rilevanti detengono al massimo il 5-10% ognuno delle quote della società.

Il secondo e terzo modello d'impresa sopra descritti, quindi l'impresa a proprietà ristretta e l'impresa a proprietà diffusa, sono quei modelli di impresa che riguardano le imprese che vengono chiamate di tipo manageriale dove, per le caratteristiche specifiche di questi modelli, vi è la separazione di proprietà e controllo in quanto la gestione dell'impresa è affidata a manager professionisti che non sono proprietari. Il primo studio rilevante su questo argomento è stato fatto da Berle e Means²³ dove si è notato che le tre imprese più grandi degli Usa quotate alla borsa di Wall Street negli anni '30, operanti rispettivamente nei settori industriale, ferroviario e dei servizi pubblici, erano caratterizzate da un azionariato molto frammentato e separazione tra proprietà e controllo dell'impresa, vedendo altresì che il poco potere degli azionisti avrebbe potuto portare un eccessivo potere ai manager e così all'esistenza di un conflitto di interessi tra loro. A partire da questo studio, il dibattito proseguì andando poi a sviluppare a partire dalla fine degli anni '50 quelle che sono chiamate le teorie manageriali d'impresa²⁴, i cui tre autori principali sono

²³ Berle e Means, (1932) “The Modern Corporation and Private Property”

²⁴ 1. Baumol (1959) secondo cui i manager hanno interesse ad accrescere il più possibile la dimensione dell'organizzazione, massimizzando il valore delle vendite, al fine di consolidare la loro posizione e il loro prestigio.

2. Williamson (1963) suppone che i manager siano interessati ad accrescere il loro potere attraverso

Baumol, Williamson e Marris, che prendono in analisi il fare impresa da altri punti di vista, nello specifico quello dei manager, e non solamente il lato imprenditoriale che ha il solo obiettivo di trarre profitto dall'attività che viene svolta.

Proprio con la separazione tra la proprietà ed il controllo dell'impresa infatti, dove azionisti-proprietari e manager sono soggetti diversi, nasce il conflitto di interessi tra chi possiede il capitale azionario e chi gestisce l'impresa, che viene definito anche come conflitto d'agenzia e genera dei costi d'agenzia che esistono proprio a causa di questo conflitto. Sarà compito del governo dell'impresa gestire i conflitti e utilizzare strumenti e meccanismi adatti a diminuire o ancora meglio annullare il problema d'agenzia che si viene a creare dalla separazione di proprietà e controllo dell'impresa, per tutelare gli azionisti, ma poi in generale tutti gli stakeholder.²⁵

l'accumulazione di fondi utilizzabili in modo discrezionale.

3.Marris (1972) sostiene che viene massimizzato il tasso di crescita bilanciato della dimensione di impresa e del capitale produttivo, in modo da realizzare la massimizzazione per manager e azionisti-proprietari.

²⁵ BRUNI G. (2002), "La strategia del valore tra conflittualità ed equilibrio di interessi", in Rivista italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, n° 1-2.

Capitolo II

La relazione d'agenzia tra manager e azionisti

2.1. La teoria d'agenzia

2.1.1. Cenni storici

I conflitti d'interesse tra manager e azionisti derivanti dalla possibilità di comportamenti opportunistici da parte dei manager come abbiamo visto trovano la loro origine dalla separazione tra proprietà e controllo dell'impresa le cui implicazioni sono state studiate per la prima volta da Berle e Means con loro studio del 1932.

Questo studio già aveva individuato la possibilità di conflitti di interesse e comportamenti di tipo opportunistico da parte dei manager, ma solo successivamente i comportamenti opportunistici sono stati studiati meglio, quando nel 1972 Akerlof ha studiato il fenomeno della "selezione avversa" e poi nel 1976 tramite la teoria d'agenzia Jensen e Meckling hanno studiato i conflitti d'interesse che possono derivare da comportamenti opportunistici di "azzardo morale" che sono dovuti ad un particolare tipo di relazione esistente tra questi due soggetti, chiamata in letteratura "relazione d'agenzia" e che viene spiegata attraverso quella che viene definita come detta teoria d'agenzia oppure in inglese "agency theory" e vede come maggiori rappresentanti appunto gli economisti M. Jensen e W. Meckling.

Successivamente negli anni la teoria d'agenzia è stata molto studiata e considerata in ambito accademico, venendo ampliata con l'analisi di altri due tipi di relazioni

d'agenzia oltre a quello studiato nel 1976 da Jensen e Meckling, dove possiamo individuare come maggiori autori gli economisti Villalonga e Amit attraverso il loro lavoro pubblicato abbastanza recentemente nel 2006.

2.1.2. Concetti generali

La teoria d'agenzia può essere vista come un'analisi economico-aziendale che parte dalle basi della teoria economica neoclassica di origine Marshalliana, dove si presuppone informazione completa e la perfetta razionalità degli individui intesa come tentativo di massimizzazione della loro funzione d'utilità²⁶, ma viene complicata in quanto vengono riconosciuti e presi in considerazione alcuni problemi come l'esistenza delle asimmetrie informative e i potenziali conflitti d'interesse che ne scaturiscono tra parti che vogliono entrambe massimizzare la propria utilità, da cui possono derivare alcuni costi che l'impresa deve sostenere che vengono chiamati costi d'agenzia.

Da queste prime considerazioni deriva anche un diverso concetto a riguardo della natura dell'impresa che nella teoria economica neoclassica vede l'impresa come un soggetto che ha come obiettivo ben preciso e razionale quello della massimizzazione del profitto e non vengono considerati gli interessi dei singoli soggetti che ne fanno parte, mentre nella teoria d'agenzia l'impresa viene vista e considerata come una rete di rapporti definiti contrattualmente tra molti individui che vogliono tutti massimizzare la propria funzione di utilità, senza che l'impresa considerata come una soggettività abbia degli obiettivi propri.²⁷

In questo secondo caso, tenendo in considerazione il punto di vista utilizzato dalla teoria d'agenzia, sarà di assoluta rilevanza per la governance dell'impresa il controllo delle persone e dei processi all'interno della stessa e il sistema di incentivi di vario tipo presente per una convergenza tra interessi affinché gli interessi del singolo individuo non prevalgano a discapito degli interessi di altri individui.

In particolare Jensen e Meckling nel 1976, che elaborano la teoria d'agenzia, sviluppano anche una precisa definizione per individuare una relazione d'agenzia esistente tra più individui e definiscono la relazione d'agenzia tra due o più soggetti

²⁶ Marshall, A.; (1890). "Principles of Economics", London, Macmillan.

²⁷ Groenewegen, P.; (2003). "Classics and Moderns in Economics: Essays on Nineteenth and Twentieth Century Economic Thought".

come:

“il “contratto mediante il quale una o più persone (Principal (s)) impegnano un'altra persona (Agent) a prestare servizio nel loro interesse attraverso una delega dei poteri decisionali. Se entrambe le parti della relazione sono vogliono massimizzare la propria utilità, ci sono buone ragioni per credere che l'agente non sempre agirà nel migliore interesse del Principal (s)”.²⁸

I potenziali comportamenti scorretti dell'agente nei confronti del principale sono dovuti all' "azzardo morale" che viene definito come: *“Condizione in cui un soggetto, esentato dalle eventuali conseguenze economiche negative di un rischio, si comporta in modo diverso da come farebbe se invece dovesse subirle”* e sono una forma di opportunismo *ex-post* (al contrario della "selezione avversa" che viene definita come: *“Possibile conseguenza di una situazione di asimmetria informativa, in cui un'informazione rilevante per la conclusione di una transazione è conoscenza privata del venditore o del compratore”* che è una forma di opportunismo *ex-ante* dovuta ad una qualche forma di incompletezza contrattuale o pre-contrattuale studiata per la prima volta da Akerlof²⁹) in quanto sono comportamenti che l'agente può compiere verso il principale proprio a causa della presenza di asimmetrie informative a sfavore dell'principale ed a favore dell'agente dovute all'incompletezza contrattuale del contratto o dell'accordo precedentemente stipulato esistente tra i due soggetti considerati.

In letteratura vengono individuati tre diversi tipologie di problemi d'agenzia tra i differenti soggetti all'interno dell'impresa che sono:

- *conflitti tra azionisti e manager*: Sono il problema d'agenzia di tipo 1 e vengono anche chiamati conflitti verticali, sono i primi ad essere stati considerati ed analizzati nel 1976;
- *conflitti tra azionisti di maggioranza e minoranza*: sono il problema d'agenzia di tipo 2 e vengono anche chiamati conflitti orizzontali;
- *conflitti tra azionisti e terze parti*: sono una serie di tipi di conflitti che esistono tra gli azionisti ed altri vari soggetti che possono avere a che fare

²⁸ Jensen M. & Meckling W. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure".

²⁹ Akerlof, G. (1970). "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism"

con l'impresa e sono individuati come il problema d'agenzia di tipo 3; Il primo tipo di conflitti tra manager e azionisti e quindi di problema d'agenzia è stato affrontato per la prima volta nel dettaglio proprio da Jensen e Meckling nel 1976 ed è il tipo di problema d'agenzia che verrà qui analizzato e studiato mentre il secondo tipo tra azionisti di maggioranza e di minoranza ed il terzo tipo tra azionisti ed altre terze parti di problemi d'agenzia sono stati analizzati da Villalonga e Amit nel 2006.³⁰

La teoria dell'agenzia fornisce un quadro concettuale per comprendere le dinamiche tra principali e agenti e le sfide che possono sorgere nelle relazioni di agenzia. La sua applicazione si estende oltre alle aziende e può essere utilizzata anche per analizzare altre relazioni di agenzia, come quelle tra i clienti e i professionisti, i governi e i funzionari pubblici, o i fondi di investimento e i gestori di fondi.

2.1.3. I conflitti tra azionisti e manager - un problema d'agenzia

Dalla definizione riportata da Jensen e Meckling del 1976 possiamo capire che il problema d'agenzia "verticale" o di tipo 1 è la situazione in cui si trovano azionisti e manager nel caso di separazione tra la proprietà ed il controllo dell'impresa, dove il problema principale-agente è rappresentato chiaramente dagli azionisti come "principals" in quanto delegano i poteri decisionali ai manager chiedendo di agire nei propri interessi mediante un adeguato compenso e per tale motivo si trovano in una situazione di "inferiorità" rispetto ai manager che gestiscono effettivamente l'impresa e dai manager come "agents" in quanto detenendo il potere possono avere a disposizione una serie di informazioni a riguardo della situazione dell'impresa e degli affari aziendali e per tale ragione possiedono un'asimmetria informativa a loro favore e potrebbero agire scorrettamente nei confronti degli azionisti, per queste motivazioni la loro relazione viene considerata una relazione d'agenzia.

Le relazioni d'agenzia esistenti sono influenzate da vari meccanismi di natura istituzionale o non istituzionale, i quali intervengono in svariati modi ad incentivare i manager verso il perseguire degli obiettivi aziendali in modo coerente, dove questi

³⁰ Villalonga, B.; Amit, R. (2006). "How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?". *Journal of Financial Economics*

meccanismi impattano indirettamente sulle performance economico-finanziarie dell'impresa per mezzo dei costi d'agenzia.

Proprio partendo da qui si pone il problema dei costi d'agenzia dovuti ai possibili comportamenti opportunistici dei manager, che sono dei costi sostenuti dall'impresa fondamentalmente per controllare che i manager agiscano nell'interesse degli azionisti non sfruttando l'asimmetria informativa esistente a loro vantaggio, ed utilizzando anche strumenti per incentivarli ad agire nell'interesse degli azionisti e non nel proprio interesse, quindi in sostanza l'obiettivo dei costi d'agenzia sostenuti è evitare l'azzardo morale da parte dei manager verso gli azionisti.

A titolo esemplificativo e non esaustivo tra i costi d'agenzia che possono essere presenti, i più rilevanti che verranno analizzati successivamente nel dettaglio possiamo trovare:

- costi di monitoraggio e controllo
- costi di negoziazione e legali
- costi d'opportunità
- costi reputazionali

I costi d'agenzia menzionati³¹ che scaturiscono dalla relazione d'agenzia tra manager ed azionisti, saranno tanto più elevati fintanto che la quota percentuale di azioni detenuta dagli azionisti sarà più frammentata ovvero più è lontana dal 100% la quota detenuta da un singolo che può essere considerato di maggioranza relativa, perché in tale caso gli azionisti in generale avranno minori poteri rispetto al caso di pochi azionisti che detengono una grande parte delle quote azionarie della società e l'asimmetria informativa con i manager risulterà più elevata ed i manager saranno maggiormente incentivati ad agire in modo opportunistico, ovvero a compiere l'azzardo morale.³²

Come abbiamo già visto la separazione tra proprietà e controllo dell'impresa e quindi il problema principale-agente tra manager e azionisti è presente

³¹ Armen, A.; Demsetz, H. (1972). "Production, Information Costs, and Economic Organization", in *American Economic Review*, vol. 65, n. 5.

³² Milgrom, P.; Roberts, J.; (1992). "Economics, Organization and Management", London, Prentice Hall"

maggiormente dove la proprietà è dell'impresa è più frammentata, perciò è in questi tipi di imprese che il problema dei costi d'agenzia risulta essere un tema su cui concentrarsi maggiormente dato che è ancora più rilevante.

La teoria d'agenzia vuole avere dunque come obiettivo ultimo di rendere le relazioni d'agenzia, che esistono tra i vari soggetti facenti parte o che collaborano con l'impresa, le più efficienti possibile, cercando di individuare e contenere i costi d'agenzia che si vengono a creare ed individuare dei meccanismi che siano adatti ad allineare gli obiettivi tra il principale e l'agente.

