

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra Controllo di Gestione Avanzato

## DINAMICHE RETRIBUTIVE E INDICATORI DI PERFORMANCE. UNA VERIFICA EMPIRICA IN CHIAVE GLOBALE NEL SETTORE BANCARIO

RELATORE CANDIDATO

Prof. Fabrizio Di Lazzaro Matr.639071

Manuela Detomaso

CORRELATORE
Prof. Alessandro Musaio

ANNO ACCADEMICO 2012/2013

Alla mia famiglia per il suo sostegno

### Indice

Introduzione6			
CA	PIT	OLO I	
	_	balizzazione dei mercati finanziari e l'evoluzione del dibattito internazionale emunerazione dei dirigenti	
Intr	odu	zione11	
	<ol> <li>3.</li> <li>4.</li> </ol>	I mercati finanziari e il quadro macroeconomico globale	
	5.	Considerazioni finali sulla correlazione tra crisi finanziaria e retribuzioni manageriali	
cor	npe	si finanziaria e l'evoluzione delle regolamentazione: la revisione dei principi di ensation e corporate governance	
	1.	La crisi finanziaria e le riforme: la necessità di una regolamentazione globale32	
	1.1	L'intervento del Financial Stability Board	
	2.	Le Raccomandazioni e le Direttive europee, l'Accordo di Basilea e le altre riforme sui criteri di remunerazione e <i>corporate governace</i> 36	
	2.1	Remunerazione, criteri di performance e <i>corporate governance</i> : l'approccio regolamentare dei Paesi europei	
	3.	Dal <i>Serbans Oxley Act</i> al <i>Dodd-Frank Act</i> , le riforme della Federal Reserve e della SEC in U.S.A e della CCGG e Canada	
	4.	La rivoluzione delle regole in Cina, Giappone e Australia: la <i>pay structure,</i> le misure della performance e i nuovi modelli di governance	
	5.	Le disclosure sulla Remuneration Committee e il meccanismo "say on pay": evidenza empirica sulla <i>corporate governance</i> settore bancario internazionale70	
	5.1	La Remuneration Committee nelle banche europee72	
	5.2	La Personnel and Compensation Committee delle banche nordamericane76	

5.3 La Compensation Committee nelle banche dell'area austro-asiatica	77			
6. Riflessioni finali sulle novità relative alle nuove norme di governance remu	ınerativa.79			
CAPITOLO III				
Gli elementi della <i>compensation structure</i> e i parametri per la valutazione de performance individuale	elle			
Introduzione	81			
<ol> <li>Gli elementi della compensation structure degli executive. Il quadro teorica 1.1 La remunerazione fissa</li></ol>				
Ratio  3. Riflessioni conclusive sulle criticità delle nuove strutture remunerat indicatori	ive e degli			
CAPITOLO IV				
L'evidenza empirica a livello globale sulle strutture e le dinamiche retributiv settore bancario	e nel			
Introduzione	121			
<ol> <li>Premessa all'analisi empirica</li> <li>La struttura dei compensi nei gruppi bancari dell'Eurozona</li> </ol>				

4.	L'articolazione della remunerazione delle banche di Cina e Giappone160
5.	Considerazioni analitiche conclusive sui trend retributivi, il pay mix e i nuovi indicatori
	di performance nel settore bancario globale166
CAPI	TOLO V
Cli in	dicatori di perfomance e l'evoluzione del valore aggiunto del capitale
GII III	dicatori di perioriance e i evoluzione dei valore aggiunto dei capitale
Introd	uzione170
1.	L'analisi della performance economico-finanziaria orientata al valore170
	1 Gli indicatori di redditività, efficienza e solvibilità nell'economia bancaria171
	2 II diagramma del valore
۷.	Evidenza empirica su redditività e valore aggiunto del capitale nel settore bancario internazionale
2.	1 La dinamica del valore nelle banche europee179
2.2	2 La performance del profitto economico delle banche americane203
2.3	3 L'evoluzione del "Vac" nelle banche australiane e asiatiche212
3.	Considerazioni conclusive sui risultati empirici relativi ai gruppi bancari e ai mercati
	finanziari224
CAPI	TOLO VI
L'and	lamento sul mercato azionario: la remunerazione degli azionisti e la retribuzione
degli	executive a confronto
Introd	uzione229
1.	Il significato degli indicatori di mercato ai fini dell'analisi delle dinamiche
0	retributive
2.	·
3.	Le quotazioni e il <i>dividend payout</i> nelle banche di cultura anglosassone240
4.	Il trend dei corsi azionari e il <i>payout ratio</i> nelle banche asiatiche248
5.	Considerazioni finali sull'analisi comparativa tra le quotazioni di mercato e le
	remunerazioni di azionisti e top manager bancari252
Conc	lusioni255
Biblio	ografia259

3. La dinamica retributiva nei gruppi bancari del mondo anglosassone......143

#### Introduzione

Negli ultimi decenni un fervente dibattito internazionale è cresciuto intorno al tema delle remunerazioni multimilionarie corrisposte ai Chief Executive Officer delle più grandi società multinazionali e soprattutto dei maggiori istituti bancari che controllano i mercati finanziari mondiali.

Nel 2011 Bob Diamond, CEO della banca britannica Barclays, guadagnò 17 milioni di sterline; lo stipendio complessivo di Federico Ghizzoni, numero uno del Gruppo italiano Unicredit raggiunse quota 2,19 milioni di euro, a fronte dei 23,1 milioni di dollari intascati da Jamie Dimon, CEO di JP Morgan Chase & Co. Nello stesso anno Jiang Jianquing, leader della più grande banca cinese per totale dell'attivo, l'Industrial Construction Bank of China, percepiva "solo" 308,000 dollari.

All'inizio del 2011 il mondo occidentale si affacciava al nuovo anno con la speranza che proseguissero i timidi segnali di ripresa che avevano fatto recuperare nel 2010 qualche punto di PIL rispetto al 2009, che avevano fatto sperare in una ripartenza del mercato del lavoro, nell'uscita dal periodo di deflazione e avevano creduto di poter sfruttare l'inarrestabilità degli incalzanti consumi e investimenti che, pur rallentati, non avevano arrestato la crescita del mercato asiatico e degli altri Paesi emergenti. In realtà, in quell'anno l'Europa si trovò a dover passare dalla devastante crisi finanziaria del 2008 importata dagli Stati Uniti ad una nuova crisi, di cui questa volta era l'artefice, ossia quella del debito sovrano di alcune nazioni del vecchio continente.

Gli eventi che si sono susseguiti durante il triennio 2009-2011 hanno segnato profondamente l'andamento attuale dell'economia mondiale e hanno visto il settore bancario internazionale rivestire un ruolo da protagonista. La contrazione dei volumi dei finanziamenti concessi alle imprese segnate da un profondo calo degli ordini e la maggiore dì volatilità delle relative quotazione sui mercati azionari, gli interventi delle banche centrali per ripristinare la liquidità del settore bancario, le vendite speculative dei titoli di debito pubblico dei Paesi europei che sembravano mettere a repentaglio la stabilità dell'Euro hanno fatto comprendere al mondo intero quale ruolo cruciale stesse rivestendo l'industria bancaria nel determinare le sorti dell'intero pianeta e hanno richiamato l'attenzione sulle scelte strategiche e operative compiute dai manager finanziari in questi ultimi anni.

