

Marco Artiaco

# Remunerazione degli amministratori e corporate governance: nuovi paradigmi dopo la crisi finanziaria

*Prefazione di Paola Schwizer*



**FrancoAngeli**



MANAGEMENT

ECONOMIA

## Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.





I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it) e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità.

Marco Artiacò

**Remunerazione  
degli amministratori  
e corporate governance:  
nuovi paradigmi  
dopo la crisi finanziaria**

*Prefazione di Paola Schwizer*

**FrancoAngeli**

*Grafica della copertina: Elena Pellegrini*

Copyright © 2013 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy

*L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it).*

# Indice

<b>Prefazione</b> , di <i>Paola Schwizer</i>	pag. 9
<b>Introduzione</b>	» 13
<b>1. Premessa</b>	» 17
1.1. La nascita e l'evoluzione delle remunerazioni	» 17
1.2. L'influenza dell'assetto proprietario	» 23
1.3. Le remunerazioni nei diversi sistemi capitalistici	» 27
1.4. La remunerazione e la corporate governance	» 35
1.5. Un problema tra efficacia ed equità	» 40
1.6. Verso un paradigma per le remunerazioni del XXI secolo	» 43
Bibliografia	» 45
<b>2. La teoria delle remunerazioni</b>	» 49
2.1. L'influenza della letteratura sui sistemi di remunerazione	» 49
2.2. L'approccio contingency ai sistemi di remunerazione	» 52
2.3. L'approccio contrattuale per la gestione dell'opportunismo degli amministratori	» 59
2.4. Le caratteristiche del board e la remunerazione	» 61
2.5. La relazione remunerazione-performance d'impresa	» 64
2.6. Il limite della teoria contrattualistica	» 67
2.7. La prospettiva organizzativa	» 70
2.8. La determinazione dei compensi tramite Peering Group	» 75
Bibliografia	» 77
<b>3. I sistemi di remunerazione</b>	» 83
3.1. La natura del sistema di remunerazione del consiglio di amministrazione	» 83
3.2. Le finalità del sistema di remunerazione	» 86

3.2.1. L'acquisizione di risorse qualificate	pag. 87
3.2.2. Il mantenimento delle competenze	» 91
3.2.3. L'orientamento delle decisioni degli amministratori	» 92
3.3. Le determinanti della remunerazione	» 93
3.3.1. Le caratteristiche del consiglio di amministrazione	» 95
3.3.2. Le caratteristiche dell'impresa	» 97
Bibliografia	» 105
<b>4. Il consiglio di amministrazione</b>	» 109
4.1. Il ruolo del consiglio di amministrazione nell'impresa	» 109
4.2. Le funzioni del consiglio di amministrazione	» 111
4.3. Le diverse configurazioni dell'organo di governo	» 116
4.4. La composizione del consiglio di amministrazione	» 118
4.4.1. Le caratteristiche dei singoli consiglieri	» 119
4.4.2. La dimensione del consiglio di amministrazione	» 122
4.4.3. L'effetto dell'interlocking sulle remunerazioni	» 125
4.5. Il ruolo degli amministratori e il sistema di remunerazione	» 127
4.5.1. Il peso dei diversi ruoli	» 127
4.5.2. La remunerazione degli amministratori esecutivi o interni	» 129
4.5.3. La remunerazione degli amministratori esterni	» 131
4.5.4. La remunerazione degli amministratori indipendenti	» 132
Bibliografia	» 135
<b>5. La dinamica delle remunerazioni</b>	» 139
5.1. Struttura e dinamica del sistema di remunerazione	» 139
5.2. Componente fissa-compenso base	» 141
5.3. Componente variabile, bonus annuale	» 146
5.4. Componente variabile legata al capitale d'impresa (stock option)	» 150
5.5. Componente straordinaria	» 152
5.6. Sistemi di remunerazione e incentivi di lungo periodo	» 154
Bibliografia	» 157
<b>6. Le stock option</b>	» 159
6.1. L'ipotesi alla base delle stock option	» 159
6.2. I principali piani di stock option	» 163
6.3. La struttura di un piano di stock option	» 166
6.4. I costi delle stock option	» 171
6.5. Gli aspetti incentivanti dei piani di stock option	» 173
6.6. L'informativa sulle stock option	» 175
6.7. I limiti delle stock option	» 178
Bibliografia	» 180