Nel caso in particolare qui esaminato tra manager e azionisti, la teoria d'agenzia ha infatti avuto un ruolo cruciale sullo svilupparsi dei sistemi retributivi dei manager, che ricoprono il ruolo di agenti, basati sulla retribuzione di tipo variabile e non fissa, la quale si collega alle performance dell'impresa e anche su altri tipi di retribuzione sempre non fissa come i piani di incentivazione azionari come i piani di stock option o più recentemente i piani di stock grant per i manager che sono tutti strumenti che vengono utilizzati dalla corporate governance per contenere i possibili comportamenti di tipo opportunistico da parte dei manager stessi.

2.2. I conflitti d'agenzia esistenti tra manager e azionisti

I conflitti d'agenzia tra manager e azionisti sono dovuti come spiegato alla relazione d'agenzia esistente tra questi due soggetti e possono sorgere quando gli interessi e gli obiettivi di queste due parti divergono.

I conflitti hanno origine in particolare dal fatto che i manager detengono il potere sulle decisioni aziendali, che gli è stato delegato dagli azionisti, ma i manager, dato la loro posizione privilegiata di potere all'interno dell'impresa, potrebbero comportarsi diversamente e agendo contro gli interessi degli azionisti stessi.

Esistono vari motivi di conflitto tra le due parti in causa ed i più rilevati verranno analizzati e spiegati di seguito.

Tra i motivi di conflitto più importanti tra manager e azionisti possiamo trovare:

- *Obiettivi finanziari divergenti*
- *La Remunerazione, i compensi e l'utilizzo di risorse aziendali*
- *La gestione del rischio e dell'investimento*

Ognuno di queste macro-aree di conflitto può avere importanti ripercussioni sulla gestione dell'azienda perciò è importante da parte della governance aziendale conoscerli e impegnarsi a risolverli.

2.2.1. *Obiettivi finanziari divergenti*

Gli azionisti di solito hanno come obiettivo finanziario principale quello di cercare di massimizzare il valore delle proprie azioni e ottenere in questo modo un rendimento finanziario il più elevato possibile sugli investimenti che effettuano, in quest'ottica il mandato che gli azionisti danno ai manager per farne le veci nella gestione dell'impresa è volto ad una gestione professionale dell'impresa così che possa aumentare il proprio valore quanto più possibile. Collegato al discorso del rendimento finanziario, gli azionisti potrebbero desiderare inoltre una politica di distribuzione degli utili generati dalla gestione dell'impresa più generosa rispetto a quanto desiderino i manager, con un maggiore pagamento di dividendi, per ottenere un ritorno immediato sugli investimenti.

D'altra parte i manager, forti della loro posizione di gestori dell'impresa e perciò in possesso di un certo livello di asimmetria informativa a loro favore nei confronti

degli azionisti potrebbero focalizzarsi su obiettivi finanziari diversi da quelli richiesti dagli azionisti che solitamente sono obiettivi a breve termine, come aumentare i loro stipendi oppure cercare di preservare la loro posizione lavorativa, a discapito degli interessi a lungo termine degli azionisti. Inoltre i manager, in tema di distribuzione degli utili, potrebbero preferire reinvestire gli utili generati dall'impresa al fine di far crescere l'impresa che gestiscono in termini di fatturato e di conseguenza far crescere il loro stipendio e anche prestigio, anche se ciò potrebbe non essere la scelta più saggia per l'azienda in termini di generazione di utili nel lungo periodo.

In un caso particolare interessante inoltre, I conflitti tra manager ed azionisti, in termini di obiettivi finanziari differenti, possono sorgere se i manager utilizzano informazioni privilegiate per trarre vantaggio e guadagno personale a discapito degli azionisti. Si sta parlando dell'"insider trading" ed è una pratica illegale, che fondamentalmente riguarda la negoziazione di azioni sulla base di informazioni riservate, e i manager potrebbero utilizzare le loro informazioni per derivarne profitti in breve periodo sul mercato azionario anche magari se con queste pratiche possono danneggiare gli azionisti e tutta la società in cui operano.

2.2.1.1. approfondimento: l'insider trading

L'insider trading, o "negoziazione privilegiata" in italiano, si verifica quando una persona negozia azioni o altri titoli finanziari utilizzando informazioni riservate o privilegiate che non sono disponibili al pubblico. Queste informazioni possono riguardare eventi o fatti significativi che, se fossero noti al pubblico, potrebbero influenzare il prezzo dei titoli in modo significativo.

Le persone coinvolte nell'insider trading di solito sono definite come gli "insider" ovvero: *“coloro che hanno accesso a informazioni privilegiate a causa della loro posizione all'interno di una società quotata in borsa.”* Questi soggetti possono includere diverse personalità rilevanti come dirigenti, membri del consiglio di amministrazione, dipendenti chiave o persone coinvolte in transazioni finanziarie importanti all'interno dell'azienda.

L'insider trading può avvenire in diverse forme, ma la forma pi diffusa è quando un insider acquista o vende azioni della società basandosi su informazioni riservate

come ad esempio un manager di una società che scopre che l'azienda sta per annunciare una notizia positiva che potrebbe far aumentare il valore delle azioni e quindi potrebbe acquistare azioni prima che la notizia sia resa pubblica per trarne un profitto personale.

2.2.2. La remunerazione, i compensi e l'utilizzo di risorse aziendali

La remunerazione dei manager può essere una fonte di conflitto con gli azionisti molto rilevante se non è allineata con i risultati aziendali o se è eccessivamente generosa rispetto alle prestazioni, per tale ragione spesso per evitare questo tipo di conflitti viene strutturata una retribuzione manageriale basata in piccola parte su una quota fissa mentre viene lasciata una grossa parte di retribuzione sotto forma di variabile collegato alle performance aziendali. In ogni caso anche una struttura dei compensi di questo tipo può dare origine ai conflitti d'interesse con gli azionisti, in particolare se il sistema di incentivazione variabile è basato su obiettivi di breve termine e viene calcolato su dei parametri che hanno valenza annuale come per esempio l'aumento delle vendite. Un sistema retributivo variabile di breve periodo potrebbe incoraggiare dei comportamenti dei manager che potrebbero privilegiare un aumento del fatturato e quindi performance aziendali migliori nel breve periodo, ma che potrebbero allo stesso tempo risultare dannosi all'azienda nel lungo termine. Nonostante la remunerazione ed i compensi dei manager facciano parte del concetto di utilizzo delle risorse aziendali, è possibile anche considerare l'utilizzo delle risorse aziendali da parte dei manager un vero e proprio motivo di nascita di conflitti con gli azionisti.

I conflitti possono emergere quando i manager utilizzano le risorse aziendali per scopi personali o per beneficiare di altre aziende in cui hanno interessi personali a discapito degli interessi degli azionisti. Questo può danneggiare gli interessi degli azionisti e può essere considerato un abuso di potere. Ad esempio, i manager potrebbero privilegiare fornitori, clienti o società affiliate con cui hanno legami personali, anche se ciò può non essere nell'interesse finanziario dell'azienda o degli azionisti.

2.2.3. La gestione del rischio e dell'investimento

La gestione del rischio aziendale e degli investimenti sono un tema delicato nelle imprese e possono generare divergenze anche molto rilevanti.

Gli azionisti, detenendo di fatto il capitale dell'impresa, potrebbero avere un grado di avversione al rischio abbastanza basso, in quanto una gestione più conservativa ed oculata dell'impresa e con un'esposizione al rischio minore potrebbe essere d'aiuto a proteggere l'azienda e perciò anche a proteggere e conservare il valore delle azioni di cui sono in possesso.

I manager invece potrebbero essere più propensi ad intraprendere rischi per cercare nuove opportunità di crescita o per ottenere ricompense personali, questo è dovuto in particolare dal fatto che non sopportano il rischio "imprenditoriale" se un progetto non va a buon fine, ma altrettanto se un progetto che dirigono porta dei risultati possono rivalersene chiedendo in cambio una remunerazione aggiuntiva per il lavoro svolto

Inoltre i manager potrebbero essere più propensi a decisioni rischiose proprio durante periodi di crisi o difficoltà aziendali, poiché i manager potrebbero cercare di proteggere la loro posizione lavorativa o di evitare il fallimento personale, anche a discapito degli interessi degli azionisti nel tentativo di nascondere informazioni negative agli azionisti stessi.

Risulta inoltre di fondamentale importanza le vedute e gli interessi di manager e azionisti nei confronti delle decisioni di investimento dell'impresa in quanto i conflitti possono sorgere quando i manager prendono decisioni di investimento che sono in contrasto con le aspettative degli azionisti. Ad esempio, i manager potrebbero decidere di effettuare acquisizioni costose o di avviare progetti di espansione rischiosi senza un'adeguata analisi di fattibilità, i quali potrebbero aumentare il loro prestigio o potere all'interno dell'azienda, anche se magari ciò potrebbe non essere nel migliore interesse degli azionisti in termini di valore e ritorno sull'investimento e per tale ragione ciò potrebbe danneggiare il valore dell'azienda e andare contro gli interessi degli azionisti.

Allo stesso modo i manager potrebbero osteggiare investimenti come un'acquisizione o ancor di più una fusione anche se ciò sarebbe un vantaggio per l'azienda perché se la struttura di proprietà di un'azienda cambia, potrebbero

emergere conflitti tra i manager esistenti e i nuovi azionisti oppure addirittura la nuova proprietà potrebbe sostituire i manager presenti che in quel caso perderebbero il posto di lavoro. Gli interessi e le priorità delle parti potrebbero in definitiva essere non essere allineati su diversi fronti in tema di gestione del rischio ed investimento, portando a forti tensioni e divergenze di opinione.

2.2.3.1. Approfondimento: Il conflitto tra capitale proprio e di debito

Secondo Michael Jensen, all'interno delle imprese dove vi è la separazione tra la proprietà ed il controllo dell'impresa, l'utilizzo del debito per finanziare i progetti dell'impresa può essere una forma indiretta di controllo da parte degli azionisti verso i manager con l'intento di portarli a destinare i flussi di cassa aziendali verso obiettivi ritenuti corretti e non farne invece un utilizzo improprio.³³

I problemi di azzardo morale di cui si è parlato a lungo precedentemente nella teoria d'agenzia possono essere un elemento decisivo in grado di influenzare in modo rilevante le decisioni prese dall'impresa in tema di finanziamento ed investimento, attraverso la presenza di conflitti di interesse tra i manager e gli azionisti.

In questo caso si è in presenza di costi di agenzia del capitale proprio e questa casistica rientra nella circostanza in cui i manager dell'azienda agiscono perseguendo non l'interesse detenuto dall'impresa e dagli azionisti ma invece il proprio interesse personale. La divergenza di interessi appena considerata ed i costi d'agenzia connessi risulta sempre più preponderante al crescere dei flussi di cassa disponibili all'azienda stessa che vanno ad aggiungersi ai flussi di cassa destinati a progetti in grado di generare un vero valore per gli azionisti e che possono essere utilizzati discrezionalmente da parte dei manager, questo perché in questo caso i manager possono pensare di portare avanti strategie ed obiettivi d'investimento aziendali che sono decisamente sovradimensionati rispetto alle capacità aziendali reali e viene chiamato in questo caso over-investment.

Il potere di utilizzo delle risorse aziendali da parte dei manager può essere in tal senso mitigato dall'utilizzo del debito al posto del capitale proprio degli azionisti in quanto il debito ha dei costi maggiori rispetto al capitale proprio.

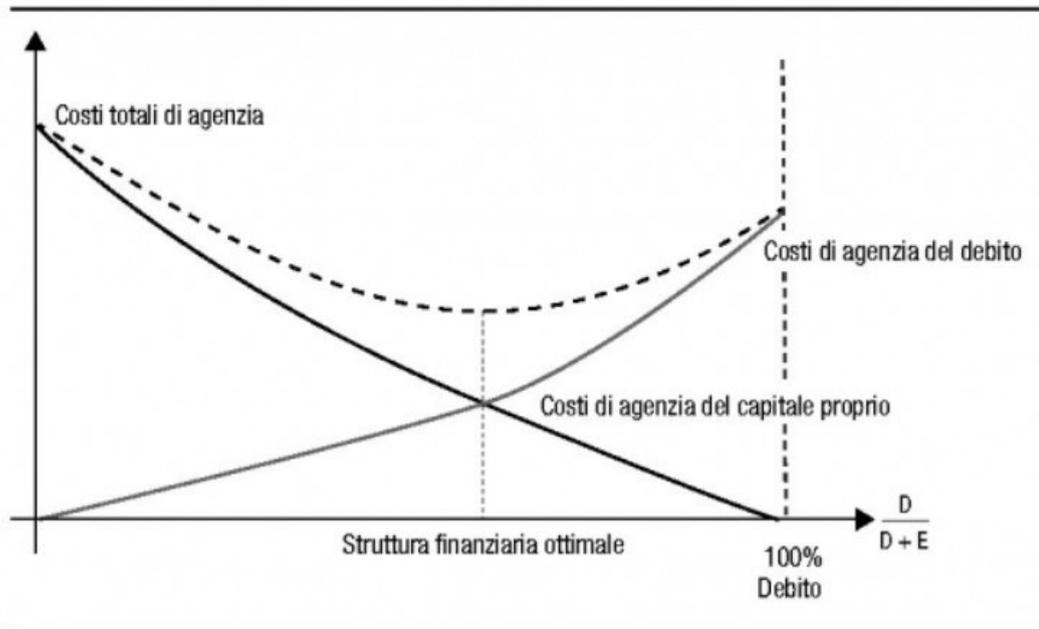
Un debito crescente per l'impresa comporta un maggiore esborso in termini di oneri finanziari come gli interessi sul debito e per tale ragione infatti aiuta a diminuire la quantità di flussi di cassa che possono essere utilizzati arbitrariamente dai manager e come immediata conseguenza riesce a diminuire la discrezionalità di decisione dei manager per quanto concerne l'utilizzo di tali risorse.