A dire il vero, già all'indomani della crisi finanziaria del 2008, quando si sono incominciati a cercare i responsabili della più grave recessione che il mondo stesse affrontando dopo quella del 1929, si era intensificato il dibattito internazionale sulle remunerazioni sfrenate concesse agli executive e ai top manager, le quali sono state senz'altro riconosciute dal potenti della Terra convocati nel G20 del 2009 come una delle cause scatenanti la crisi.

Si è andata rapidamente diffondendo l'idea che le prassi remunerative bancarie avessero di fatto indotto i dipendenti ad ingaggiare rischi eccessivi e atteggiamenti poco prudenti, che avevano condotto a clamorosi fallimenti come quelli di Bearn Sterns e Lehman Borthers e messo a repentaglio la sopravvivenza di un numero elevatissimo di altri istituti bancari, i quali spesso hanno dovuto far ricorso agli interventi pubblici per evitare il dissesto finanziario.

Dunque, i rischi eccessivi assunti dietro la spinta di sistemi di incentivazione distorti non hanno solo danneggiato l'economia mondiale, ma hanno finito per deteriorare rapidamente le condizioni economico-finanziarie e patrimoniali degli stessi enti finanziari che le avevano promosse.

Il presente lavoro prende spunto da tali consapevolezze per effettuare un'analisi empirica a livello globale sulla correlazione esistente tra le dinamiche retributive in voga nel settore bancario nel triennio citato ed i risultati economici e finanziari ottenuti nello stesso periodo.

In particolare, questo lavoro si propone come un'analisi di redditività, la quale verrà esaminata sotto tre punti di vista. Il primo è il profilo della redditività dei compensi percepiti dagli *executive*. Il secondo consiste nelle condizioni di redditività, oltre che di efficienza e solvibilità, che hanno caratterizzato i gruppi bancari esaminati nel triennio 2009-2011. Infine, la terza prospettiva è quella della redditività dell'investimento per gli azionisti delle società bancarie proposte.

Questo triplice approccio al concetto di "redditività" costituisce il primo elemento di differenziazione dell'analisi svolta rispetto a quelle più tipiche avviate nella letteratura accademica sul tema trattato, le quali hanno indagato soprattutto la questione del rischio nel verificare la correlazione *pay-performance*, ossia tra remunerazione e risultati conseguiti.

Inoltre, il presente elaborato si basa su un approccio sperimentale all'analisi di redditività fondato sul diagramma del valore, uno strumento che permette l'individuazione del reddito economico, e non solo di quello contabile, il quale, opportunamente combinato con altre misure, consente di ottenere il Valore Aggiunto del Capitale ("Vac") e di verificare, quindi, la capacità dei manager di creare o distruggere valore economico negli anni. Il Vac e gli altri indicatori di performance saranno messi puntualmente in correlazione con la dinamica della retribuzione totale e con il trend delle due macro categorie in cui questa può essere scomposta: la componente fissa e quella variabile.

Il primo capitolo si propone di esplorare più approfonditamente lo scenario macroeconomico nel triennio 2009-2011. Esso contiene anche una revisione della letteratura accademica internazionale sul tema proposto nel presente elaborato, al fine di chiarire in che modo si sia evoluto il dibattito internazionale sulla questione del collegamento *pay-performance* e per comprendere come l'analisi empirica condotta in questo lavoro si inserisca nel panorama

della letteratura internazionale. Infine, il capitolo presenta il campione delle ventitré banche selezionate e i criteri di costruzione dello stesso.

Il secondo capitolo si pone l'obiettivo di esaminare quale impatto abbia avuto la crisi finanziaria del 2008 sull'evoluzione della normativa internazionale riguardante la remunerazione dei massimi dirigenti bancari, e non solo, focalizzando l'attenzione inizialmente sui presupposti che hanno portato all'adozione dei nuovi provvedimenti da parte delle autorità di regolamentazione e vigilanza di numerosissimi Paesi, stimolati dagli interventi del Financial Stability Board e del G20 nel 2009. Dunque, si ripercorrerà il complesso delle raccomandazioni, delle direttive e degli altri interventi dell'Unione Europea, del governo statunitense e della Federal Reserve e delle altre autorità cinesi e giapponesi, oltre che australiane e canadesi, aventi ad oggetto le strutture remunerative, i criteri di valutazione della performance e le nuove prassi di corporate governance. Il capitolo si chiude con un'analisi a livello empirico della governance remunerativa delle banche selezionate nel campione, al fine di osservare l'effettivo recepimento delle importanti novità normative dei Paesi in cui hanno sede.

Il terzo capitolo intende ripercorrere tutte le tecniche e gli strumenti adoperati a livello internazionale per la remunerazione degli executive, esaminando i vantaggi e le criticità di ciascuna forma retributiva. La trattazione prosegue con l'individuazione di tutti gli indicatori comunemente adoperati per valutare e monitorare le performance manageriali, e si discuteranno le ragioni di opportunità e convenienza ai fini di una valutazione corretta e oggettiva dei risultati raggiunti. Prendendo spunto da alcuni elementi critici che caratterizzano tali metriche, si suggerirà l'utilizzo ai fini retributivi del modello di Gordon per il calcolo del valore intrinseco dei prezzi azionari. Tale proposta è motivata dalle caratteristiche fortemente predittive della performance riscontrate per taluni elementi coinvolti nella costruzione del modello, che permetterebbero una valutazione prospettica, e non retrospettiva, delle prestazioni manageriali.

Obiettivo del quarto capitolo sarà quello di osservare le prassi retributive effettivamente seguite dai i principali gruppi bancari selezionati. Per ciascuno di essi, infatti, si passeranno in rassegna i principi fondamentali che animano la politica retributiva e l'articolazione degli elementi del "pay mix". Si discuterà, quindi, il trend in crescita o in diminuzione riscontrato per l'andamento della retribuzione totale. Il capitolo si chiude con una discussione analitica sull'orientamento retributivo e le tendenze, relative alla tipologia dei compensi e agli indicatori di performance concretamente osservati, rispetto a quelli noti dalla teoria remunerativa illustrata nel terzo capitolo.

Il quinto capitolo contiene il fulcro dell'analisi, che, come anticipato, è stata condotta mediante il *diagramma del valore*, quale strumento che consente di effettuare un confronto sistematico tra il reddito economico aziendale e il costo di approvvigionamento del capitale di

rischio. Il reddito economico verrà calcolato attraverso "l'approccio *levered*" basato sull'individuazione del ROE come prodotto di indicatori di redditività, efficienza operativa e della leva finanziaria. Il capitolo inizia con l'illustrazione dei margini reddituali e dei parametri che saranno utilizzati nell'analisi e prosegue con la spiegazione del metodo di calcolo del valore aggiunto del capitale. Il Vac, il ROE e alcuni altri indici basilari nell'economia bancaria saranno messi a confronto con l'andamento della remunerazione totale, di quella fissa e della quota di incentivazione variabile per verificarne il tipo di correlazione esistente.