<b>7. La gestione del rischio e le remunerazioni</b>	pag. 183
7.1. Il rischio e la remunerazione	» 183
7.2. Il rischio e le decisioni degli amministratori	» 185
7.3. Le principali categorie di rischio	» 188
7.3.1. Il rischio strategico	» 190
7.3.2. Il rischio economico	» 192
7.3.3. Il rischio finanziario	» 193
7.3.4. Il rischio operativo	» 194
7.3.5. Il rischio patrimoniale	» 196
7.4. Gestione del rischio e corporate governance	» 197
7.5. L'asimmetria di rischio tra amministratori e azionisti	» 199
Bibliografia	» 201
<b>8. La regolamentazione delle remunerazioni</b>	» 203
8.1. L'introduzione della regolamentazione post crisi finanziaria	» 203
8.2. Gli elementi di disciplina delle remunerazioni	» 204
8.3. I principi di corporate governance nei diversi paesi	» 207
8.4. La regolamentazione in funzione della tipologia d'impresa	» 211
8.5. La regolamentazione della struttura del sistema di remunerazione	» 215
8.6. La regolamentazione degli incentivi	» 216
8.7. La regolamentazione sulla trasparenza e sui controlli	» 218
8.8. La regolamentazione sul livello delle remunerazioni	» 220
Bibliografia	» 223
<b>9. Conclusioni</b>	» 225
9.1. I problemi delle remunerazioni	» 225
9.2. La remunerazione tra mercato e regolamentazione	» 227
9.3. Verso il controllo delle remunerazioni in ottica oggettiva	» 229
9.3.1. L'estensione degli obblighi di trasparenza	» 230
9.3.2. Le nuove logiche per i sistemi incentivanti	» 231
9.3.3. Il controllo delle remunerazioni attraverso amministratori indipendenti	» 232
9.3.4. Il controllo con il comitato remunerazioni	» 234
9.3.5. La gestione del rischio e la remunerazione	» 235
9.4. Verso la cultura della remunerazione	» 237
Bibliografia	» 238



# Prefazione

*di Paola Schwizer\**

I sistemi di remunerazione e di incentivazione condizionano in modo determinante i comportamenti individuali. Essi assumono un ruolo chiave nei modelli di corporate governance, così come in tutta l'organizzazione aziendale, configurandosi sia come strumento di comunicazione degli obiettivi strategici ed operativi, sia come meccanismo di guida e coordinamento delle decisioni e delle azioni. Non stupisce quindi che il tema sia, da sempre, al centro del dibattito sulla qualità del management e del governo delle imprese.

Dopo lo scoppio della crisi, l'attenzione nei confronti dei livelli e dei meccanismi di remunerazione degli amministratori e dei capi azienda è cresciuta in modo vertiginoso, complici alcuni casi di evidente disallineamento tra compensi e performance registrate dalle società. Il timore che le politiche di remunerazione abbiano incoraggiato l'eccessiva assunzione di rischi e l'opportunismo manageriale ha determinato l'introduzione, nei vari ordinamenti e nei codici di autodisciplina delle società quotate, di regole e principi volti a garantire maggiore equità e trasparenza.

Le evidenti insoddisfazioni sul tema hanno condotto, di recente, anche ad un maggiore attivismo degli azionisti, che hanno espresso in alcune assemblee societarie parere contrario ai piani di remunerazione proposti dai rispettivi consigli di amministrazione. Sono andati altresì affermandosi orientamenti e correnti di pensiero volti a stimolare una crescente considerazione di indicatori di sostenibilità sociale e ambientale dell'impresa nei sistemi premianti. Ciò anche ai fini di un crescente allineamento degli interessi dei top-manager alle istanze di una serie allargata di portatori di inte-

\* Professore ordinario di Economia degli intermediari finanziari presso l'Università di Parma. Presidente di NedCommunity

resse, generalmente esclusa dalla normale conduzione d'impresa.