Gli azionisti hanno quindi la facoltà di utilizzare il capitale di debito al posto del

³³ M. Jensen & W. Meckling (1976)

capitale proprio al fine di provare a controllare i problemi d'azzardo morale che caratterizzano i manager all'interno dell'azienda.

Figura 3: "Il conflitto tra capitale proprio e di debito"



Fonte: Jensen, Meckling (1976).

Risulta comunque bene precisare che tali circostanze aumentano il costo dell'indebitamento, che per tale motivo risulta non molto conveniente e perciò viene limitata la possibilità degli azionisti di adottare il debito come mezzo di risoluzione e limitazione di problemi di azzardo morale che determinano i conflitti tra manager e azionisti.³⁴

È importante inoltre considerare che quando l'utilizzo del debito e quindi i livelli di indebitamento vengono aumentati in modo eccessivo anche i costi di agenzia che vengono ad esso associati aumenteranno, in quanto in questo caso l'utilizzo del debito è considerato un costo dovuto alla presenza della relazione d'agenzia tra manager ed azionisti, e contribuiranno ad aumentare i costi totali di agenzia, in una somma pari alla somma fra costi di agenzia del debito e i costi di agenzia del capitale proprio.

³⁴ Dell'Acqua, A. (2020). "Debt Management: pianificare e gestire le scelte di indebitamento aziendale"

L'aumento del debito in modo sproporzionato rispetto alle reali necessità dell'impresa ed utilizzato solo a scopo di controllo sui manager causa inoltre una traslazione del rischio in quanto il rischio che viene corso quando si effettua un qualsiasi investimento va alla fine a ricadere sui creditori.

Gli azionisti in tale circostanza possono essere più attratti nell'investire in progetti con un più alto livello di rischio, i quali certamente detengono dei rendimenti attesi elevati, ma altrettanto presentano una minore probabilità di successo rispetto ad altri tipi d'investimento, questo accade perché nel caso un investimento vada a buon fine ripagheranno il debito che hanno assunto e terranno per loro la differenza tra il guadagno dell'investimento e il costo del debito pagato.

2.3. I costi d'agenzia connessi ai conflitti

I conflitti tra manager ed azionisti come abbiamo visto possono avere varia natura e riguardare diverse tematiche, ma in ogni caso proprio la loro esistenza è la causa dell'esistenza di alcuni costi per l'impresa che se non esistessero tali conflitti non sarebbero presenti. Questi costi vengono chiamati costi d'agenzia in quanto scaturiscono proprio dai conflitti esistenti a causa della relazione d'agenzia tra manager e azionisti ed influiscono talvolta in modo molto rilevante sulle risorse dell'impresa e conseguentemente anche sulle performance aziendali dell'impresa stessa. Per tale ragione sarà compito come vedremo della corporate governance utilizzare strumenti adatti a ridurre i conflitti tra manager e azionisti e come diretta conseguenza diminuire i costi d'agenzia che l'impresa sopporta per renderla il più possibile efficiente.

2.3.1. I diversi tipi di costi d'agenzia

I costi d'agenzia collegati al conflitto tra manager e azionisti possono essere molteplici e molto diversi tra di loro a seconda delle situazioni specifiche collegate alla singola impresa, tuttavia è possibile indentificare alcuni gruppi di costi d'agenzia che sono comunemente collegati ai conflitti tra manager e azionisti e di seguito vengono spiegati 4 tipi diversi di costi che sono tra i più rilevanti per le imprese:

1. Costi di monitoraggio e controllo: Gli azionisti hanno la necessità di utilizzare delle risorse per monitorare l'agire dei manager così da avere la certezza e la garanzia che questi agiscano nell'interesse dell'impresa e non per soddisfare interessi personali. I costi di monitoraggio possono riguardare diversi strumenti o azioni che gli azionisti possono porre in essere per controllare l'operato dei manager e tra queste possiamo trovare:
 - *Analisi finanziaria*: Gli azionisti possono dover impiegare risorse finanziarie per analizzare i rapporti finanziari dell'azienda. Per svolgere questa procedura può rivelarsi necessaria l'assunzione di analisti finanziari per l'analisi dei bilanci, le dichiarazioni dei

redditi, i flussi di cassa e altre informazioni finanziarie al fine di valutare la salute finanziaria dell'azienda e l'efficacia delle sue operazioni.

- *Valutazione delle decisioni di investimento*: Gli azionisti possono analizzare le decisioni di investimento prese dai manager per la gestione della società al fine di valutare la loro coerenza con gli obiettivi aziendali e gli interessi degli azionisti.
- *Supervisione delle operazioni aziendali*: Gli azionisti possono dover dedicare tempo ed energia per supervisionare le operazioni quotidiane dell'azienda. In questo tipo di attività possono certamente rientrare le riunioni del consiglio di amministrazione, l'analisi di resoconti operativi, la valutazione dei processi produttivi e la verifica dell'efficienza delle attività aziendali. Questo importante monitoraggio delle operazioni aziendali necessita di un impegno costante al fine di garantire che l'azienda stia operando in modo correttamente.
- *Ricerca e analisi di settore*: Gli azionisti possono voler condurre ricerche e analisi del settore in cui opera l'azienda al fine di valutare le prospettive di crescita, le tendenze del mercato e le opportunità di investimento.
- *Monitoraggio delle prestazioni dei manager*: Gli azionisti possono valutare le prestazioni dei manager e confrontarle con gli obiettivi che sono stati prestabiliti. Il monitoraggio delle prestazioni dei manager può rendere necessaria la raccolta e l'analisi di un'ampia mole di dati ed informazioni con l'obiettivo di capire e riuscire a valutare se i manager stanno raggiungendo gli obiettivi aziendali e agendo nell'interesse degli azionisti.

Questi costi di monitoraggio possono variare in base alle dimensioni e alla complessità dell'azienda, ma anche alla disponibilità di risorse e competenze degli azionisti, ma sono essenziali per garantire che gli azionisti possano valutare attentamente la gestione aziendale e prendere decisioni informate per proteggere i propri interessi.

2. Costi di negoziazione e legali: Quando si verifica un conflitto tra manager e azionisti, potrebbero essere necessarie risorse per risolvere il conflitto. Alcuni tipi di costi legali e di negoziazione tra le parti interessate possono essere:
- *Consulenza legale*: Gli azionisti e i manager coinvolti in un conflitto potrebbero dover assumere consulenti legali per fornire consulenza e rappresentanza legale. I costi di una consulenza legale dipenderanno certamente da quanto è complesso il caso e dall'esperienza degli avvocati. .
 - *Mediazione o arbitrato*: In certi casi, le parti coinvolte potrebbero scegliere di seguire al strada della mediazione o dell'arbitrato come metodo alternativo di risoluzione delle controversie. Questi mezzi per la risoluzione delle controversie aziendali tra manager ed azionisti possono richiedere l'assistenza di mediatori o arbitri, i quali devono essere pagati per i servizi da loro offerti.
 - *Costi di investigazione*: In situazioni in cui esiste un sospetto di comportamenti illeciti o di tentativi di frode da parte dei manager, potrebbe rendersi necessario condurre un'indagine interna o esterna e per queste indagini emergono necessariamente dei costi che possono comprendere le tariffe professionali, le spese di viaggio, le analisi forensi e altre spese connesse a questi aspetti precedenti.
 - *Risarcimenti e accordi*: In caso di risoluzione del conflitto attraverso negoziazioni o accordi, potrebbe essere necessario stipulare accordi di risarcimento o transazione per risolvere le rivendicazioni delle parti coinvolte.
3. Costi di opportunità: Se i manager perseguono i propri interessi a discapito degli azionisti, l'azienda potrebbe perdere opportunità di crescita o di creazione di valore. Tra i costi di opportunità possiamo trovare:
- *Tempo dedicato alla risoluzione del conflitto*: Gli azionisti e i manager coinvolti in un conflitto potrebbero dover dedicare una

quantità significativa di tempo ed energia per affrontare la questione. Questo tempo potrebbe essere sottratto ad altre attività o responsabilità che potrebbero essere più produttive o strategiche per l'azienda.

- *Distanza dai compiti principali*: I conflitti tra azionisti e manager possono togliere l'attenzione e le risorse dai compiti principali e dalla gestione quotidiana dell'azienda. Questo può causare una perdita di efficienza operativa e una riduzione delle prestazioni aziendali.
- *Distrazione dei manager chiave*: I conflitti tra azionisti e manager possono richiedere l'attenzione dei manager chiave dell'azienda, inclusi il CEO, i dirigenti senior e i membri del consiglio di amministrazione. La mancanza di leadership efficace e di focalizzazione può avere un impatto negativo sulle prestazioni complessive dell'azienda.

4. *Costi reputazionali*: I conflitti tra manager e azionisti possono danneggiare la reputazione dell'azienda agli occhi degli investitori, dei clienti e del pubblico in generale. Ciò potrebbe comportare una perdita di fiducia, una diminuzione del valore delle azioni o una riduzione dell'accesso a finanziamenti o partnership commerciali. Tra i costi reputazionali più rilevanti possiamo considerare:

- *Percezione di instabilità*: I conflitti interni possono essere interpretati come segnali di instabilità e discordia all'interno dell'azienda. Ciò può danneggiare la percezione dell'azienda da parte di tutti gli stakeholder connessi sia interni che esterni della società.
- *Mancanza di leadership efficace*: I conflitti tra azionisti e manager possono sollevare dubbi sulla capacità di leadership e sulla governance aziendale.

L'immagine di un gruppo di manager ed azionisti non in grado di autogestirsi nei conflitti interni può danneggiare la fiducia degli investitori e la percezione della competenza e dell'integrità dei

dirigenti stessi.

- *Danno all'immagine del marchio*: I conflitti interni possono influenzare negativamente l'immagine del brand dell'azienda. Il problema di associare l'azienda con dispute e conflitti da parte dei vari soggetti esterni può far sì che i clienti o i consumatori si allontanino dal marchio stesso, preferendo alternative che sono percepite come più stabili, affidabili o etiche. Ciò può portare a una diminuzione delle vendite, alla perdita di clienti e alla riduzione del valore del marchio.
- *Impatto sui rapporti con gli stakeholder*: I conflitti tra azionisti e manager possono influenzare i rapporti con gli stakeholder chiave, come i clienti, i fornitori, i dipendenti e le comunità locali. La percezione di una gestione in conflitto può minare la fiducia e la collaborazione con questi stakeholder, compromettendo le relazioni di lungo termine e potenzialmente danneggiando l'azienda in termini di supporto, reputazione e supporto operativo.

Risulta importante evidenziare che i costi d'agenzia variano molto da caso a caso e dipendono come abbiamo visto da diversi fattori, tra cui la struttura di governance dell'azienda, la cultura organizzativa e le pratiche di gestione.

In tale senso una gestione efficace ed attenta del conflitto tra manager e azionisti attraverso strumenti adatti può certamente contribuire a mitigare questi costi e promuovere una maggiore armonia e cooperazione all'interno dell'azienda.

2.3.2. I possibili strumenti remunerativi ai manager per limitare i conflitti

I conflitti tra manager ed azionisti ed i relativi costi d'agenzia esistono perché gli obiettivi dei manager non sono allineati a quelli dell'impresa e quindi agli interessi degli azionisti. Per tale ragione esistono degli strumenti che più di altri sono adatti a far convergere gli interessi e obiettivi dei manager verso quelli degli azionisti così da mitigare i conflitti e diminuire anche di molto i costi d'agenzia associati, ed in particolare si parla di strumenti remunerativi per i manager con posizioni

strategiche che differiscono dalla remunerazione fissa che hanno i normali dipendenti che non detengono poteri all'interno dell'impresa, ma hanno a che fare con la progettazione di retribuzioni di tipo variabile che possono avere carattere di breve o medio-lungo periodo e sono le due categorie seguenti:

- **Remunerazione basata sulle performance:** L'adozione di piani di compensazione che legano la remunerazione dei manager alle performance aziendali può incentivare i manager a prendere decisioni che massimizzano il valore per gli azionisti. La retribuzione basata sulle performance è un sistema di compensazione che collega la remunerazione dei dipendenti, inclusi i manager, al raggiungimento di obiettivi specifici e alle performance aziendali. Questo approccio mira ad allineare gli interessi dei manager con quelli dell'azienda e degli azionisti, fornendo incentivi per il raggiungimento di risultati desiderati. Tra gli elementi chiave della retribuzione basata sulle performance possiamo considerare:

- *Obiettivi misurabili e specifici:* La retribuzione basata sulle performance richiede la definizione di obiettivi chiari, misurabili e specifici che rappresentano il successo dell'individuo o dell'azienda. Questi obiettivi vengono chiamati "smart" che funge da acronimo per indentificare le caratteristiche che gli obiettivi devono avere cioè devono essere specifici, misurabili, raggiungibili, ragionevoli e con un tempo prestabilito.
- *Incentivi finanziari:* La retribuzione basata sulle performance spesso include incentivi finanziari, come bonus o premi, che vengono assegnati in base al raggiungimento degli obiettivi prestabiliti. Questi incentivi sono di natura variabile e spesso possono essere ancorati ad una percentuale del salario base o possono costituire una componente variabile legata agli obiettivi raggiunti nella retribuzione complessiva.
- *Misurazione delle performance:* È necessario un sistema di valutazione delle performance per monitorare e misurare il raggiungimento degli obiettivi prefissati. Questo può coinvolgere la valutazione periodica delle performance individuali o aziendali,

l'utilizzo di indicatori chiave di performance (KPI) e l'analisi dei risultati rispetto ai target stabiliti.