Infine, il sesto capitolo sviluppa il confronto tra la remunerazione degli executive e la remunerazione degli azionisti, riassunta tramite misure quali il TSR, l'EPS, i dividendi e il Payout Ratio. Infine, si considereranno i prezzi azionari e la loro evoluzione rispetto alla retribuzione totale, dal momento che, secondo i Remuneration Report, un'ampia percentuale di essa viene agganciata proprio all'andamento delle quotazioni azionarie. Si cercherà di capire, quindi, se vi sia una correlazione tra le retribuzioni e la performance di mercato, riassunta nella dinamica dei prezzi medi annui dei titoli bancari.

#### **CAPITOLO I**

## La globalizzazione dei mercati finanziari e l'evoluzione del dibattito internazionale sulla remunerazione dei dirigenti

#### Introduzione

Il primo capitolo ha l'obiettivo di esplorare le condizioni che hanno caratterizzato l'andamento dell'economia globale durante il triennio 2009-2011, ossia l'orizzonte temporale nel quale si svolge l'analisi empirica svolta in questo elaborato. Ciò al fine di approfondire i presupposti che hanno influenzato lo svolgimento dell'attività bancaria chiarendo il ruolo rivestito dal mercato finanziario, delle politiche fiscali, del commercio internazionale e dall'andamento di investimenti e consumi. In particolare, l'attenzione verrà focalizzata sui provvedimenti adottati da alcune delle maggiori banche centrali al mondo per sostenere il settore bancario. La seconda parte del capitolo contiene una revisione della letteratura accademica sulla questione della remunerazione degli executive, non solo bancari, dai primi sviluppi negli anni ottanta fino ai recenti risultati ottenuti nel 2012. L'obiettivo è quello di capire in che modo si sia evoluto il dibattito internazionale sul tema e come questo sia stato influenzato dai profondi cambiamenti del quadro economico globale soprattutto a seguito della crisi finanziaria del 2008. Il capitolo prosegue spiegando come l'analisi empirica condotta in questo lavoro si inserisca nel panorama della letteratura internazionale e chiarendo le caratteristiche innovative dell'analisi sperimentale svolta.

#### 1. I mercati finanziari e il quadro macroeconomico globale<sup>1</sup>

Il presente paragrafo intende esplorare lo scenario macroeconomico e le condizioni che hanno caratterizzato l'operatività dei mercati finanziari nel triennio 2009-2011. Il quadro economico globale sarà presentato secondo la sua evoluzione cronologica.

\_

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> I dati riportati nel paragrafo sono stati ricavati da: Unicredit, Relazioni e bilancio consolidato, 2009; Unicredit, Relazioni e bilancio consolidato, 2010; Unicredit, Relazioni e bilancio consolidato, 2011; Agricultural Bank of China, Annual Report, 2009; Agricultural Bank of China, Annual Report, 2010; Agricultural Bank of China, Annual Report, 2011; HSBC, Annual Reports and Accounts, 2009; HSBC, Annual Reports and Accounts, 2011.

L'economia mondiale del 2009, scossa dalla crisi finanziaria scatenatasi l'anno prima, vide il proprio tasso di crescita contrarsi del 3,8% rispetto al valore del 2008; sempre rispetto allo stesso anno il volume degli scambi commerciali si contrasse del 12,3%, e il relativo tasso si crescita cadde del 15,1%.

Alla fine del 2009 sembrava che l'economia mondiale stesse finalmente riprendendosi dalla crisi finanziaria che fino ai primi mesi dello stesso anno aveva gravemente lesionato le attività economiche. Quindi negli ultimi mesi di quell'anno l'economia globale tornava a respirare sulla scorta del nuovo slancio del commercio internazionale. Tuttavia, quello slancio si basava su fattori temporanei e comunque per le economie sviluppate (USA, area Euro, UK e Giappone) i segnali di crescita endogena stentavano a mostrarsi, dal momento che i consumi e gli investimenti rimanevano ancora piuttosto deboli. Infatti, il PIL degli Stati Uniti si era abbassato del 2,5%, nell'Eurozona del 4,1% ed il Giappone aveva conseguito il risultato peggiore: -5,3% rispetto ad appena un anno prima, mentre il GDP della Cina si attestava ad un +8,7%, e le altre economie emergenti continuavano a crescere ad un ritmo medio del 2,4%, comunque inferiore del 3,7% del 2008.

Al termine del 2009 e per tutto il 2010 alcuni fattori avevano dato tregua all'Europa, come la ricostruzione delle scorte e nell'aumento delle esportazioni nette, ossia una ripresa del volume degli scambi che, dopo il fallimento di Lehman Brothers, erano scesi ai minimi storici. Le esportazioni furono favorite all'epoca da politiche monetarie e fiscali espansive, anche se i primi Paesi a manifestare una rinnovata fiducia nel commercio internazionale sono stati quelli asiatici, prima fra tutti la Cina, seguita poi da U.S.A e Europa; nel vecchio continente, infatti, sia le esportazioni che le importazioni erano cresciute di circa il 3%, pur mantenendo sempre il segno negativo a fine anno (-13%), ma tornate a crescere del 10% già nel 2010. Tra l'altro la "globalizzazione dei mercati" significa importare non solo eventi nefasti, ma poter beneficiare anche degli elementi ristoratori dell'economia sperimentati altrove.

Il secondo fattore temporaneo che aveva giovato alla tenue ripresa della fine del 2009 era stato quello della ricostruzione delle scorte, in quanto dopo la caduta della domanda mondiale le imprese avevano deciso di intaccare il proprio magazzino invece che continuare a sostenere elevati volumi produttivi che riversavano sul mercato una montagna beni non acquistati; fino a quando, per il magazzino non ha iniziato a depauperarsi seriamente, richiedendo un ripristino dei ritmi produttivi abbandonati per rispondere ad una domanda in timida ripresa. Lo stesso non si poteva dire, però, degli investimenti che sembravano aver iniziato una discesa non più arrestabile: sia nell' area euro (-0,7% nel 2008 e -10,8% nel 2009) sia in Giappone (-1,6% nel 2008 e -19,3% nel 2009); ancora peggio negli Stati soprattutto nel 2009 (-17,8%) dopo una crescita moderata nel 2008 (1,8%). Tra l'altro gli investimenti in conto capitale non ripartirono neanche nel 2010.

Non è rimasto esente dagli effetti della crisi soprattutto il mercato del lavoro a seguito del deperimento di numerose attività produttive. L'economia americana contava nel 2009 4,7 milioni di posti di lavoro perduti, dato tramutatosi in un tasso di disoccupazione in crescita al 10%. In Europa alcune politiche di sostegno all'occupazione avevano reso i dati relativi al mercato del lavoro appena meno drammatici, ma il forte sottoutilizzo della forza lavoro rendevano la ripresa paradossalmente più faticosa.