Più in generale, l'obiettivo perseguito dalle recenti riforme è quello di aumentare il monitoraggio sulla coerenza tra gli incentivi prodotti dai compensi e gli obiettivi da perseguire a livello aziendale e di sistema. Azionisti e amministratori indipendenti, rappresentati nei comitati per le remunerazioni, sono chiamati ad esprimere raccomandazioni e pareri e a governare gli effetti che gli accordi retributivi possono avere sugli assetti societari, sul valore delle azioni e sulla soddisfazione degli altri stakeholder. Le misure introdotte, e quelle proposte, per evitare l'assunzione di rischi eccessivi, riguardano anche la fissazione di limiti al rapporto tra la componente fissa e quella variabile della remunerazione totale (Unione Europea, Direttiva 2013/36/UE), il ricorso a meccanismi di differimento dei compensi variabili, il collegamento dei sistemi di incentivo a variabili rappresentative del rischio e delle performance di medio periodo.

In un quadro di progressiva evoluzione dei sistemi e delle politiche di remunerazione, assumono particolare rilievo sia l'analisi delle determinanti storiche ed economiche degli attuali sistemi di remunerazione manageriale, sia lo studio delle strutture tecniche, spesso complesse, in cui esse prendono forma, sia ancora le relative implicazioni in termini di processi motivazionali.

Il lavoro qui presentato offre un contributo approfondito di esplorazione del tema, nei suoi diversi riflessi: regolamentari, economici, manageriali e comportamentali. Mantenendo sullo sfondo considerazioni di equità e di giustizia sociale, il volume analizza la natura delle remunerazioni, le relazioni causali con gli altri meccanismi di corporate governance e con le performance d'impresa, il possibile conflitto tra norme e mercato nell'indirizzo dei livelli e delle forme di *compensation* ai fini dello sviluppo di modelli virtuosi, sostenibili e funzionali alla realizzazione di risultati economici positivi per le singole società e per il sistema nel suo complesso.

Numerose scelte di impostazione che guidano lo studio di Marco Artiacono offrono un contributo innovativo e rilevante allo sviluppo del dibattito in corso:

- la prospettiva storico-economica con cui si introduce il tema delle remunerazioni e se ne presentano le determinanti, evidenziando la miopia di alcune scelte strutturali, come ad esempio quelle insite in alcuni meccanismi di incentivazione basati su azioni;
- l'approccio scientifico, che porta ad analizzare, con un buon grado di approfondimento, i diversi filoni della letteratura manageriale che hanno cercato di inquadrare il ruolo distintivo delle figure apicali nell'organizzazione di impresa e di proporre schemi di remunerazione

coerenti con l'obiettivo di riduzione della divergenza degli interessi tra principal e agent, valutandone l'impatto sui risultati aziendali;

- il dettaglio relativo all'articolazione delle remunerazioni e alla relativa dinamica nel tempo, che aiuta a identificare i requisiti di una corretta progettazione del sistema nel rispetto delle finalità proprie delle singole componenti (fissa, variabile, straordinaria), delle strategie aziendali e del mercato;
- la trattazione puntuale e organica di alcuni profili centrali, anche nel quadro normativo, quali i sistemi di stock option, da un lato, e la relazione tra remunerazione e rischi assunti, dall'altro. In effetti, se i primi sono giudicati con scetticismo, poiché fonte di decisioni poco prudenti e orientate alla crescita di breve del valore delle azioni, si rileva l'opportunità – sottolineata anche dalle norme – di orientare il sistema incentivante ad obiettivi di medio-lungo periodo, incorporandovi misure di performance ponderate per il rischio e una puntuale definizione della propensione al rischio desiderata dal consiglio di amministrazione.

La ricchezza di casi ed esempi, volti a contestualizzare la presentazione dei singoli temi, offrono al lettore una piacevole prospettiva sui principali "errori di processo" commessi dalle imprese e dal mercato rispettivamente nell'impostazione e nella valutazione di efficacia dei sistemi di remunerazione manageriale ed evidenziano quelle buone pratiche che possono ispirare, sin da ora, un'evoluzione culturale e manageriale del sistema economico e finanziario.