- *Revisione periodica e adattamento*: I sistemi di retribuzione basati sulle performance richiedono una revisione periodica per valutare l'efficacia degli obiettivi, dei criteri di valutazione e dei livelli di incentivi. È importante adattare e aggiornare il sistema in base alle esigenze dell'azienda e agli obiettivi strategici.

La retribuzione basata sulle performance può essere un potente strumento per motivare i manager, allineare gli obiettivi aziendali e migliorare le performance complessive. Risulta importante però progettare il sistema con cura, tenendo conto delle specificità dell'azienda, per evitare distorsioni o comportamenti non desiderati, in particolare i manager potrebbero privilegiare i risultati a breve termine dell'impresa, danneggiando in certi casi lo sviluppo e la crescita di lungo periodo, danneggiando così gli azionisti.

- *Partecipazione azionaria dei manager*: La retribuzione basata sulle azioni societarie per i manager è un sistema di compensazione in cui ai manager vengono assegnate azioni o opzioni su azioni dell'azienda come parte del loro pacchetto retributivo. Questo approccio mira a collegare gli interessi dei manager con quelli degli azionisti dell'azienda, consentendo loro di beneficiare del successo a lungo termine dell'azienda attraverso il possesso di azioni. Offrire ai manager la possibilità di possedere quote di azioni dell'azienda può creare un allineamento degli interessi a lungo termine andando così a mitigare o risolvere i conflitti d'interesse originati dalla separazione di proprietà e controllo dell'impresa e dalla conseguente costruzione della relazione d'agenzia tra manager ed azionisti. Infatti quando i manager hanno una quota di proprietà dell'azienda, sono incentivati a prendere decisioni che aumentano il valore delle azioni, portando beneficio così anche agli azionisti. Per tale ragione la partecipazione azionaria dei manager può essere considerata un valido

strumento per l'allineamento degli interessi tra manager ed azionisti nel lungo periodo, e per tale ragione verrà analizzato nel dettaglio in seguito, mostrandone le caratteristiche e i motivi della sua efficacia.

Capitolo III

I piani d'incentivazione azionari come strumento d'allineamento di obiettivi

3.1. Introduzione ai piani d'incentivazione azionari

La retribuzione del top management chiamata “executive compensation” è un argomento di assoluta rilevanza per una società e viene stabilita per tale ragione da organi di corporate governance come il Consiglio di Amministrazione oppure dall'Assemblea degli Azionisti.

Solitamente la retribuzione manageriale è basata su quattro variabili principali che hanno caratteristiche diverse tra loro che sono³⁵:

- *Salario*: è una retribuzione fissa di tipo monetario che non cambia in base ad alcun parametro e per i manager spesso ricompre solo una piccola parte della retribuzione totale;
- *Benefit*: è una retribuzione a carattere non monetario ma consiste in altri elementi differenti dal denaro;
- *Bonus*: è una retribuzione di tipo variabile di carattere monetario che varia in relazione al raggiungimento di obiettivi prestabiliti;
- *Equity*

Proprio l'ultima che è l'equity riguarda la possibilità di pagare i manager in azioni della società ed è su questa che ci concentreremo per spiegare come un suo utilizzo possa essere utile a limitare i conflitti di interesse tra manager ed azionisti, allineando i loro obiettivi.

³⁵ Deloitte. (2010). “Executive Compensation: Plan, Perform & Pay”

3.1.1. Caratteristiche fondamentali dei piani d'incentivazione azionari

I piani d'incentivazione azionari per i manager sono un tipo particolare di retribuzione variabile di carattere non monetario che consiste nel pagare una parte di remunerazione manageriale in azioni della società per cui il manager lavora, che accompagna quella fissa ed è caratterizzata dal fatto di essere una retribuzione che si sviluppa nel medio-lungo periodo, al contrario di altri tipi di retribuzione variabile come i bonus che vengono calcolati sulla base delle performance aziendali dell'anno trascorso e perciò sono a tutti gli effetti retribuzioni di breve periodo.³⁶

In sostanza possiamo quindi dire che i piani d'incentivazione azionari possiedono due caratteristiche fondamentali che serviranno come base per comprendere il motivo della loro efficacia che sono le seguenti:

- *Retribuzione di tipo variabile*: il valore di azioni di una società non è fissato ma oscilla nel tempo e dipende da svariati fattori e per tale ragione si parla di retribuzione variabile;
- *Orizzonte temporale di medio-lungo periodo*: i piani azionari sono costruiti solitamente su orizzonti di almeno 3-5 anni.

Per quanto riguarda i piani di incentivazione azionari è possibile individuarne di vari tipi a seconda della struttura e della progettazione del singolo piano azionario di cui verrà approfondito in seguito, ma sono in generale suddivisibili in due grandi macro-aree³⁷ che sono:

- *stock options plan*: In questa categoria di piani azionari l'elemento fondamentale che li contraddistingue è che i beneficiari hanno la facoltà e non l'obbligo dopo un certo periodo di tempo prestabilito di acquistare le azioni societarie ad un prezzo concordato.
- *Non option stock plan*: Questi piani azionari hanno come elemento fondamentale il fatto che i beneficiari ricevono una certa somma di azioni societarie direttamente dalla società (in questo caso non c'è la facoltà di

³⁶ J.P. Morgan Company. (11 Ottobre 2023). "Guida ai piani di incentivazione a lungo termine (ILT)"

³⁷ J.P. Morgan Company. (6 Luglio 2022). "Piani di Executive Compensation: funzionamento e struttura"

scelta se riceverle o meno) per cui lavorano al conseguimento di determinati obiettivi o sulla base di criteri determinati dalla società stessa dopo un periodo di tempo stabilito.

3.1.2. Struttura e progettazione di un piano di stock option

Per progettare un efficace piano azionario per i propri manager, ma anche più in generale per tutti i dipendenti, risulta di fondamentale importanza conoscere la struttura di un piano di stock options e capire come le molte variabili che lo compongono possano influenzarne l'efficacia. Quando si avrà compreso a fondo queste variabili sarà anche possibile comprendere le caratteristiche differenti di altri tipi di piani azionari rispetto ai piani di stock option.

Le variabili fondamentali di un piano di stock option e che assumono una notevole rilevanza in sede di progettazione di tale piano azionario sono le seguenti:

- *i destinatari del piano azionario*: i destinatari del piano sono il primo elemento fondamentale da stabilire quando viene progettato un piano di stock options all'interno di una società. In linea generale è possibile dire che debbano rientrare tra i destinatari del piano almeno i manager che possono, con le loro decisioni strategiche e il loro potere all'interno della società, influenzare fortemente il valore societario sia nel breve che nel lungo periodo, quindi stiamo parlando del top management. Al contrario rendere destinatari del piano soggetti che non influenzano in alcun modo la società potrebbe rivelarsi in alcuni casi una scelta dannosa dal punto di vista economico.
- *Vesting period*: chiamato in italiano “periodo di maturazione”, indica il periodo di tempo che intercorre tra l'assegnazione delle opzioni sulle azioni della società ed il momento in cui quelle azioni possono essere effettivamente acquistate da parte dei destinatari. Risulta di fondamentale importanza per le società che utilizzano piani di stock option stabilire un periodo di maturazione delle opzioni sufficientemente lungo, in modo tale da incentivare la creazione di valore per gli azionisti nel lungo periodo.
- *Strike price*: detto in italiano “prezzo d'esercizio”, indica il prezzo stabilito dalla società all'interno del piano di stock option al quale i destinatari del piano possono acquistare le azioni sulle quali hanno le opzioni di acquisto e

solitamente è più basso del prezzo di mercato. Questo prezzo è stabilito all'inizio del piano e rimane fisso per tutta la durata del piano di stock option stesso. Certamente risulta importante stabilire un prezzo d'esercizio adatto, in modo che i manager possano trarre un guadagno dalla vendita di quelle azioni su cui hanno le opzioni d'acquisto, altrimenti il piano potrebbe essere inefficace.

- *exercise period*: chiamato in italiano “periodo di esercizio”, indica il periodo di tempo durante il quale i destinatari delle opzioni sulle azioni possono esercitare il loro diritto di acquisto e comprare le azioni stabilite al prezzo concordato e stabilito nel piano di stock option. Il periodo di esercizio ha una durata ben definita ed una volta superata, i destinatari solitamente perdono il diritto di opzioni d'acquisto sulle azioni che detenevano.
- *numero di opzioni assegnate*: il numero di opzioni detenute può essere un avariabile decisiva per i destinatari del piano, infatti un numero di opzioni molto basso potrebbe rendere il piano di stock option non incentivante per i manager, i quali si potrebbero concentrare su variabili di più breve periodo e per tale ragione non raggiungere l'effetto di incentivo alla creazione di valore nel lungo termine per gli azionisti. In linea generale risulta di buon senso dire che più il manager ha potere all'interno della società più opzioni su azioni societarie dovrebbe ricevere, tenendo anche conto del relativo pacchetto retributivo totale.
- *limiti al godimento dei diritti sulle opzioni di azioni*: quando gli organi di corporate governance progettano un piano d'incentivazione azionario per i manager della società, possono inserire delle clausole che limitano il diritto di godimento delle opzioni sulle azioni che vengono assegnate ai manager stessi. Ad uso esemplificativo possiamo citare limitazioni derivanti dal fatto che un manager abbia cambiato società prima del periodo di esercizio delle sue opzioni sulle azioni societarie oppure limitazioni dovute al non raggiungimento di determinate performance stabilite precedentemente. In ogni caso queste clausole limitative impediscono ai destinatari di esercitare i propri diritti sulle opzioni al verificarsi di determinate condizioni e sono

usate come incentivo per i manager a restare nella società e impegnarsi a creare valore per gli azionisti. L'esistenza di clausole troppo limitative per i manager potrebbe produrre un effetto negativo sugli obiettivi del piano azionario.

- *tassazione sulle plusvalenze derivanti dalla vendita di azioni*: il tema della tassazione, che viene talvolta messo in secondo piano durante la progettazione di un piano d'incentivazione azionario, risulta essere di fondamentale importanza per i destinatari del piano. Se la tassazione sulle plusvalenze derivanti dalla vendita di azioni è molto alta, c'è il rischio concreto che il piano azionario per i manager non abbia l'affetto d'incentivazione e allineamento con gli azionisti adeguato, in quanto i possibili guadagni per i manager sarebbero bassi, e perciò non sufficienti ad attenuare i possibili conflitti d'interesse con gli azionisti.

3.1.3. Le altre principali tipologie di piani azionari

I piani d'incentivazione azionari possono essere strutturati in molti modi possibili a seconda delle necessità e obiettivi aziendali, infatti abbiamo già visto una prima grande suddivisione tra stock options plan e non stock option plan, ma le differenze tra i piani azionari possono essere molto più considerevoli.

Tra le tipologie di piani d'incentivazione azionari per i manager oltre ai piani di stock options, quelli che sono più diffusi ed utilizzati dalle società sono:

- *Restricted stock units (RSU)*
- *Performance shares*
- *Phantom stock*

Ognuno di questi piani d'incentivazione azionari ha delle peculiarità che differiscono nettamente dagli altri e per tale ragione risulta interessante analizzarli per capirne meglio le specificità.

3.1.3.1. Restricted stock units

Le "restricted stock units" sono un particolare tipo di piano d'incentivazione azionario che consiste nell'assegnazione da parte della società di una quota di

azioni societarie a titolo meramente gratuito in una certa data stabilita, ma al momento dell'assegnazione i destinatari non diventano immediatamente i proprietari di tali azioni, ma devono aspettare un certo periodo di tempo di maturazione che viene detto "vesting period" e durante questo periodo le azioni possono aumentare di valore in base alle performance aziendali o ad altri parametri del mercato azionario. Durante il periodo di vesting i destinatari non ricevono i dividendi di tali azioni e non possiedono il diritto di voto all'assemblea degli azionisti, tuttavia acquisiscono tali diritti al termine del periodo di vesting quando diventano effettivamente titolari delle azioni societarie. Quando è passato tale periodo che solitamente è di alcuni anni, il destinatario delle azioni ne diventa proprietario effettivo e solo a quel punto potrà decidere se tenere le azioni ottenute oppure ricevere i dividendi maturati fino a quel momento e poi vendere la sua quota di azioni detenuta in quel momento per riuscire a trarne un profitto.³⁸

La differenza principale con i piani di stock options è che questi ultimi offrono la possibilità di acquistare azioni societarie ad un dato prezzo prestabilito dopo un periodo di tempo, mentre le restricted stock units consistono nella semplice assegnazione a titolo gratuito di azioni societarie da parte dell'azienda stessa al lavoratore.

3.1.3.2. Performance shares

I piani di performance shares cioè di azioni legate alle performance, sono un particolare tipo di piano d'incentivazione azionario che viene utilizzato come forma di pagamento o premio ai dipendenti e/o manager in relazioni a determinati livelli di performance aziendali che vengono raggiunti in un certo periodo temporale.

Generalmente per prima cosa vengono stabiliti da parte della società degli obiettivi di performance aziendali chiari, specifici e misurabili da raggiungere per poter ottenere le azioni come premio. Contestualmente agli obiettivi di performance vengono assegnate ai destinatari del piano azionario la quantità di azioni potenziali che potranno ricevere solo al raggiungimento di certi obiettivi dichiarati in precedenza.