Sul fronte della dinamica dei prezzi (indice HICP in Europa), l'area Euro aveva sperimentato un periodo di deflazione fino a giugno 2009, una condizione certamente negativa, dalla quale si è poi usciti pian piano quando a novembre dello stesso anno si è tornati a registrare un (+0,5%, poi +0,9% a dicembre), grazie alla pressione rialzista dei prezzi del petrolio, precipitati nel 2008; mentre per i generi alimentari l'inflazione ha continuato a scendere. In Cina sia il CPI e il PPI<sup>2</sup> subirono rispettivamente un calo dello 0.7% e del 5.4%, tornando a salire nella seconda metà dell'anno.

Relativamente alla politica monetaria, in Europa la Banca Centrale Europea ha iniziato a rivestire un ruolo cruciale, apportando una serie di tagli al tasso refi, il primo nel 2009. Con il nuovo livello del tasso pari all'1%, la BCE si proponeva di sostenere l'economia reale, anche procedendo ad un riacquisto di obbligazioni garantite e mediante le operazioni di rifinanziamento della liquidità indirizzate alle banche.

La Federal Reserve in America aveva adottato dei provvedimenti monetari nel 2009 ancor più drastici, portando il tasso sui "Fed funds" ad un minimo storico tra lo 0 e lo 0,25%, rimasto a tale livello per tutto il 2010. Inoltre, si ricordano almeno altri due tipi di provvedimenti: la politica di "Allentamento Quantitativo" ("Quantitative Easing"), intrapresa anche da Regno Unito e Giappone, avente lo scopo di incrementare l'offerta di moneta e la liquidità attraverso l'acquisto di titoli di stato; e il piano TALF ("Term Asset-Backed Securities Loan Facility") avente un obiettivo affine. Ne è derivata una certa euforia nei mercati internazionali, che hanno fatto balzare in avanti gli ordini del 20-30% e hanno elevato i rendimenti a lungo termine sulle obbligazioni, arrivati a toccare il 4% sui bond statunitensi con *maturity* a dieci anni e il 3,70% nell'Eurozona. La rapida crescita della curva dei rendimenti ha subito un arresto già nell'estate del 2009 quando la fiducia dei mercati sulla rapidità della ripresa è tornata ad incrinarsi.

Nello stesso anno il governo cinese aveva intrapreso una politica fiscale proattiva e adottato un allentamento monetario similmente a quanto avvenuto negli *States*. Tra i provvedimenti volti a dare nuovo stimolo ai consumi si ricordano gli "Home Appliances to Countryside" (per le vendite degli elettrodomestici e autoveicoli nelle auree rurali) e l' "Old-for-New Program" (per il commercio internazionale), essenzialmente volti ad espandere i progetti di investimento del governo centrale, le opere infrastrutturali e abbassare il requisito di capitale

-

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> "CPI", Consumer Price Index; "PPI", Producer Price Index.

minimo per le opere immobiliari. Inoltre, si citano anche il programma di sostegno all'industria volto a rivitalizzare dieci settori, tra cui quello dell'acciaio e quello automobilistico e gli undici piani regionali per spingere lo sviluppo di talune aree geografiche. Sostenuto da politiche fiscali espansive, il gigante d'oriente fu praticamente il primo Paese a cavalcare la prima timida onda della ripresa economica, con gli investimenti fissi e il totale delle vendite ai consumatori saliti rispettivamente del 30,1% (23,8% nel 2010) e del 16,9% (14,8% nel 2010), anche se, coerentemente con quanto avvenuto nel resto del mondo, il volume delle esportazioni nette scese del 13,9% (nel 2010 balzeranno del 34,7%). I piani di stimolo lanciati dal governo cinese iniziarono ad essere gradualmente smantellati a partire dal 2010. La ripresa dell'economia globale verificatasi nel 2010 è stata trainata dai mercati emergenti, soprattutto quello cinese e indiano, che si sono contraddistinti per una solida domanda privata, che ha attratto flussi di capitale. Inoltre, tali Paesi hanno potuto appoggiarsi su di una politica monetaria piuttosto accomodante, anch'essa fondata sul taglio dei tassi, secondo quanto fatto già nel 2009 dalla Public Bank of China. La Cina, in particolare, sia nel 2009 che nel 2010 rimase, si caratterizzò un'elevata offerta di moneta e di finanziamenti; il mercato monetario continuava a funzionare; la curva dei rendimenti dei bond governativi cominciava ad impennarsi.

Gli Stati Uniti e il Giappone si sono fatti trascinare dalle economie emergenti meglio di quanto abbiano fatto le nazioni europee, che non hanno potuto fare affidamento su delle politiche fiscali espansive come quelle avviate dal governo cinese e giapponese. La domanda e i consumi delle economie sviluppate avevano registrato comunque un miglioramento rispetto ai livelli del 2010 (+4,4% negli U.S.A.), mentre gli investimenti non avevano segnalato alcuna variazione rispetto al trend negativo del 2009. D'altra parte le imprese europee non finanziarie ritrovarono una rinnovata capacità di autofinanziarsi, probabilmente ascrivibile ad una graduale ripresa della produttività, a fronte di ordinativi che erano rimasti comunque molto scarsi. Tale timido recupero sul piano industriale sembrava aver aperto la strada anche ad un miglioramento del mercato del lavoro dove l'occupazione ha subìto lo stesso una flessione dello 0,4%.

Il PIL americano nel 2010 è tornato a registrare un incremento del 2,9%, l'Europa ha visto il proprio PIL salire del 4,3%, mentre il Giappone ha registrato l'aumento minore (+1,7%); la Cina ha continuato a crescere fino al 10,3% e le altre economie in via di sviluppo hanno registrato una crescita media del 7,1%.

Sul versante dei prezzi, si ricorda che nel 2010 le imprese avevano in parte ripristinato la possibilità di dettare i prezzi e l'industria petrolifera era tornata a gonfiare le quotazioni dei barili. L'inflazione nell'Eurozona, misurata sempre dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo, e stata paria 1,6%, spinta dall'accelerazione dei prezzi dei beni energetici e di quelli alimentari, conseguente all'aumento del prezzo delle materie prime. In Cina l'inflazione

si attestava su livelli doppi, come testimoniato dal valore del CPI (3,3% nel 2010; 5,4% nel 2011) e del PPI (3,5%).