## Introduzione

Nel corso degli ultimi decenni, le remunerazioni degli amministratori delle imprese sono cresciute esponenzialmente grazie alle stock option e ad una cultura basata sul liberismo e sulla meritocrazia. L'erogazione di retribuzioni molto più elevate rispetto alla media ha trovato giustificazione nel compensare la professionalità e la responsabilità di quegli individui capaci di generare maggior ricchezza per gli *stakeholder*. Il binomio elevati compensi e maggior profitto per gli azionisti si è verificato fino agli ultimi anni del XX secolo. I primi anni del nuovo secolo hanno portato sotto gli occhi di tutti i limiti della teoria "remunerazione-performance" posta alla base di molti sistemi di remunerazione. Le imprese hanno iniziato a ridurre le loro performance economiche senza, nel contempo, ridurre il compenso di chi le amministrava. In taluni casi sono stati proprio i sistemi di remunerazione ad incentivare gli amministratori a malversazioni societarie o a stili di gestione non prudenti. George Shaheen, amministratore delegato della Webvan, dimessosi poco prima del suo fallimento, ha avuto dalla società 6,7 milioni dollari<sup>1</sup>.

Le recenti crisi finanziarie ed economiche hanno messo in discussione i modelli di remunerazione e di incentivo degli amministratori: perché pagare tanto individui, che generano delle ingenti perdite per gli azionisti e disoccupazione per i lavoratori? Nella primavera del 2010, migliaia di persone si sono radunate a Wall Street per protestare sui compensi dei capi azienda. In questi ultimi anni si è diffuso un generale senso critico verso i sistemi di remunerazione. Ad essi si attribuiscono diverse responsabilità, quali di essere stati l'incentivo a gestioni rischiose e determinanti di rottura della coesione sociale. Molte delle critiche sono meritate, anche se oggettivamente

<sup>1</sup> Lublin J., (2002), "As their Companies Crumbled, some CEO's Got Big-money Pay-outs", *Wall Street Journal*, Feb 26, p. B1.

vamente non tutti i mali del capitalismo dipendono dalle remunerazioni. La strada intrapresa dagli addetti ai lavori è stata l'introduzione di una elevata regolamentazione per le imprese finanziarie. In Svizzera la maggior parte dei cittadini, nella primavera del 2013, ha votato per introdurre *ex lege* un tetto sui compensi dei top manager<sup>2</sup>. Seguire questa via, senza interrogarsi del perché le remunerazioni si sono sviluppate in questo modo, potrebbe generare degli effetti maggiormente negativi sul sistema capitalistico. Quando l'introduzione di *cap* viene applicata solo in certi paesi o a certi settori si rischia di creare squilibri nel mercato del lavoro delle figure apicali.

Questo lavoro nasce dal desiderio di comprendere le reali logiche di funzionamento dei sistemi di remunerazione e di poter fornire delle indicazioni ai soggetti interessati, accademici e professionisti, sulle loro possibili evoluzioni.

Nella prima parte del libro mi sono dedicato ad analizzare le cause che hanno determinato l'evoluzione dei sistemi di remunerazione dalla nascita ad oggi. Nella mia prospettiva, le politiche *compensation* sono state influenzate dall'ortodossia accademica, dall'ambiente circostante, dall'evoluzione dei mercati finanziari e dall'assenza di procedure di controllo specifiche da parte dei consigli di amministrazione. Quest'insieme di forze ha modellato, nel tempo, i sistemi di remunerazione allontanandoli dagli obiettivi per cui erano stati costruiti. La diffusione di politiche di remunerazione basate su *stock option* ha avuto l'effetto, non tanto di incentivare gli amministratori a gestioni performanti, ma quello di incrementare costantemente il valore medio delle remunerazioni. Nella parte centrale del libro ho analizzato la regolamentazione, la dinamica, i processi di progettazione delle remunerazioni e dei sistemi incentivanti con lo scopo di fornire al lettore gli strumenti necessari per comprendere gli aspetti positivi e negativi dei sistemi di remunerazione come sono stati adottati nella maggior parte dei casi.

Sono convinto che la complessità del sistema di remunerazione sia stata spesso trascurata. Molti studi hanno valutato solo gli elementi quantitativi. Anche oggi, quando si riflette sulle possibili soluzioni, sono considerati, quasi esclusivamente, gli aspetti che possono determinare una riduzione dei compensi. I legislatori sono maggiormente tentati di introdurre norme che risultano nella realtà inapplicabili, ma che richiamano facili consensi. Nel corso dello studio ho cercato di trovare con razionalità un nuovo paradig-

<sup>2</sup> Articolo di Ester Corvi, (4/3/2013), Milano Finanza [http://www.milanofinanza.it/news/dettaglio\\_news.asp?id=201303040845271609&chkAgen%20zie=TMFI](http://www.milanofinanza.it/news/dettaglio_news.asp?id=201303040845271609&chkAgen%20zie=TMFI).