³⁸ Morgan Stanley. (2022). "Restricted Stock Unit Basics For U.S. Employees"

Da questo momento parte un periodo di performance in cui vengono monitorati dalla società una serie di parametri che diranno se gli obiettivi sono stati raggiunti o meno alla fine del periodo ed alla fine del periodo di performance avviene la conversione in azioni effettive di cui i destinatari diventano i proprietari se sono stati raggiunti gli obiettivi inizialmente stabiliti dalla società, mentre se gli obiettivi non sono stati raggiunti allora le performance share possono essere diminuite o anche annullate. Quando i destinatari diventano titolari delle azioni assumono tutti i diritti legati alle azioni, ma vi è comunque la possibilità che queste azioni abbiano alcuni vincoli che ad esempio non poter vendere le azioni per un periodo prestabilito.³⁹

La differenza principale dei piani di performance shares rispetto ai piani di restricted stock units (RSU) è che le prime vengono assegnate gratuitamente dalla società senza dover raggiungere degli specifici e chiari obiettivi di performance mentre questi richiedono il raggiungimento di certi obiettivi per poter essere ottenute dai destinatari, che ne diventano solo a quel punto i proprietari.

3.1.3.3. Phantom stock

Le Phantom Stock, chiamate in italiano azioni fantasma sono un tipo incentivazione molto particolare per i dipendenti basata sul valore delle azioni societarie, ma differenza degli altri piani d'incentivazione azionari, le Phantom Stock non rappresentano effettivamente una partecipazione di proprietà nell'azienda per i destinatari, ma sono un'unità virtuale che è riferita al valore delle azioni dell'azienda stessa e alla loro variazione nel tempo.

In generale le Phantom Stock iniziano con l'assegnazione da parte della azienda ai destinatari di un certo numero specifico di Phantom stock che concorrono a creare il pacchetto retributivo dei dipendenti e sono un incentivo aggiuntivo per i destinatari, esse sono non delle azioni reali, ma sono un'unità virtuale che è legata al valore delle azioni della società e che ne segue il suo variare nel tempo. In questo senso possiamo dire in particolare che il valore delle Phantom stock è collegato direttamente al valore delle azioni societarie perciò l'andamento del prezzo delle

³⁹ J. P. Morgan Company. (9 Gennaio 2024). "Performance stock units PSU"

azioni della società determina in modo diretto il valore che hanno e avranno le Phantom stock. Dopo un certo periodo di tempo passato oppure dopo il raggiungimento di specifici obiettivi, l'azienda pagherà ai destinatari del piano di Phantom stock una certa somma di denaro che corrisponde al valore accumulato dalle stesse durante il periodo. Solitamente viene assegnata la differenza di valore dell'azione all'inizio e alla fine del periodo per il numero di Phantom stock possedute dal destinatario.⁴⁰

L'elemento da sottolineare che rende i piani di Phantom stock totalmente differenti dagli altri tipi di piani d'incentivazione azionari è che non danno al destinatario una reale partecipazione azionaria all'interno della società e perciò non si possiedono tutti i diritti collegati al possesso di azioni come la possibilità di ricevere i dividendi oppure la possibilità di esercitare il diritto di voto connesso al possesso delle azioni nell'assemblea degli azionisti, ma è un meccanismo premiante che conferisce sostanzialmente un premio in denaro ai destinatari di tale piano, basandosi sulla variazione del valore delle azioni societarie in un determinato periodo di tempo prestabilito dalla società.

Possiamo quindi affermare che i piani di Phantom stock non sono dei veri e propri piani d'incentivazione azionari, ma sono dei piani premianti per manager o anche dipendenti semplici, che si basano sul valore delle azioni e il loro variare nel tempo.

⁴⁰ NCEO. (9 Maggio 2018). "Phantom Stock and Stock Appreciation Rights (SARs)"

3.2. Finalità e criticità dei piani azionari

3.2.1. Obiettivi e vantaggi dei piani azionari

I piani d'incentivazione azionari sono dati come forma di retribuzione alternativa solitamente e principalmente ai manager dell'azienda, ciò viene fatto con delle precise ragioni e altrettanto precise finalità come vogliono essere perseguite da parte di coloro che amministrano la società.

Questi obiettivi possono certamente variare ed essere diversi per ogni azienda, ma in generale esistono alcune finalità per l'utilizzo di piani d'incentivazione azionari che sono comuni alla maggioranza delle società e tutte fondamentalmente riguardano il tentativo di allineare gli obiettivi dei manager a quelli della società e quindi di conseguenza all'interesse degli azionisti e ne vengono descritte le più rilevanti in seguito:

- *trattenere ed attirare i manager*: Molto spesso i manager molto competenti e qualificati tendono a ricercare condizioni di lavoro migliori, anche dal punto di vista economico, per tale ragione se le società non utilizzano mezzi per trattenere ed attirare i migliori manager, avranno nel lungo periodo un riscontro certamente negativo e per questo è nell'interesse dell'azienda e dei suoi azionisti trattenere ed attirare i manager migliori. Un piano azionario ben strutturato può essere utilizzato da parte dell'azienda per motivare i manager chiave a rimanere nell'azienda a lungo termine, offrendo loro la possibilità di acquisire una partecipazione azionaria nell'azienda, creandosi così in questo modo un legame finanziario e un senso di proprietà che può aumentare l'impegno e la fedeltà. Allo stesso modo i manager più ambiziosi e qualificati di altre società possono ricevere una grande motivazione a cambiare società dall'opportunità di detenere azioni di un'azienda in crescita e di beneficiare dei suoi successi finanziari futuri.
- *Allineamento interessi economici*: L'interesse primo degli azionisti è che le azioni societarie crescano di valore nel tempo in quanto ciò genererebbe per loro un profitto economico. Molto spesso invece non è questo l'obiettivo dei manager, i quali vogliono perseguire i loro obiettivi economici come una retribuzione maggiore. Se la retribuzione dei manager più importanti

dell'azienda venisse fatta attraverso azioni societarie, i manager diventerebbero azionisti dell'azienda e visto che la loro retribuzione è una buona parte azioni, sarebbero incentivati ad agire proprio come azionisti, facendo a quel punto il loro interesse gestendo l'azienda con l'obiettivo di aumentare il valore delle azioni nel lungo periodo.

- *Raggiungere obiettivi aziendali*: se la società raggiunge gli obiettivi di performance dichiarati certamente sarà un fattore positivo per l'aumento di valore della società e quindi delle azioni detenute dagli azionisti. Un piano azionario può essere progettato per premiare i manager quando l'azienda raggiunge determinati obiettivi o traguardi finanziari oppure per incentivare i manager a prendere quelle decisioni strategiche per la società per porteranno nel lungo periodo una crescita di valore della società stessa come ad esempio un'acquisizione oppure una fusione con altri gruppi societari. A tal proposito se la remunerazione è in azioni, i manager saranno ancora più propensi a raggiungere performance migliori perché ciò va anche nel loro interesse primario oltre che in quello degli azionisti.

Risulta quindi evidente che l'utilizzo dei piani d'incentivazione azionari per i manager possano essere davvero utili per perseguire una serie di finalità aziendali, ma a questo si affianca il fatto che apparentemente sono uno strumento nel complesso non molto costoso. I costi derivanti dai piani azionari sono costi che la società scarica al mercato in quanto è dal mercato azionario che si stabilisce il valore di un'azione. Se il prezzo al momento della vendita è maggiore di quello di acquisto, i manager avranno un guadagno da plusvalenza, ma la società non pagherà nulla in relazione a quel guadagno ottenuto dai manager e per tale ragione si dice che i costi dei piani d'incentivazione azionari sono almeno in parte scaricati al mercato.

Queste finalità hanno poi evidentemente l'obiettivo ultimo e finale della creazione di valore per gli azionisti attraverso le leve che abbiamo descritto precedentemente, in particolare se gli obiettivi di manager ed azionisti sono allineati, allora diminuiranno i costi d'agenzia che certamente esisterebbero e sarebbero maggiori se invece le due parti avessero obiettivi contrastanti.

3.2.2. *I rischi potenziali dei piani azionari*

I piani d'incentivazione azionari per i manager hanno certamente molto vantaggi e riescono in modo ottimale a raggiungere gli obiettivi per i quali vengono utilizzati, ma allo stesso tempo esistono dei limiti e svantaggi e rischi che possono sorgere se il piano azionario non viene strutturato adeguatamente ed in linea con le necessità dell'azienda e degli stessi manager.

Per tale ragione è utile evidenziare alcuni aspetti negativi che possono sorgere nell'utilizzo dei piani azionari, che portano al sorgere di costi, anche finanziari, infatti, l'implementazione all'interno di una società di un piano d'incentivazione azionario per i manager ed anche in generale per i dipendenti, se non gestita adeguatamente, può portare costi elevati e non trascurabili per l'azienda dove tra i più interessanti possiamo rilevare i seguenti:

- *Complessità amministrativa*: I piani azionari possono avere un'elevata complessità dal punto di vista amministrativo in particolare se i destinatari di tale piano sono un numero molto elevato oppure la società ha sedi sparse in più giurisdizioni dove la gestione dei piani azionari in relazione alle norme di legge può anche cambiare notevolmente. Risulta certamente essenziale e necessario tenere traccia delle assegnazioni delle azioni, dei periodi di maturazione, delle tasse e degli adempimenti normativi, il che può richiedere un notevole sforzo amministrativo. Per tale ragione può essere ragionevole per l'azienda prima strutturare un piano azionario rivolto ai pochi membri del top management, con i quali i piani azionari sono anche più efficaci nell'obiettivo di creare valore nel lungo periodo per gli azionisti, e solo dopo valutare se sussistono le condizioni per espandere la remunerazione in azioni anche agli altri dipendenti.
- *Rischio di dipendenza*: Un piano azionario può creare una dipendenza da parte dei manager dal valore delle azioni dell'azienda, infatti se la retribuzione dei manager consiste in buona parte in azioni societarie allora nell'eventualità che il prezzo delle azioni diminuisca o se l'azienda non raggiungesse le aspettative finanziarie, i manager possono subire delle gravi perdite dal punto di vista economico-finanziario. A quel punto il piano azionario potrebbe avere anche effetti opposti rispetto alle sue finalità, come

diminuire la motivazione, l'attaccamento all'azienda e la produttività dei manager in quanto questi non vedono un ritorno economico dei loro sforzi fatti. Allo stesso modo una dipendenza dal valore delle azioni societarie potrebbe portare il top management a delle decisioni orientate soltanto all'aumento del valore delle azioni, ma con conseguenze possibilmente deleterie alla società nel suo complesso.

Si sono verificate inoltre, soprattutto negli Stati Uniti, delle situazioni in cui le tenute contabili delle società quotate in borsa venivano artificialmente ed ovviamente illegalmente manipolate dai manager al fine di mostrare dei buoni risultati delle performance aziendali e far aumentare il valore delle azioni sul mercato azionario e trarre così comunque un profitto dalla vendita delle azioni possedute, nonostante la situazione della società fosse in realtà negativa. Questo è stato uno dei motivi da cui sono derivate alcune crisi di borsa tra gli anni '90 e '00 e che hanno portato gravi perdite per le società durante quel periodo.

- *rischio liquidità*: Le azioni societarie, nonostante solitamente sono uno strumento abbastanza liquido o liquidabile, possono esserlo di meno rispetto ad altri tipi di compensazione, come il denaro contante o i bonus. Nel caso in cui i manager dovessero trovare di difficile liquidazione le azioni societarie in loro possesso, potrebbero considerare questa forma di retribuzione non così appetibile ed incentivante e rendere il piano azionario meno efficace nel raggiungere determinati obiettivi di allineamento d'interessi con gli azionisti. In tal senso è importante stabilire attentamente alcune clausole, come le clausole restrittive sulla vendita delle azioni, in quanto clausole che impediscono la vendita di azioni per un periodo molto lungo possono essere disincentivanti per i manager.
- *Disuguaglianza tra dipendenti*: I piani azionari sono uno strumento retributivo che per il top management comprende solitamente una ampia parte della retribuzione affinché possa essere efficace e allineare realmente gli interessi dei manager e degli azionisti. Tuttavia i piani azionari possono creare disuguaglianze tra i dipendenti, soprattutto se vengono assegnate in modo disomogeneo tra aree aziendali e dipartimenti, con conseguenze

negative in termini di tensioni interne tra manager e insoddisfazioni per coloro che ritengono di essere stati esclusi o poco considerati dal piano azionario. Risulta perciò fondamentale strutturare e implementare un piano azionario che tenga conto di tutti i destinatari del piano e delle loro aspettative in modo coerente e completo in modo da evitare il sorgere di queste problematiche.

Risulta quindi di vitale importanza per qualsiasi azienda che pensa di utilizzare un piano d'incentivazione azionario eseguire un'attenta valutazione di questi svantaggi potenziali e ponderarli rispetto ai benefici potenziali che è possibile ottenere prima di eseguire l'attuazione ed implementazione del piano azionario.

3.2.3. La pratica dello Stock Buyback legato ai piani azionari

Lo “Stock buyback” fa riferimento alla pratica da parte di società quotate sul mercato azionario di acquistare azioni proprie, il che significa essenzialmente che la società sta investendo su sé stessa. Questa pratica risulta però certamente particolare e per tale motivo esistono delle normative ben precise da rispettare a riguardo che variano a seconda del Paese in cui ci troviamo.