Nel 2010 si è cominciato a parlare della frattura esistente tra il ritmo e la capacità di rispondere alla crisi da parte dei vari Paesi europei. In particolare, si parlava di un'economia caratterizzata da "due diverse velocità", da un lato i cosiddetti "PIIGS" (Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna) che hanno continuato a crescere ad un ritmo negativo, dall'altro lato Francia, Germania, Svizzera, Svezia, Austria ecc. Le nazioni che hanno sperimentato difficoltà di ripristino dei propri parametri economici si sono trovate di fatto a passare da una crisi, quella finanziaria del 2008, ad un'altra, quella dei rispettivi debiti sovrani, alla quale hanno fatto seguito una serie di politiche fiscali recessive finalizzate a contrarre l'indebitamento eccessivo. Per di più la crescente sfiducia da parte dei mercati finanziari, circa la capacità di tali nazioni di ripristinare i propri conti, ne ha innalzato il relativo rischio di insolvenza, che a sua volta ha finito per aumentare a ritmi incalzanti il differenziale tra il rendimento dei rispettivi bond domestici quelli tedeschi, appartenenti ad un'economia considerata sana e, quindi, da usare come benchmark di riferimento. Tali eventi hanno reso ancora più cruciale gli interventi di politica monetaria della BCE, che per tutto il 2010 ha continuato a mantenere il tasso refi all'1%. Tuttavia la BCE non si è limitata a guesto, ma ha inteso mostrare tutto il proprio sostegno alla stabilità dell'euro promuovendo una serie di operazioni di rifinanziamento mediante aste a tasso fisso con pieno accomodamento della domanda e acquistando i titoli pubblici dei Paesi colpiti dalla crisi del debito pubblico per un valore di 73,5 miliardi a dicembre del 2010.

Alla fine del 2010 la Federal Reserve Statunitense annunciò il secondo programma di "Quantitative Easing" con il quale procedeva all'acquisto dei bond governativi per 600 miliardi di dollari fino alla prima metà del 2011, provvedendo anche ad investire negli stessi titoli di stato i proventi dei rimborsi dei titoli delle agenzie governative e di quelli aventi i mutui immobiliare come sottostante ("MBS").

Il 2011 ha preso avvio sempre sull'onda della ripresa che aveva caratterizzato l'anno precedente, ma già a partire dal secondo trimestre dell'anno l'economia europea è tornata a sgretolarsi trascinata dalla crisi del debito sovrano e dalle scommesse speculative dei mercati sulla fine della moneta unica europea. Queste rinnovate tensioni sui mercati finanziari hanno finito per tradursi in un crollo delle fiducia degli istituti di credito che sono tornati a negare prestiti o ad alzare il costo dei finanziamenti praticati a consumatori e imprese. L'ulteriore ridimensionamento delle attività produttive che ne è conseguito ha pesato negativamente anche sugli altri mercati mondiali, soprattutto quello statunitense e quello cinese.

Le autorità europee hanno cercato di arginare la nuova crisi avviando un piano di ricapitalizzazione delle banche, un nuovo patto fiscale inter-governativo con norme fiscali più

ferree e varando anticipatamente il meccanismo europeo di stabilità ("ESM"). Tra l'altro la BCE non ha arrestato i suoi interventi volti a inondare di liquidità il settore bancario. Si ricorda che pure il Fondo Monetario Internazionale è intervenuto per evitare il dissesto finanziario della Grecia; ma nel 2011 altri stati, come l'Italia, si sono dimostrati restii a ricevere aiuti economici esterni.

Dunque, dopo la bufera che ha spazzato i mercati finanziari fino all'estate del 2011, l'anno si era concluso con qualche timido segnale di stabilizzazione, mentre i Paesi emergenti che avevano importato la crisi europea segnavano un rallentamento delle rispettive economie: il GDP cinese era cresciuto di un ulteriore 9,2% a fronte del +10,3% dell'anno precedente. Il PIL europeo era complessivamente aumentato del 1,5%, trainato da stati come la Polonia e la Turchia, (sebbene per alcuni Stati sia rimasto su valori negativi); comunque, il PIL era aumentato meno rispetto all'1,8% del 2010.

A novembre del 2011 l'inflazione europea aveva raggiunto un picco del 3,00%, riscendendo al 2,7% a dicembre. Negli stessi mesi la BCE decideva di far riscendere il tasso refi dall'1,5% all'1% a annunciava una serie di provvedimenti straordinari volti a ripristinare il corretto funzionamento dei canali di trasmissione della politica monetaria, tra cui le operazioni di rifinanziamento a lungo termine a due o tre anni e un nuovo piano di acquisto di *covered bonds*, allentato da regole più compiacenti per il collaterale.

Il PIL degli Stati Uniti è cresciuto nel 2011 per quasi la metà (1,7%) rispetto a quanto avvenuto nel 2010 (3%). Tale risultato è spiegabile mediante gli effetti nefasti del terremoto del Giappone sulla catena di distribuzione globale; l'ulteriore inflazione sui prezzi delle materie prime che ha contratto il reddito delle famiglie e ela crisis europea. Nonostante tali accadimenti non positivi, il tasso di disoccupazione era diminuito fino all'8,5% nel dicembre 2011, rimanendo comunque ancora elevato. Tra l'altro anche gli USA hanno dovuto fare conti con l'ingente indebitamento pubblico, tanto che in Agosto Standard and Poor's ha operato un downgrading del rating del debito sovrano da AAA a AA+, giustificato dall'assenza di misure concrete per la riduzione del debito federale.

Dal momento che i ritmi di crescita degli U.S.A si mantenevano al di sopra dello zero, la Federal Reserve decise di allentare la politica monetaria, annunciando di voler lasciare il Fed Funds fermi fino al 2014, così facendo la Fed si proponeva di abbassare i tassi di rendimento a lungo termine, influenzando le aspettative degli operatori dei mercati finanziari. Infine, nel settembre del 2011 la banca centrale statunitense annunciò i programma "Operation Twist", mediante il quale si proponeva di scambiare i Treasury Bills (a breve termine) con titoli a più lunga scadenza, sempre al fine di contrarre i tassi a lungo termine.

-

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> Più precisamente, la Fed intendeva acquistare 400 miliardi di dollari in titoli di stato con maturità compresa tra i sei e i trent'anni e vendere una quantità simile di titoli di stato con maturità uguale o inferiore ai tre anni.

La PBOC in Cina aveva avviato una politica tesa all'incremento del rapporto "depositi/riserva statutaria" ed anche il proprio tasso di interesse per tre volte; ma, resasi conto della stretta di liquidità che ciò comportava, decise di tornare ad abbassare il "deposit/reserve ratio". Dunque, anche il settore bancario cinese aveva bisogno di un supporto da parte della propria banca centrale a fine 2011.

## 2. Ricognizione della letteratura accademica internazionale: dalla teoria dell'agenzia agli studi sul collegamento "pay- performance"

I primi studi nell'area della retribuzione manageriale relativi alla correlazione tra remunerazione e performance aziendale nascono relativamente alle imprese statunitensi (Suntheim, 2011)<sup>4</sup>, tanto che il fenomeno della elevate retribuzioni degli *executive* è stato tradizionalmente osservato come un costume di matrice americana, esportato all'estero, e soprattutto in Europa, così come viene ormai importato nel vecchio contenete qualsiasi uso o prodotto "made in U.S.A".