ma, evitando di transitare dall'apologia delle teorie sulla *compensation*, in difesa dei vertici aziendali, alla critica distruttiva di tutto ciò che è stato sviluppato fino ad oggi. La mia conclusione è che affinché i sistemi di remunerazioni siano efficaci risulta necessario seguire delle regole generali. I valori delle remunerazioni devono essere determinati tenendo conto sia dell'equilibrio economico dell'impresa e sia della necessità di attrarre le risorse idonee a gestire le imprese. In secondo luogo, i regolatori devono definire dei principi omogenei nei diversi paesi e nei diversi settori, per evitare la fuga dei talenti verso Paesi e settori meno regolati. Infine, il controllo delle remunerazioni dovrebbe diventare obbligatorio laddove le caratteristiche di queste ultime sono tali da generare dei conflitti con i vari stakeholder. Queste semplici regole potrebbero portare ad un superamento dei limiti dei sistemi di remunerazione così come li abbiamo conosciuti negli scorsi decenni.



# 1. Premessa

## 1.1. La nascita e l'evoluzione delle remunerazioni

Le modalità di governo dell'impresa sono mutate negli ultimi 100 anni producendo degli effetti sulle remunerazioni degli amministratori. Il problema della remunerazione ha origine all'inizio del secolo XX, con la nascita della società per azioni, che determina la necessità di un fiduciario in grado di gestire il patrimonio societario (Firn, 1975). L'introduzione della società a responsabilità limitata consentiva di sviluppare degli investimenti industriali e commerciali, che potevano non richiedere l'impegno diretto nella gestione da parte dell'investitore. Con la responsabilità limitata, nasce il mercato dei capitali. Gli investitori potevano investire del capitale in una o più iniziative che non gestivano, rischiando al massimo il solo capitale investito. La conseguenza della nascita del mercato dei capitali è la separazione tra proprietà e controllo: la gestione è affidata ad amministratori che possono non coincidere con la proprietà.

Prima dell'avvento della società a responsabilità limitata, il governo d'impresa era nelle mani dell'imprenditore capitalista, anche se coadiuvato da tecnici con competenze gestionali. Il management aveva un ruolo di funzionario, non legato al capitale (Burnham, 1946). La comparsa dei manager stipendiati è riconducibile ad una nuova forma organizzativa sorta nella seconda metà del XIX secolo: le grandi imprese ad integrazione verticale (Chandler, 1990). Molte di queste imprese sorsero alla fine del XIX o all'inizio del XX secolo, ma mantennero una posizione dominante nei rispettivi settori fino ai tempi recenti<sup>1</sup>. Secondo Chandler, queste imprese si

<sup>1</sup> Nascono negli Stati Uniti imprese come Kodak, Johnson and Johnson, Coca Cola e Sears, sorte fra il 1880 ed il 1890, e General Electric, PepsiCo e Goodyear, sorte tra il 1890

distinguevano per tre caratteristiche peculiari. In primo luogo, il massiccio investimento in impianti produttivi allo scopo di sfruttare potenziali economie di scala. La seconda caratteristica era l'integrazione, a valle come a monte. La terza caratteristica era la presenza di una gerarchia di manager professionisti, una conseguenza naturale delle prime due caratteristiche. Tuttavia questi manager non avevano potere di indirizzo strategico e di controllo sull'impresa, che restava in mano all'imprenditore capitalista. L'introduzione della figura del manager, un funzionario esterno alla famiglia dell'imprenditore, rappresentava un passo propedeutico alla futura origine dell'amministratore, che avverrà cinquanta anni più tardi.

A quel tempo le remunerazioni dei manager erano determinate dalle condizioni di un mercato del lavoro poco dinamico per diverse ragioni. In primo luogo, gli imprenditori della seconda rivoluzione industriale avevano maggiori possibilità di controllare i propri manager proprio perché si trattava d'impresе ad alto impiego di capitali e perché il settore finanziario era sottosviluppato. I manager, anche i più esperti, non avevano un mercato al di fuori dell'impresa. In secondo luogo, l'impresa moderna richiedeva ai suoi manager competenze funzionali e di prodotto molto specifiche. Significativo è che tra il 1890 ed il 1950, il periodo dell'ascesa della grande impresa industriale, si registri un fortissimo contenimento delle retribuzioni dei manager d'impresa rispetto a quelle degli operai; inoltre, alla fine dell'800 la remunerazione degli amministratori era generalmente gratuita, in quanto essi coincidevano con l'imprenditore capitalista a cui spettava il profitto (Firm, 1975).