Esistono diverse ragioni per le quali una società decida di acquistare azioni proprie, ma in questa sede verrà analizzata una ragione in particolare che è legata strettamente all'utilizzo di piani azionari per retribuire il top management e in generale coloro che hanno potere decisionale strategico all'interno della società.

Lo stock buyback può essere tra le altre cose utilizzato dalle società quotate per aumentare il valore dei titoli azionari sul mercato. Il meccanismo che si verifica nel momento in cui una società decide di acquistare delle azioni proprie è una riduzione del flottante, cioè del numero di titoli azionari di quella società sul mercato, che ha come diretta conseguenza una diminuzione dell'offerta di azioni e quindi un aumento del prezzo.

Questa pratica infatti riesce a modificare artificialmente alcuni indicatori che sono utilizzati per valutare il valore di un titolo azionario, primo fra tutti l'EPS (earning per share) cioè l'utile per azione. Si verifica un meccanismo abbastanza semplice da comprendere, dove a parità di profitti generati, una diminuzione delle azioni in circolazione fa aumentare in modo evidentemente artificioso gli EPS, ma un utile per azione maggiore concorre a ad aumentare il valore delle azioni societarie senza che la società sia realmente cresciuta.

In questo contesto entra in gioco la questione legata all'utilizzo dei piani azionari per retribuire i manager. I manager che hanno una retribuzione molto consistente in azioni, senza adesso soffermarci sulla tipologia di piano azionario utilizzato, sono certamente incentivati ad assumere decisioni orientate all'aumento del valore delle azioni, che certamente è uno degli obiettivi principali degli azionisti. Per avere una crescita sostenibile di lungo periodo l'aumento del valore delle azioni dovrebbe essere legato al miglioramento delle performance aziendali come la crescita dei profitti e ad investimenti con dei Roi almeno positivi che contribuiscano alla crescita dell'azienda. Al contrario potrebbe anche essere deleterio per la società

concentrarsi esageratamente su pratiche che aumentano il valore delle azioni momentaneamente e artificiosamente, ma che potrebbero creare danni nel lungo periodo derivanti dal fatto di non aver investito in modo corretto verso altri tipi di progetti. In tale senso i manager che detengono azioni di una società quotate tramite piani azionari possono innescare dei meccanismi in modo di aumentare il valore delle azioni per poi venderle sul mercato azionario e trarre un lauto profitto. Ciò crea certamente un guadagno per gli azionisti e anche grazie a questa pratica avviene l'allineamento di interessi tra questi due soggetti. Allo stesso tempo però è necessario fare attenzione al potenziale danno in particolare agli azionisti che non hanno intenzione di vendere le proprie quote societarie, in quanto investimenti diversi dall'acquisto di azioni proprie potrebbero essere più vantaggiosi nel lungo periodo (potrebbero portare un ROI più elevato) e riuscire a creare reale valore a differenza dello stock buyback che crea valore in modo fittizio attraverso il meccanismo spiegato in precedenza.

Il principale autore su questo argomento risulta certamente William Lazonick che ha analizzato nei suoi lavori i danni potenziali derivanti dall'abuso di acquisto di azioni proprie da parte delle società quotate in particolare sul mercato azionario statunitense.

Ciò che viene sostenuto è che nel momento in cui i manager vengono retribuiti in azioni societarie saranno incentivati a spingere le società per il massiccio riacquisto di azioni proprie sul mercato con l'obiettivo di aumentare il valore delle azioni per poi trarre il massimo profitto possibile dalla vendita di quelle in loro possesso. Per eseguire tale manovra però la società deve necessariamente investire una grossa parte di liquidità a sua disposizione, la quale potrebbe essere però investita in altri progetti, come innovazione dei processi o riorganizzazioni aziendali che diminuiscono i costi gestionali, ovvero tutti elementi che contribuirebbero a migliorare concretamente le performance aziendali aumentando la produttività e creare un aumento di valore reale e sostenibile nel lungo periodo delle azioni societarie, il che contribuirebbe a creare una reale prosperità sia per gli azionisti che per gli altri stakeholder coinvolti.⁴¹

⁴¹ Lazonick, W.; (April 2014). "Profit without prosperity: how stock buyback manipulate the market and leave most Americans worse off".

In generale la presenza massiccia di retribuzione basata su azioni per i manager secondo Lazonick incentiverebbe gli stessi ad una gestione della società che basa l'allocazione delle risorse disponibili sul sistema che Lazonick nomina "*downsize-and-distribute*" che risulta ideale nell'obiettivo di massimizzare il valore delle azioni e che comprende un uso sempre maggiore della pratica del stock buyback, piuttosto che "*retain-and-reinvest*" che aveva garantito fino agli anni '80 che la crescita dei salari e della produttività andassero di pari passo.

Una retribuzione basata su azioni per i manager ed una conseguente gestione dell'allocazione di risorse di tipo *downsize-and-distribute* ha anche evidentemente favorito nel complesso la crescita dal punto di vista finanziario del valore delle azioni nell'interesse degli azionisti, ma ha anche contribuito ad aumentare sempre di più nel tempo il divario tra le remunerazioni dei CEO e quella dei dipendenti comuni in quanto i salari di questi hanno smesso di crescere proporzionalmente alla produttività, mentre le remunerazioni dei Ceo basate su azioni hanno beneficiato dell'aumento del valore di queste sul mercato azionario, garantendo elevati guadagni per i manager, talvolta anche ingiustificati rispetto al loro reale contributo apportato all'azienda.

Capitolo IV

Utilizzo dei piani azionari per i Ceo: un'analisi di confronto tra i gruppi bancari Unicredit e Intesa Sanpaolo

L'analisi di confronto a riguardo dell'utilizzo dei piani azionari per remunerare i Ceo che seguirà, ha come obiettivo mostrare dei casi concreti di remunerazione azionaria per i manager, evidenziando la struttura retributiva dei Ceo delle banche Unicredit e Intesa Sanpaolo, vedendo se esistono delle differenze sostanziali o meno tra i modelli retributivi per i Ceo delle due maggiori banche italiane. Successivamente si vuole mostrare come l'andamento del titolo azionario in Borsa delle società possa impattare sulla retribuzione finale ottenuta dai manager che detengono parte della loro remunerazione in azioni societarie e capire così nel concreto perché i piani azionari allineano gli obiettivi di manager ed azionisti.

4.1. Introduzione alle due realtà bancarie

4.1.1 Unicredit

Unicredit è una delle più importanti banche in Europa e ha la sua sede legale a Milano in Italia. La sua origine si attesta al 1998 dopo una vasta serie di fusioni ed acquisizioni tra altre istituzioni finanziarie e bancarie. Da quel momento Unicredit si è ampliata sempre di più, rafforzando la sua presenza anche a livello internazionale e diventando ad oggi una banca di livello mondiale che opera attraverso una rete internazionale in altri 18 Paesi e collabora con altre istituzioni bancarie, arrivando a circa 30 Paesi nel mondo.

La società è ad oggi quotata in Italia nell'indice FTSE MIB che è l'indice azionario più importante della Borsa Italiana ed anche nell'indice azionario Dax della Borsa Tedesca a Francoforte. La società è guidata dal 2021 da Andrea Orcel che ricopre il ruolo di Ceo del gruppo Unicredit ed è considerato ad oggi uno dei più importanti banchieri europei. La banca guidata da Andrea Orcel ha finito il 2023 con dei risultati eccezionali contando un livello di ricavi che si attesta ad un valore pari a 23,84 miliardi di euro, che risulta in netto aumento rispetto al 2022 del 17,3%. Questo risultato è però merito in gran parte all'elevato margine d'interesse registrato durante il 2023 rispetto all'anno precedente che si è attestato ad un +31,3%.

Le caratteristiche stesse dell'azionariato che vedremo a breve portano la banca a poter essere considerata in modo simile al concetto di "public company" del mondo anglosassone, dove vi è un azionariato diffuso e la guida della società è nelle mani di manager professionisti come nel caso di Unicredit che è guidata da Andrea Orcel. Da un punto di vista societario, come abbiamo accennato la società è quotata in borsa e presenta una proprietà abbastanza diffusa, senza la presenza di un azionista di maggioranza che detiene il controllo sulla società, ma sono presenti una serie di investitori istituzionali e professionali, per la maggior parte provenienti dall'estero, appartenenti a realtà strutturate come fondi d'investimento che hanno una certa

Maggiori azionisti	Azioni ordinarie	% di possesso
Gruppo BlackRock	114.907.383	6,832%
Gruppo Allianz	69.622.203	4,140%

rilevanza sulla realtà bancaria.⁴²

In particolare la partecipazione azionaria più rilevante risulta essere così suddivisa:

Dove i dati della tabella sopra riportata sono riferiti all'ultimo aggiornamento effettuato in data 3 aprile 2023.⁴³

I due azionisti maggiori della società sono grandi gruppi come il fondo

⁴² <https://www.unicredit.it/it/chi-siamo.html>

⁴³ <https://www.unicreditgroup.eu/it/investors/equity-investors/shareholders-structure.html>

d'investimento BlackRock che detiene la quota più alta di azioni della società ed il gruppo Allianz riferito al mondo assicurativo.

Il resto degli investitori sono investitori minori e come riferito dai canali ufficiali Unicredit sono composti come segue:

Figura 4: "Composizione azionariato di Unicredit"



Fonte: (<https://www.unicreditgroup.eu/it/investors/equity-investors/shareholders-structure.html>)

4.1.2. Intesa Sanpaolo

Intesa Sanpaolo è uno dei più importanti istituti bancari italiani ed è ufficialmente in attività dal 1° gennaio 2007, dopo che è avvenuta la fusione tra Banca Intesa S.p.A. e Sanpaolo IMI S.p.A. La sede legale ed amministrativa della società è a Torino ed ha anche una sede di secondaria importanza a Milano, ma come gruppo oltre che in Italia è presente ed opera in diversi Paesi dell'Europa Continentale. Risulta essere il primo gruppo bancario italiano e la società è quotata alla Borsa italiana a Milano nell'indice FTSE MIB. La società è guidata da Carlo Messina, il quale ricopre il ruolo di Amministratore delegato dal 2016.⁴⁴

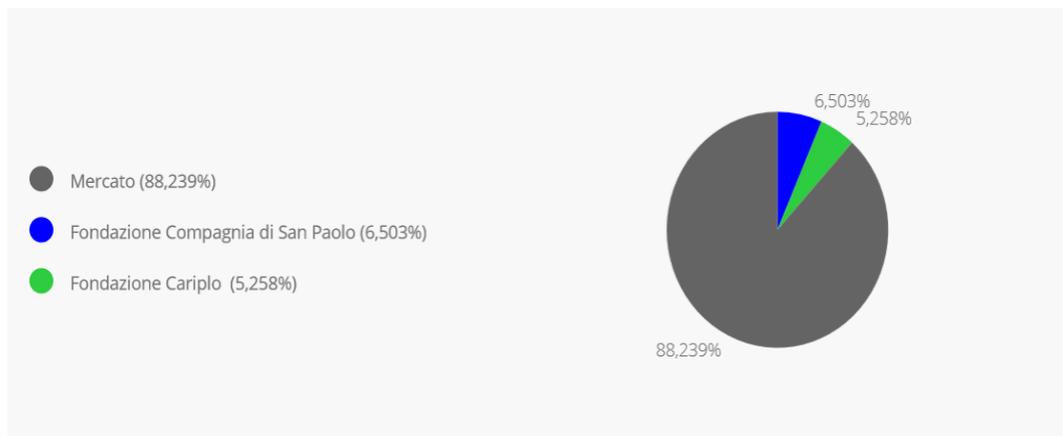
Allo stesso modo di Unicredit, Banca Intesa Sanpaolo è caratterizzata da un azionariato abbastanza diffuso, con l'azionista più rilevante che detiene appena il 6,503% delle quote azionarie della società ed anche per tale ragione risulta guidata

⁴⁴ <https://group.intesasanpaolo.com/it/chi-siamo>

da un gruppo di manager professionisti tra i quali appunto Carlo Messina. Nel 2023 la banca guidata da Carlo Messina ha chiuso l'anno con un fatturato annuo pari a 13,809 miliardi di euro e con un utile netto di 7,7 miliardi di euro che risulta essere il miglior risultato di sempre nella storia della banca, anche grazie agli elevati margini d'interesse registrati durante il 2023, ma anche grazie ad altri fattori come un basso livello di NPL (non-performing loans) collegato ad un tasso di solidità della banca elevato.⁴⁵

Intesa Sanpaolo da un punto di vista della struttura azionaria della società, presenta similmente ad Unicredit un azionariato abbastanza diffuso, senza un azionista di maggioranza, ma presenta comunque alcuni investitori di importanza rilevante, infatti possiamo vedere come segue che l'azionariato di Intesa Sanpaolo è così suddiviso:

Figura 5: "Composizione azionariato di Intesa Sanpaolo"



Fonte: (<https://group.intesasanpaolo.com/it/chi-siamo/azionariato>)

In particolare i maggiori azionisti della società sono caratterizzati nel dettaglio come di seguito mostrato nella tabella:

Maggiori azionisti	Azioni ordinarie	% di possesso
Fondazione Compagnia di San Paolo	1.188.947.304	6,503%
Fondazione Cariplo	961.333.900	5,258%

⁴⁵ Intesa Sanpaolo, (2024). "Bilanci 2023"

Dove i dati della tabella sopra riportata sono riferiti all'ultimo aggiornamento effettuato in data 24 aprile 2024, mentre il restante 88,239% delle quote societarie in modo diffuso appartiene a soggetti minori con poco o alcun potere verso la società. (anche il fondo d'investimento BlackRock detiene una quota abbastanza rilevante della società intorno al 5% delle quote societarie).⁴⁶

⁴⁶ <https://group.intesasanpaolo.com/it/chi-siamo/azionariato>

4.2. La struttura retributiva dei Ceo

4.2.1. La struttura retributiva di A. Orcel (Ceo di Unicredit)

Andrea Orcel è il Ceo di Unicredit dal 2021 e dal momento in cui è alla guida della società le performance della banca si sono rivelate sempre ottime ed in crescita. Questo ha contribuito a garantirgli una retribuzione di alto livello.