In realtà, prima del 1985 i lavori accademici concentrati su tale argomento erano estremamente rari, al di là di alcuni lavori pioneristici svolti da Roberts (1956), Baumol (1959) e Lewellen e Huntsman (1970). La ricerca moderna sulle dinamiche retributive degli executive nasce all'inizio degli anni ottanta parallelamente con la generale affermazione e condivisione della teoria dell'agenzia<sup>5</sup> nel mondo accademico. La separazione tra proprietà e controllo tipica delle imprese moderne rappresenta oggi una delle più controverse questioni di corporate governance e il mercato del lavoro manageriale costituisce un "naturale laboratorio" (Murphy, 1998) per verificare le implicazioni che il problema dell'agenzia sta avendo sul funzionamento delle odierne entità industriali e finanziarie.

Uno dei più celebri articoli accademici che hanno avviato i fitti studi sull'argomento è stato pubblicato da Kevin J. Murphy nel 1998<sup>6</sup>. Nel *paper* l'autore, dopo aver proceduto con un ampio approfondimento degli elementi caratteristici del pacchetto retributivo degli <u>executive</u> delle compagnie statunitensi appartenenti ai settori più disparati, arriva ad affermare che i livelli degli stipendi pagati dipendono in modo cruciale dal settore di appartenenza; per i quali, tracciata le media dei compensi *cross-industry*, ha verificato che mentre le società facenti parte del settore americano delle *utilities* stabiliscono remunerazioni al di sotto della media, le società finanziare, invece, sono quelle che riconoscono le retribuzioni più

<sup>&</sup>lt;sup>4</sup> Felix Suntheim, Managerial Compensation in the Financial Service Industry, SSRN Working Paper, August 26, 2011, disponibile su: http://ssrn.com/abstract=1592163.

<sup>&</sup>lt;sup>5</sup> Si ricordano i famosi *papers* di Jensen e Meckling (1976), Mirrless (1974, 1976), Ross (1973), Holmstrom (1979,1982), Fama (1980), Lazear e Rosen (1981) e Grossman e Hart (1983).

<sup>&</sup>lt;sup>6</sup> Kevin J. Murphy, Executive Compensation, Handbook of Labour economics, Vol, 3, April 1998, O.Ashenfelter and D. card eds. Pagg.2485-2563.

generose. Inoltre, Murphy notò come le dimensioni aziendali influenzano non poco l'ammontare del pacchetto retributivo, che all'epoca si caratterizzava per un'elevata presenza di *stock options*. Ciò perchè, come hanno osservato altri lavori di accademici statunitensi, le *stock options* e i possedimenti azionari da parte dei dirigenti rappresentano il primo fattore che rende i compensi sensibili alla performance. La difficoltà di reperire dati sulle retribuzioni, prima che le nuove regole internazionali ne imponessero un'abbondante *disclosure* nei "Financial Report" annuali, ha ostacolato la comparazione di tale evidenza sul piano internazionale, anche se alcuni studi condotti da società di consulenza mondiali, avevano confermato che le retribuzioni dei manager statunitensi effettivamente tendevano ad eccedere quelle rivenute nelle altre nazioni.

Nel 1995 Hubbard e Palia esaminarono l'effetto della deregolamentazione in atto nell'industria bancaria statunitense sulla relazione tra i compensi e la performance societaria di 147 banche durante gli anni ottanta e trovarono che un'intesa correlazione esiste quando la competizione di mercato aumenta. Più tardi, nel 2000, Burghof e Hofmann<sup>8</sup> analizzarono 52 banche di origine europea nel triennio 1995-1997 e rinvennero una debole collegamento tra le retribuzioni basate sulla performance e i risultati economico-finanziari conseguiti. Sempre rifacendosi al tema della vigilanza normativa, John e Qian<sup>9</sup> nel 2003 ritennero che le remunerazioni avrebbero dovuto essere meno sensibili rispetto a ratio basati sull'indebitamento come la leva finanziaria, in modo da non incentivare il trasferimento sul maggiore indebitamento e, quindi, sugli azionisti dei rischi di politiche gestionali poco prudenti. Ciò che secondo gli autori può prevenire i rischi di un indebitamento eccessivo è il potenziamento del monitoraggio dei manager. Il monitoraggio può essere molto costoso se sovvenzionato dagli azionisti, che devono tra l'altro fare i conti col problema del free riding, per cui se anche uno solo dei soci sostiene le spese di controllo dei dirigenti, tutti gli altri azionisti godono dei relativi benefici a costo zero, inducendo quell'unico socio a non farsi più carico dei costi del controllo. John e Qian ritennero nel loro lavoro che la regolamentazione e la dimensione di un'azienda funzionino come sostituti dell'attività di monitoraggio e quindi diminuiscono la necessità di allineare gli incentivi manageriali attraverso una retribuzione sensibile alla performance. Gli scandali finanziari più recenti e gli interventi regolamentari scaturiti a livello globale dopo la crisi finanziaria del 2009 hanno mostrato l'inefficacia della

<sup>&</sup>lt;sup>7</sup> R. Glenn Hubbard, Darius Palia, "Executive pay and performance. Evidence from the U.S. banking industry", Journal of Financial Economics 39 (1995), pagg.105-130, disponibile su:

http://118.96.136.31/ejurnal/1995/JFE%201995%2039%201/JFE%2095%2039%201-

<sup>5%20</sup>Executive%20pay%20and%20performance%20Evidence%20from%20the%20U.S.%20banking%20industry.pdf.

<sup>&</sup>lt;sup>8</sup> Hans P. Burghof, Christian Hoffmann, "Executives' compensation of European Banks - Disclosure, Sensitivity and their impact on Bank performance", University of Munich, June 2001, disponibile su: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\_id=237250.

<sup>&</sup>lt;sup>9</sup> Kose John, Yiming Quian, "Incentive Features in CEO compensation in the banking industry", FRBNY Economic Policy Review, April 2003, pagg.109-121, disponibile su: <a href="http://www.newyorkfed.org/research/epr/03v09n1/0304john.pdf">http://www.newyorkfed.org/research/epr/03v09n1/0304john.pdf</a>

regolamentazione vigente nel settore bancario e quanto le grandi dimensioni in realtà non agevolassero un miglior controllo sull'operato dei dipendenti bancari.

D'altra parte già nel 2006 Chen, Steiner e Whyte<sup>10</sup> avevano dimostrato quale impatto deleterio avesse avuto la deregolamentazione del settore bancario americano. Utilizzando un campione di 68 banche commerciali, Chen et al. dimostrarono che tra il 1992 e il 2000 tali istituti avevano visto crescere i compensi basati sulle *stock options*, i quali a loro volta avevano incoraggiato l'assunzione sregolata di rischi, come mostrato dall'evoluzione delle misure adoperate per cogliere il rischio di mercato. Partendo da un campione simile di banche, Mehran e Rosenberg<sup>11</sup> nel 2007 osservarono, tra l'altro, che l'incremento delle *stock options* nei pacchetti retributivi era associato ad una maggior volatilità dell'*equity* e dell'attivo e aveva indotto a sostituire l'indebitamento con un ammontare maggiore di capitale di rischio. Dunque, il bilancio *ex post* derivante dall'uso delle *stock options* sembra essere stato negativo dal punto di vista dell'aumento dell'*equity risk*, sebbene nel 1997 Schleifer e Vishny<sup>12</sup> avessero elogiato la capacità di *stock options* e *stock grants* di motivare i manager ad adottare comportamenti in linea con gli interessi degli azionisti. In realtà tali strumenti sembrano aver risolto sono apparentemente il problema dell'agenzia.