Il momento di discontinuità, che origina la figura del "manager amministratore", può essere individuato nel secondo decennio del XX secolo, periodo in cui il potere di governo nella grande impresa passa dagli imprenditori capitalisti al management. In questo momento storico concorrono più cause a determinare quest'evento.

Le imprese si dotarono di un'organizzazione complessa con molteplici funzionari e dirigenti, che necessitavano un grande impegno di programmazione e coordinamento delle attività. La gestione richiedeva delle valutazioni strategiche sulla scelta dei prodotti da fabbricare e da vendere, sulla tecnologia, sulla scelta dei fattori produttivi e sulla scelta delle risorse umane, che solo figure con una forte preparazione tecnica riuscivano a realizzare (Zanda, 2009).

Ulteriori fattori determinanti furono le modifiche del diritto societario.

ed il 1900. In Europa si riscontrano imprese ancora più longeve, sono infatti nate tra il 1860 ed il 1930 imprese come Daimler Benz, Bmw, Hoechst, Bayer e Basf.

Con l'introduzione della società per azioni, il capitale delle grandi imprese iniziò ad essere suddiviso tra una molteplicità di investitori, per cui nessuno era in grado di influenzare le decisioni dell'impresa (Berle, Means, 1932). Prima di questo periodo il diritto commerciale ed in particolare quello societario non erano ancora ben sviluppati. In questo contesto, il governo dell'impresa, era caratterizzato dalla sostanziale coincidenza tra proprietà, gestione e controllo, e con l'assenza di elementi conflittuali, quantomeno in termini di distribuzione del potere decisionale al vertice. La proprietà, la gestione ed il controllo erano detenuti dalla figura dell'imprenditore capitalista. Gli imprenditori-fondatori si trovavano a condividere ben poco della propria autorità con altri soggetti; ai manager non era in alcun modo necessaria alcuna forma di delega del potere in virtù della coincidenza fra proprietà e controllo (Colli, 2006).

In fine, si svilupparono notevolmente i mercati borsistici, grazie ai quali venivano raccolti i capitali per le iniziative imprenditoriali. A partire dai primi decenni del XX secolo, in particolar modo negli Stati Uniti, si diffuse, grazie al quadro normativo favorevole ed a una cultura liberista, lo scambio di azioni tramite operatori specializzati (Hobsbawm, 1979; Seligman, 1995).

I cambiamenti degli elementi dell'impresa sopra riportati, comportarono che la gestione fosse affidata a persone con competenze tecniche specifiche. Il soggetto economico che prendeva le decisioni dell'impresa non era più l'imprenditore capitalista, ma i manager professionisti, non proprietari. In questo contesto il ruolo dell'amministratore diventava centrale. Da una parte, il fabbisogno di competenze tecnico gestionali aumenta il potere dei manager, dall'altra nasceva la necessità per l'investitore di avere dei fiduciari che rappresentassero i propri interessi. Dagli anni '30 agli anni '70, la grande impresa, sotto la guida degli amministratori manager, si consolida; accanto ad essa si consolida anche la figura dell'amministratore manager.

L'importanza che acquisiscono gli amministratori determina, nei decenni successivi, un incremento delle remunerazioni verso l'alto. In questa fase furono soprattutto le imprese oligopolistiche a fare da traino all'incremento dei compensi. Le remunerazioni degli amministratori delle grandi imprese oligopolistiche rappresentavano una redistribuzione di profitti superiori alla norma, che venivano trasformati in compensi molto elevati che gli amministratori assegnavano a se stessi. Queste remunerazioni, in realtà, incorporavano una parte degli extraprofiti di oligopolio e servivano a qualificare lo "status" degli amministratori, i quali attraverso l'approccio collusivo realizzavano la creazione di giganti dell'economia (Sylos Labini, 2009). Il livello di remunerazione delle grandi imprese creava un mercato del lavoro delle figure apicali, con alti compensi anche per gli amministratori delle imprese più piccole.