La retribuzione del Ceo di Unicredit è caratterizzata come molto spesso accade per i top manager da una parte fissa ed una parte variabile. In particolare andando ad analizzare l'ultima retribuzione ottenuta, cioè quella riferita al 2023 è possibile notare che la remunerazione del Ceo è composta da:

- Parte fissa
- Benefit
- Azioni (parte variabile)

La parte fissa della retribuzione di Orcel è stata stabilita nel 2023 a 3,25 milioni di euro con una parte variabile, come approvato dall'Assemblea degli Azionisti del 31 marzo 2023, che può arrivare fino a due volte la parte fissa per una parte variabile di massimo 6,5 milioni di euro interamente in azioni della società, basata sul raggiungimento di una serie di obiettivi target specifici.

Da quanto si evince dalle politiche sulla remunerazione di Unicredit la suddetta parte variabile verrà elargita a Orcel in azioni spalmandola su un lasso di tempo fino al 2030, e considerando il periodo di retention obbligatorio di 1 anno sarà effettivamente elargita come segue:

Figura 6: “Schema di differimento azionario per il Ceo del 2023 – Unicredit”



Fonte:

(https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup.eu/documents/it/governance/remunerazione/politica-retributiva-di-gruppo/2023/Politica_Gruppo_2023_remunerazione_e_compensi_corrisposti.pdf)

Gli obiettivi stabiliti per il 2023 sono stati tutti pienamente raggiunti perciò significa che la parte variabile è stata interamente maturata e verrà elargita ad Orcel sulla base dello schema di differimento precedente come segue:

Figura 7: “Differimento azionario effettivo per il Ceo del 2023 - Unicredit”



Fonte:

(https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup.eu/documents/it/governance/remunerazione/politica-retributiva-di-gruppo/2024/Politica_Gruppo_2024_remunerazione_e_compensi_corrisposti.pdf)

La quota di azioni da destinare ad Orcel è stata calcolata secondo Unicredit come segue: “L’importo nominale (€6,5 milioni) è stato convertito in 458.520 azioni totali (di cui 183.408 upfront e 275.112 differite in 3 quote soggette alle condizioni aggiuntive di lungo termine) utilizzando un prezzo di conversione di €14,176, fissato in linea con le regole del Sistema Incentivante di Gruppo approvato per il 2023, ossia calcolato partendo dal prezzo di mercato delle azioni UniCredit rilevato all’inizio del periodo di performance (€17,011 come Prezzo medio di mercato dal 01.01.2023 al 31.03.2023)”⁴⁷

Come prima considerazione è possibile dire che una remunerazione strutturata in questi termini riesce a motivare ed incentivare il Ceo sia a rimanere nella società che a cercare di creare valore in termini di aumento di prezzo delle azioni nel lungo periodo.

Come remunerazione ottenuta nel 2023 da Orcel è importante considerare oltre alla remunerazione fissa ottenuta ed alla remunerazione variabile in azioni che verrà effettivamente incassata da Orcel negli anni successivi secondo lo schema precedente, anche la remunerazione incassata derivante da piani azionari degli anni precedenti. In particolare è possibile notare che è stato conferito ad Orcel una quota

⁴⁷ Unicredit, (2024). “Relazione sulla Politica 2024 di Gruppo in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti”. Pag. 112

di azioni derivanti dai piani azionari precedenti del valore nominale di 3.605.376 euro calcolate secondo le regole approvate negli anni precedenti dall'Assemblea degli Azionisti.⁴⁸

Facendo queste considerazioni possiamo quindi dire che il ceo di Unicredit nel 2023 abbia avuto entrate effettive per 3,25 milioni di euro derivanti dalla parte fissa della sua remunerazione del 2023 a cui si aggiungono azioni dal valore nominale precedentemente spiegato per un totale di valore nominale di 6.855.000 euro.

4.2.2 La struttura retributiva di C. Messina (Ceo di Intesa Sanpaolo)

Carlo Messina è il Ceo di Intesa Sanpaolo dal 2016 ed è considerato uno dei migliori nel suo ruolo, il che è dimostrato dal fatto di essere alla guida della più grande banca italiana da ormai 8 anni.

La sua retribuzione è suddivisa in una parte fissa ed una componente variabile che può arrivare fino ad un massimo del 175% di quella fissa se vengono raggiunti tutti gli obiettivi target prestabiliti. In particolare la retribuzione fissa del 2023 di Carlo Messina approvata dall'assemblea degli Azionisti è stata di 2,620 milioni di euro, invariata dal 2016 con un variabile massimo che quindi ammonta 4,585 milioni di euro. Dato che tutti gli obiettivi prestabiliti sono stati raggiunti dalla banca la remunerazione maturata da Messina per il 2023 è stata di 7,205 milioni di euro.⁴⁹

Per quanto riguarda la parte variabile, questa è suddivisa per il 40% in contanti ed il 60 % in azioni societarie con uno schema di differimento strutturato come di seguito:

Figura 8: "Differimento azionario effettivo per il Ceo del 2023- ISP"

Liquidazione €/000	2024	2025	2026	2027	2028	2029
contanti	917			184	184	550
azioni (controvalore)		917	550	550	367	367

Fonte:

(https://group.intesasanpaolo.com/content/dam/portalgrouppdf/repositorydocumenti/investorrelations/Contenuti/RISORSE/Documenti%20PDF/governance/20240324_Rel_Remunerazioni_it.pdf)

⁴⁸ Unicredit, (2024). "Allegato 1 alla Relazione sulla Politica 2024 di Gruppo in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti". Pag. 4

⁴⁹ Intesa Sanpaolo, (2024). "Relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti 14 marzo 2024"

Come remunerazione effettivamente incassata da Messina nel 2023, oltre alla parte fissa che ammonta come detto a 2,620 milioni di euro, è necessario considerare la remunerazione derivante da piani d'incentivazione precedenti che nel 2023 ammonta a premi di 1,478 milioni di euro per una remunerazione incassata effettiva di 4,098 milioni di euro ed una componente in azioni sempre derivante da piani di anni precedenti dal valore nominale pari a 1,647 milioni di euro per una somma totale di valore nominale di 5,745 milioni di euro.⁵⁰

4.2.3. Similitudini e differenze di struttura retributiva per i due Ceo

Dopo aver esaminato le strutture retributive dei Ceo di Unicredit e Intesa Sanpaolo, risulta interessante fare alcune considerazioni in merito analizzando quali sono gli aspetti che differiscono tra le due strutture e quali invece seguono la medesima logica.

Per quanto riguarda le similitudini tra le due strutture retributive, esistono almeno tre aspetti per i quali la struttura retributiva è stata disegnata seguendo le medesime logiche di cui si parlerà e questi sono:

- *Retribuzione variabile elevata*: Come primo elemento peculiare è possibile notare che la retribuzione dei Ceo sia composta da un'ampia parte di variabile collegato al raggiungimento di una serie di obiettivi prestabiliti, infatti per quanto riguarda Unicredit la parte variabile della retribuzione del Ceo può arrivare fino al 200% della retribuzione fissa mentre per Intesa San Paolo questa si attesta ad un valore poco più basso del 175%.

Già da questa prima caratteristica emerge l'intenzione di entrambe le banche considerate di legare la retribuzione dei propri ceo, i quali hanno grandi impatti sulle performance aziendali tramite le loro decisioni, al raggiungimento di determinati obiettivi in modo da incentivarli a raggiungere gli stessi.

- *Differimento sul lungo periodo*: un ulteriore elemento di interesse riguarda il differimento su molti anni della parte variabile maturata a seconda degli obiettivi raggiunti nell'anno considerato. Per entrambi i ceo la retribuzione

⁵⁰ Intesa Sanpaolo, (2024). "Dettaglio dei compensi corrisposti nel 2023"

variabile maturata nel 2023 verrà differita in un periodo di tempo di molti anni, in particolare fino al 2030 per il Ceo di Unicredit e fino al 2029 per il Ceo di Intesa Sanpaolo, rispettivamente in 7 e 6 anni.

Questa struttura retributiva mostra l'intenzione non soltanto di legare la retribuzione alle performance aziendali, ma anche di legare il Ceo stesso all'azienda con l'obiettivo di creare valore in un orizzonte di lungo periodo.

- *Retribuzione in azioni consistente*: Il terzo elemento che come vedremo risulta essere anche tra i più impattanti è la retribuzione della parte variabile tramite azioni della società. Entrambi i Ceo delle due banche ricevono una parte rilevante del loro compenso attraverso azioni della società per cui lavorano ed in particolare il Ceo di Unicredit nel 2023 ha ricevuto o riceverà in futuro secondo lo schema di differimento previsto il 100% della parte variabile maturata in azioni, mentre il Ceo di Intesa Sanpaolo il 60% ed il restante 40% in denaro.

L'obiettivo di questo tipo di retribuzione è rendere i Ceo anch'essi azionisti della società, con una quota di azioni che impatta significativamente sulla loro retribuzione in modo tale da incentivarli a lavorare per aumentare il valore delle azioni societarie nel lungo periodo, allineando così i loro interessi a quelli degli azionisti.

Le due strutture retributive al contrario non presentano differenze molto significative, ad esclusione del fatto che la retribuzione del Ceo di Unicredit è in generale un po' più elevata rispetto al Ceo di Intesa Sanpaolo, il che segnala quindi la volontà di entrambi gli istituti bancari a muoversi nella direzione spiegata precedentemente, come strategia di retribuzione per i propri Amministratori Delegati.

4.3. Gli impatti dei piani azionari sulla retribuzione

4.3.1. Confronto sull'andamento dei titoli azionari

Per fare delle considerazioni sugli impatti dei piani azionari sulla retribuzione dei Ceo, è utile ma allo stesso tempo necessario fare una breve analisi confrontando l'andamento dei titoli delle due banche prese in esame al fine di potersi fare un'idea del valore della società e soprattutto di com'è variato nel tempo.

Come base di partenza per l'analisi consideriamo l'andamento dei titoli delle due banche, utilizzando una scala logaritmica per poter meglio eseguire dei confronti, negli ultimi 5 anni (30/04/2019-30/04/2024), ritenuto come orizzonte temporale abbastanza lungo da poter notare l'andamento dei titoli nel tempo e poter fare delle prime considerazioni in merito.

Figura 9: "andamento titoli azionari UCG.MI e ISP.MI in scala logaritmica (30/04/2019-30/04/2024)"



Fonte: (Yahoo!finance.(2024))

Possiamo notare che gli andamenti dei due grafici dei titoli siano abbastanza simili, con impatti significativi sul valore dei titoli dovuti ad elementi esterni alla gestione societaria. In negativo possiamo vedere una caduta in concomitanza dell'inizio della pandemia di Covid-19 nel 2020 ed un altro balzo negativo con l'inizio della guerra in Ucraina nel 2022, viceversa vediamo un andamento molto positivo dei titoli nell'ultimo periodo, grazie a fattori macroeconomici favorevoli alle realtà bancarie, cioè un livello elevato dei tassi d'interesse, che ha fatto alzare il margine

d'interesse e ha portato ingenti profitti che hanno contribuito all'aumento del valore delle società in Borsa. L'impatto rilevante di fenomeni esterni sarà fondamentale per delle riflessioni che verranno di seguito.

Avendo come obiettivo paragonare le remunerazioni dei due Ceo in particolare dell'ultimo anno, il grafico sull'andamento dei titoli azionari di Unicredit (in rosso) ed Intesa Sanpaolo (in verde), che sono riferiti alla quotazione della Borsa di Milano, è stato costruito utilizzando sull'asse delle ascisse il tempo considerando i valori tra l'1/01/2023 e 30/04/2024, mentre sull'asse delle ordinate utilizzando una visualizzazione dei valori sull'andamento della performance dei titoli in termini percentuali rispetto al dato di partenza di inizio 2023. L'utilizzo di valori percentuali è stato scelto per rendere meglio paragonabili le performance delle due banche, in quanti i termini assoluti potrebbero essere meno chiari e non rendere bene il confronto sull'andamento dei due titoli.

Figura 10: "andamento titoli azionari UCG.MI e ISP.MI in termini percentuali (1/01/2023-30/04/2024)"



Fonte: (Yahoo!finance.(2024))

Dal grafico si evince che da inizio 2023 ad al 30/4/2024 il valore delle azioni societarie ha avuto una crescita imponente anche se Unicredit ha registrato un aumento del valore del +160,55% contro Intesa Sanpaolo che si è assestata ad un +70,50%. In particolare l'aumento è stato più marcato dal 2024 grazie alla comunicazione degli ottimi risultati raggiunti dalle società durante il 2023, trainati

in particolare dagli elevati tassi di interesse che hanno portati aumenti vertiginosi sui margini di interesse delle due banche come è possibile riscontrare dai bilanci delle società del 2023.