Dopo la crisi finanziaria del 2008 il dibattito si è invece spostato sulle caratteristiche della governance bancaria per comprenderne il ruolo nella crisi stessa. Tra l'altro, proprio nel 2008 venne pubblicato un lavoro di Minnick, Unal e Yang<sup>13</sup> che sottolineava come le aziende comprese nello US S&P500 avessero incrementato le remunerazioni dei propri CEO di oltre il 150%.

Fahlenbrach and Stulz (2009) e DeYoung et al. (2009) hanno, quindi, voluto verificare se la *compensation* degli executive andasse annoverata tra le cause che hanno scatenato i nefasti eventi che hanno contaminato l'economica mondiale tra il 2007 e il 2009. Mentre Fahlenbrach and Stulz<sup>14</sup> non trovano alcuna evidenza della relazione tra gli stipendi manageriali e i maggiori incentivi all'assunzione di rischi, dell'avviso opposto erano DeYoung, Peng e Yan<sup>15</sup> che su un campione di banche commerciali americane esaminato tra il 1994 e il 2006 trovarono una forte evidenza empirica a supporto della tesi secondo la quale i CEO bancari hanno risposto positivamente agli incentivi contrattuali all'assunzione di maggiori rischi: in sostanza in un settore caratterizzato da un'incalzante deregolamentazione

<sup>&</sup>lt;sup>10</sup>Carl R. Chen, Thomas Steiner, Ann Marie Whyte, "Does stock option-based executive compensation induce risk taking? An analysis of the banking industry", Journal of Banking and Finance 30 (2006), 915-945.

Hamid Merhan, Joshua Rosenberg, "The effect of employee stock options in Bank investment choice, Borrowing and capital", Federal reserve Bank of New York Staff Report no. 105, October 2007.

<sup>&</sup>lt;sup>12</sup> Andrei Sheleifer, Robert W. Vishny, "A survey of corporate governance", Journal of Finance, Vol. 52, No 2, 1997, pagg. 737-783.

<sup>&</sup>lt;sup>13</sup> Kristina Minnick, Haluck Unal, Liu Yang, "Pay for performance? CEO Compensation and acquirers returns in BHCs", SSRN Working Paper 11087721, Anderson School of Mangement, UCLA, 2008.

Rüdiger Fahlenbrach, René M. Stulz, "Bank CEO Incentives and credit crisis", Fisher College of Business, SSRN Working Paper 2009-03-013, August 2010.

Robert De Young, Emma Y. Peng, Meng Yan, "Executive compensation and business policy choices at U.S. commercial banks", The Federal Reserve Bank of Kansas City, Research Working Paper 10-02, January 2010.

e cambiamenti tecnologici, i consigli d'amministrazione bancari avevano volontariamente alterato i pacchetti retributivi per indurre i CEO a sfruttare nuove e spesso più rischiose opportunità di business, dal momento che la stessa regolamentazione meno stringente apriva ampi spazi all'assunzione di rischi eccessivi e non ponderati.

Second Cheng, Hong e Scheinkman (2010)<sup>16</sup> il quadro degli emolumenti corrisposti ai dirigenti non sarebbe tanto influenzato dalle regole interne di *governance* scritte dai consigli d'amministrazione, quanto dalla struttura proprietaria dell'impresa. Cheng et al. argomentano che le società popolate da investitori caratterizzati da un'ottica di breve termine sono animate da un uguale orientamento verso comportamenti che massimizzano i risultati di breve periodo, compromettendone a volte la sopravvivenza nel lungo termine.

Muovendo l'attenzione al di fuori degli USA, ma rimanendo sempre all'interno di un contesto di cultura anglosassone, si ricorda che coerentemente con i risultati esposti da Murphy (1998), altri due economisti, Matolcsy e Wright, analizzando nel 2007 la struttura remunerativa di alcune imprese australiane, conclusero che la retribuzione media sotto forma di strumenti azionari offerti ai CEO bancari si manteneva costantemente al di sopra di quella attribuita ai CEO appartenenti ad altri settori. Nel 2006 Doucouliagos, Askary e Haman<sup>17</sup> mostrarono che solo la remunerazione dei CEO delle banche australiane si caratterizzava per una correlazione con la performance e non anche quella dei *directors*, che invece si aveva per un debole legame con il ROE e l'*earning per share* dei due anni precedenti. La medesima forte correlazione tra la retribuzione dei CEO delle imprese australiane e i risultati aziendali è stata rinvenuta nel 2006 da Merhebi et al<sup>18</sup>.

Nel novembre del 2010 altri tre economisti Gregg, Jewell e Tonks<sup>19</sup> hanno effettuato un'indagine su un campione di grandi società britanniche, focalizzandosi in particolare su quelle facenti parte del settore finanziario e hanno mostrato che il salario di base e i bonus pagati agli *executive* nel Regno Unito sono di fatto aumentati nel periodo compreso tra il 1994 e il 2006, così come pure è incrementata gradualmente la sensibilità dei compensi rispetto all'evoluzione della performance aziendale. Gli autori del *paper* sull'industria inglese argomentano che, benchè gli stipendi corrisposti nel settore finanziario siano certamente elevati, l'attitudine della remunerazione *cash* a variare insieme ai risultati economic-finaniziari dei relativi istituti non è maggiore rispetto a quella rinvenuta per altri settori. Dopo aver trovato tale evidenza sulla scarsa correlazione tra componente *cash* e *performance* e, a causa della corrispondenza asimmetrica tra prezzi azionari e retribuzione basata sulla

<sup>-</sup>

<sup>&</sup>lt;sup>16</sup> Ing-Haw Cheng, Harrison Hong, Jose A. Scheinkman, "Yesterday's Heroes: Compensation and Creative Risk-taking", ECG Finance Working Paper, No 285/2010.

<sup>&</sup>lt;sup>17</sup> Hristos Doucouliagos, Saeed Askary, Janto Haman, "Directors remuneration and performance in Australian banking, Corporate Governance: An International Review", Vol.15, No.6, 2007, pagg.1363-1383.

Rachel Merhebi, Harry Pattenden, Peter L. Swan, Xianming Zhou, "Australian chief executive officer remuneration: Pay and performance", Accounting and Finance, Vol. 43, pagg.481-497.

Paul Gregg, Sarah Jewell, Ian Tonks, "Executive pay and performance in the UK", AXA Working paper Series No. 5, November 2010.

performance stessa quando le quotazioni di mercato calano, gli autori hanno richiamato la necessità di interventi normativi che modifichino le pratiche remunerative nel settore bancario.