In tal senso ad Agosto 2023 il governo Meloni aveva annunciato una tassa del 40% sui margini d'interesse delle banche, che avrebbero colpito fortemente gli utili dell'anno in corso ed anche per questo motivo legato a tale incertezza, i titoli delle due società avevano mostrato tra Agosto e Ottobre 2023 una certa stagnazione. Ad Ottobre 2023 venne annunciata la legge a riguardo con molte modifiche, rendendola di fatto molto meno impattante, considerando che è stata aggiunta la possibilità di non pagare la tassa dovuta se si avesse destinato 2,5 volte la somma da pagare in una riserva di utili non distribuibili. Entrambe le società hanno optato per questa scelta, evitando di pagare la tassa sugli extraprofitti ed allo stesso tempo rendendo più solide le proprie società grazie a tale riserva non distribuibile che servirà a coprire eventuali perdite in futuro. Dopo questo annuncio i titoli hanno ripreso forza, certi degli utili che si sarebbero conseguiti finito l'anno fiscale 2023.

4.3.2. Effetti dei piani azionari sulla retribuzione

Dopo aver analizzato la struttura retributiva dei Ceo e aver dato uno sguardo di approfondimento all'andamento dei titoli di Unicredit e Intesa Sanpaolo sul mercato azionario, abbiamo sufficienti elementi per dare un primo giudizio sugli effetti che l'utilizzo dei piani d'incentivazione azionari per i Ceo ha sulle loro retribuzioni, capendo così nel concreto perché possano essere efficaci nel motivare i manager ad agire per aumentare il valore delle azioni, allineando così il loro interesse a quello degli azionisti.

Il caso estremamente positivo sugli effetti dei piani azionari è quello sulla retribuzione del Ceo di Unicredit Andrea Orcel. Infatti nel 2023 ha ricevuto come abbiamo visto un importo in azioni dal valore nominale di 3.605.376 euro derivante da piani azionari di anni precedenti, nei quali come abbiamo osservato il valore delle azioni Unicredit era estremamente inferiore a quello attuale perciò ha effettivamente ricevuto una cifra più del doppio superiore di quella stabilita nominalmente negli anni precedenti. Inoltre considerando la retribuzione del 2023, dove il valore nominale delle azioni era stato stabilito ad un prezzo di conversione di €14,176, possiamo dire che, se il titolo Unicredit dovesse anche solo mantenere il prezzo attuale senza aumentare ulteriormente, Andrea Orcel andrebbe concretamente a ricevere negli anni più del doppio dei 6,5 milioni di euro stabiliti nominalmente da contratto.

Risulta evidente che l'aumento del prezzo delle azioni Unicredit ha permesso ad Orcel di intascare una retribuzione estremamente maggiore di quella stabilita a livello nominale. Da ciò è possibile comprendere l'efficacia di una retribuzione in azioni nell'incentivare i manager ad operare con l'obiettivo di aumentare il prezzo delle azioni societarie, facendo così l'interesse degli azionisti.

Un caso simile è riscontrabile nella retribuzione del Ceo di Intesa Sanpaolo Carlo Messina dove, grazie all'aumento del valore del titolo di Intesa, ha ricevuto una somma molto maggiore rispetto a quella nominale, ma in questo caso i piani azionari hanno avuto un impatto minore rispetto al caso di Unicredit, poiché il titolo è aumentato di valore in misura minore. Inoltre Carlo Messina si è reso protagonista di un esempio concreto in negativo per quanto riguarda l'utilizzo dei piani azionari per retribuire i manager. Nel 2021 infatti il piano di stock option a lui indirizzato

non è stato attivato in quanto il valore del titolo al momento del exercise period era inferiore allo strike price stabilito impedendo a Carlo Messina di avere potenzialmente importanti guadagni.

Questo però è proprio un caso concreto in cui viene dimostrato che se il valore del titolo non aumenta, il Ceo non riceverebbe vantaggi anzi en sarebbe svantaggiato, ed è proprio il motivo per cui i piani azionari incentivano i Ceo ad agire per elevare il valore del titolo della società che guidano.

4.3.3. I problemi legati alla remunerazione tramite azioni

Siamo riusciti a vedere concretamente che i piani d'incentivazione azionari per i manager sono un valido strumento per allineare gli interessi di manager ed azionisti, il che dimostrato dal forte impatto che questi possono avere sulla retribuzione finale dei manager sia in positivo che in negativo come visto dai casi di Unicredit e Intesa Sanpaolo.

Risulta però anche importante portare alla luce qualche criticità legata all'utilizzo di questo tipo di retribuzione, nonostante riesca egregiamente a raggiungere gli obiettivi per la quale è utilizzata.

In particolare, come è anche mostrato dai casi analizzati, utilizzare una struttura retributiva per i Ceo con il conferimento di azioni potrebbe disallineare la retribuzione del Ceo dal valore realmente apportato alla società. Questo può accadere perché il valore dei titoli azionari sul mercato azionario può oscillare per varie motivazioni che vanno ben oltre le scelte strategiche adottate dai manager, come in particolare cause esterne non direttamente controllabili e gestibili dai Ceo stessi.

Gli esempi stessi portati in precedenza ne sono una prova infatti, il valore delle azioni di Unicredit ed Intesa Sanpaolo sono aumentate nell'ultimo anno grazie soprattutto ai risultati conseguiti dalle banche, non grazie specificatamente a decisioni strategiche dei manager, ma grazie agli elevati margini d'interesse dovuti a cause macroeconomiche.

Allo stesso tempo, il caso in cui nel 2021 Carlo Messina non ha potuto esercitare la sua opzione sulle azioni di Intesa è stato in parte dovuto al crollo del mercato azionario in epoca Covid-19 e non direttamente a causa di sue scelte di gestione errate.

Da queste evidenze risulta possibile supporre che una struttura retributiva per i Ceo basata su una retribuzione in parte in azioni possa rendere ingiusta la cifra percepita dai manager sia in positivo che in negativo, che dipenderebbe in buona parte da cause non imputabili direttamente a loro.

Considerando poi la generale tendenza di crescita del mercato azionario, questo tipo di strumento renderebbe la loro retribuzione, in particolare in momenti molto favorevoli del mercato azionario, ampiamente superiore di quella che meriterebbero

in relazione al loro operato ed allo stesso tempo fortemente sbilanciata rispetto ai normali dipendenti che non hanno posizioni manageriali, contribuendo così ad un aumento di disparità retributiva all'interno della società, tra coloro che occupano posizioni apicali ed il resto dei dipendenti.

Conclusioni

In conclusione di questo lavoro di tesi, risulta utile ed opportuno trarre alcune considerazioni e riflessioni finali a riguardo del tema trattato.

I conflitti d'interesse che possono sorgere tra manager ed azionisti, quando vi è la separazione tra la proprietà ed il controllo e si instaura tra loro una relazione d'agenzia, sono certamente una tema molto impattante e rilevante all'interno delle imprese in quanto da questi possono scaturire diversi tipi di costi, anche molto ingenti, che andrebbero ad incidere negativamente sul bilancio e quindi sulle performance dell'azienda.

Per tale ragione le imprese hanno la necessità di utilizzare strumenti adeguati al fine di riuscire quanto più possibile ad attenuare questi conflitti ed allineare gli interessi tra manager ed azionisti e molto spesso questo strumento sono i piani d'incentivazione azionari come mezzo di retribuzione per i manager.

Le aziende li utilizzano in quanto, pagando i manager in azioni, questi diventano essi stessi azionisti della società, motivandoli così ad agire con l'obiettivo di aumentare il valore delle azioni societarie nel lungo periodo, che è proprio l'interesse primario detenuto dagli azionisti. In questo modo si verifica l'allineamento d'interessi sperato per attenuare i possibili conflitti tra il manager e l'azionista.

In ultimo, attraverso il confronto concreto di utilizzo dei piani d'incentivazione azionari come parte di retribuzione per i propri Amministratori delegati tra le due banche Unicredit e Intesa Sanpaolo si è potuto evidenziare gli effetti che questi sulla retribuzione finale dei manager hanno ma anche allo stesso momento i loro possibili problemi causati dal loro stesso utilizzo.

I piani azionari possono avere degli impatti estremamente positivi sulle retribuzioni dei manager, nel caso di un titolo in tendente rialzo in borsa e qui viene dimostrata l'efficacia di questi nell'allineare gli obiettivi tra azionisti e manager. allo stesso modo però la problematica emersa è che, considerato che i mercati sono soggetti a variazioni causate spesso da fattori esterni all'agire dei manager, questi possono potenzialmente subire impatti elevati alle loro retribuzioni sia in positivo che in

negativo totalmente scollegati dal loro reale contributo lavorativo e decisionale all'interno della società.

Bibliografia

- Akerlof, G. (1970). *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*.
- Albet, J. (2005). *Guida pratica alla corporate governance*. Milano: Egea.
- Armen, A., & Demsetz, H. (1972). Production, Information Costs, and Economic Organization. *American Economic Review*, vol. 65, n. 5.
- Berle, & Means. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*.
- Borsa Italiana. (s.d.). Codice di Autodisciplina delle società quotate.
- Bruni, G. (2002). La strategia del valore tra conflittualità ed equilibrio di interessi. *Rivista italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*.
- Clarkson, M. (1995). A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance. *Academy of Management Review*.
- Commissione Europea. (2001). *Libro Verde "Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese"*. Bruxelles.
- Commissione Europea. (2011). *Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-14 in materia di responsabilità sociale delle imprese*.
- De Nova, G. (2019). *Codice civile e leggi collegate*. Zanichelli.
- Dell'Acqua, A. (2020). *Debt Management: pianificare e gestire le scelte di indebitamento aziendale*.
- Deloitte. (2010). *Executive Compensation: Plan, Perform & Pay*.
- Donaldson, T., & Preston, L. (1995). *The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications*.

- Etzioni, A. (1964). *Modern Organizations*. Englewood Cliffs.
- Freeman, E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*.
- Freeman, E., & Moutchnik, A. (2013). *Stakeholder management and CSR: questions and answers*.
- Friedman, M. (1970). A Friedman Doctrine: The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits. *The New York Times Magazine*.
- Groenewegen, P. (2003). *Classics and Moderns in Economics: Essays on Nineteenth and Twentieth Century Economic Thought*.
- Intesa Sanpaolo. (2024). *Bilanci 2023*.
- Intesa Sanpaolo. (2024). *Dettaglio dei compensi corrisposti nel 2023*.
- Intesa Sanpaolo. (2024). *Relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti 14 marzo 2024*.
- J. P. Morgan Company. (2024, gennaio 9). *Performance stock units PSU*.
- J.P. Morgan Company. (2022, luglio 6). *Piani di Executive Compensation: funzionamento e struttura*.
- J.P. Morgan Company. (2023, ottobre 11). *“Guida ai piani di incentivazione a lungo termine (ILT)”*.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*.
- Lazonick, W. (2014). *Profit without prosperity: how stock buyback manipulate the market and leave most Americans worse off*.
- Leontief, W. (1986). *Input-Output Economics*. New York: Oxford University Press.
- Marshall, A. (1890). *Principles of Economics*. London: Macmillan.

- Milgrom, P., & Roberts, J. (1992). *Economics, Organization and Management*. London: Prentice Hall.
- Mitchell, R. K., Bradley, R. A., & Wood, J. D. (1997, October). “Toward a Theory of Stakeholder Identification and Saliance: Defining the Principle of Who and What Really Counts. *Academy of Management Review*.
- Morgan Stanley. (2022). *Restricted Stock Unit Basics For U.S. Employees*.
- NCEO. (2018, maggio 9). *Phantom Stock and Stock Appreciation Rights (SARs)*.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2006). Strategy and Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility. *Harvard Business Review*.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). Creating Shared Value. *Harvard Business Review*.
- Potito, L. (2012). *Economia aziendale*. Torino: Giappichelli.
- Preston, L. E., & Sapienza, H. J. (1990). *Stakeholder management and corporate performance*.
- Salvioni, D. (2009). *La corporate governance nelle imprese*.
- The Cadbury Report. (1992). *Financial Aspects of Corporate Governance*.
- Toninelli, P. (2012). *Storia d'impresa*. Il Mulino.
- Unicredit. (2024). *Allegato 1 alla Relazione sulla Politica 2024 di Gruppo in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti*.
- Unicredit. (2024). *Relazione sulla Politica 2024 di Gruppo in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti*.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? *Journal of Financial Economics* .

Zattoni, A. (2006). *Corporate governance*. Egea.

Sitografia

https://group.intesasanpaolo.com/content/dam/portalgroup/repositorydocumenti/investorrelatons/Contenuti/RISORSE/Documenti%20PDF/governance/20240324_Rel_Remunerazioni_it.pdf.

<https://group.intesasanpaolo.com/it/chi-siamo>.

<https://group.intesasanpaolo.com/it/chi-siamo/azionariato>.

<https://www.semanticscholar.org/paper/The-Stakeholder-Theory-of-the-Corporation%3A-and-Donaldson-Preston/f1d01e96a30365181f5e2989f15b633ce6235f91>.

<https://www.semanticscholar.org/paper/The-Stakeholder-Theory-of-the-Corporation%3A-and-Donaldson-Preston/f1d01e96a30365181f5e2989f15b633ce6235f91>.

<https://www.unicredit.it/it/chi-siamo.html>.

https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroupeu/documents/it/governance/remunerazione/politica-retributiva-di-gruppo/2023/Politica_Gruppo_2023_remunerazione_e_compensi_corrisposti.pdf.

https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroupeu/documents/it/governance/remunerazione/politica-retributiva-di-gruppo/2024/Politica_Gruppo_2024_remunerazione_e_compensi_corrisposti.pdf.

<https://www.unicreditgroup.eu/it/investors/equity-investors/shareholders-structure.html>.