Rimanendo nell'ambito degli studi europei sull'argomento, si ricordano Haid e Yurtoglu (2006)<sup>20</sup> e il loro intervento a proposito del collegamento tra la struttura proprietaria di un campione di grandi imprese tedesche e l'executive compensation su un orizzonte temporale compreso tra il 1987 e il 2003. Gli autori del paper affermano che la remunerazione dirigenziale non è che una frazione degli utili aziendali e tornano a riflettere sull'esistenza dei costi d'agenzia causati dalla separazione tra proprietà e gestione effettiva. Sebbene l'industria tedesca sia inserita in un mercato per il controllo proprietario animato dalla presenza di pochi grandi azionisti ("large blockholders"), rispetto al modello dell'azionariato disperso tipico del mondo anglosassone ("dispersed ownership"), la mancanza di un controllo di gestione effettivo da parte dei soci dà la possibilità ai manager di fissare dei compensi più elevati. L'identità dei proprietari delle imprese risulta essere cruciale: nei casi in cui è stata verificata un'importante presenza delle banche nell'assemblea generale degli azionisti è stato notato anche un sostanziale contenimento delle spese retributive, l'opposto accade quando sono le famiglie a mantenere il controllo delle proprie industrie. Inoltre, Haid e Yurtoglu hanno rinvenuto come il collegamento tra performance e compensation sia drammaticamente debole nelle imprese dove gli azionisti di minoranza accrescono i loro diritti di voto in modo più che proporzionare rispetto alla quota del cash flow societario loro spettante. Infine, affermano che la sensibilità della remunerazione ai risultati è coerente con l'idea secondo la quale le società ad azionariato concentrato hanno migliori opportunità di supervisione.

L'idea che le retribuzioni in Germania siano effettivamente correlate con gli utili ("earnings") aziendali è stata successivamente confermata anche da Heimes e Seemann<sup>21</sup> che nel 2012 hanno proposto un'analisi comparativa della remunerazione dei dirigenti di alcune imprese tedesche e statunitensi nel periodo compreso tra il 2005 e il 2009, quindi tenendo conto anche degli effetti della crisi finanziaria. Questi hanno guardato all'impatto che ha avuto l'andamento del mercato azionario, e ad altre misure dei risultati aziendali di matrice contabile, sulle diverse componenti del pacchetto retributivo dei manager di vertice. Gli economisti dell'Università di Costanza hanno trovato che solo gli earnings possono fornire una spiegazione dell'entità degli emolumenti in entrambi i campioni, quello tedesco e quello americano, mentre non c'è un evidenza omogenea sull'impatto dei prezzi, che influiscono sulla determinazione dei bonus percepiti dagli executive statunitensi, ma non sui compensi

<sup>&</sup>lt;sup>20</sup> Alfred Haid, B. Burcin Yurtoglu, "Ownership structure and executive compensation in Germany", SSRN-id948926 Working

paper, 2006.

Moritz Heimes, Steffen Seemann, "Which pay for what performance? Evidence from executive compensation In Germany and the United States", SSRN Working Paper, November 2012.

ricevuti dai tedeschi. Coerentemente con quanto già affermato da Murphy nel 1998, anche gli autori del suddetto articolo accademico verificano che le retribuzioni dipendono dalla dimensione della società, ma anche dalla relativa rischiosità. Ancora, Heimes e Seemann argomentano che le aziende monitorate tendono a scegliere indicatori di performance caratterizzati da bassa volatilità per strutturare i pacchetti retributivi e che complessivamente la "pay-performance sensitivity" è maggiore negli U.S.A. che in Germania.

Duffhues e Kabir (2008)<sup>22</sup> hanno effettuato la loro indagine sul tema discusso in Olanda, per mettere alla prova la convinzione diffusasi negli ultimi anni che esista un qualche collegamento tra le retribuzioni e la performance aziendale. Lavorando su un certo numero di misure di derivazione contabile e indicatori di mercato utilizzati sia su un orizzonte temporale recente sia su quello più lontano e tenendo in considerazione le dimensioni e le caratteristiche del mercato del controllo societario e le peculiarità dei vari settori, sono arrivati ad affermare che non esiste evidenza empirica di una effettiva correlazione tra i due fenomeni, soprattutto dal momento che i manager più potenti possono concretamente influenzare l'ammontare dei propri pacchetti retributivi. Dunque, gli strumenti di retribuzione per tali autori non risolvono, ma amplificano i costi d'agenzia.

Il primo lavoro empirico realizzato in Italia sull'argomento è attribuibile a Brunello, Graziano e Parigi (1996)<sup>23</sup>, che rinvenirono un primo risultato fondamentale: l'incremento del profitto per per un miliardo di lire corrispondeva ad un aumento della retribuzione dei dirigenti di vertice di sole 504 mila lire, 184 mila per il management di livello intermedio. Inoltre, la sensibilità delle remunerazioni rispetto alla performance era maggiore nelle aziende caratterizzate da utili in diminuzione e scarsamente variabili; mentre era minore nelle società detenute da azionisti non stranieri o facenti parte di gruppi internazionali.

Muovendo lo sguardo verso il continente asiatico si porrà l'attenzione sui risultati accademici di alcuni lavori pubblicati in Cina e Giappone, al fine di maturare un'idea sui precedenti sviluppi del tema trattato nelle due nazioni del continente asiatico cui appartengono quattro banche inserite nel campione esaminato nel presente elaborato.

Cominciando dalle indagini più recenti svolte nel mercato cinese, Zhou et al.<sup>24</sup> (2011), studiando tra il 2001 e il 2009 un campione di banche commerciali cinesi hanno esplorato la relazione "pay-performance" per dirigenti e manger, mettendole a confronto. Le variabile adoperate per indagare tale correlazione sono andate dalla dimensione alla struttura proprietaria ad alcuni indicatori alternativi che hanno portato a concludere che il trend di alcuni ratios pasati sui crediti incagliati ed il ROE hanno un effetto significativo sulle

<sup>&</sup>lt;sup>22</sup> Peter Duffhues, Rezaul Kabir, "Is the pay-performance relationship always positive? Evidence from the Netherlands", Journal of Multinational Financial Management, Vol.18, No.1., 2008.

Giorgio Brunello, Claudia Graziano, Bruno Parigi, "Executive compensation and firm performance in Italy", 1996, disponibile su: <a href="http://www.feem.it/userfiles/attach/publication/ndl1997/ndl1997-050.pdf">http://www.feem.it/userfiles/attach/publication/ndl1997/ndl1997-050.pdf</a>.

<sup>&</sup>lt;sup>24</sup> Wenqian Zhou, G. Georgakopoulos, Ioannis Sotiropoulos, Konstantinos Z. Vasileiou, "The Impact of Executive Payment on Firm Performance of the Financial Enterprises in China", Asian Social Science, Vol. 7, No. 8, August 2011.

remunerazioni dei dirigenti. Al contrario, tale collegamento non è valso anche per i manager. Per di più, hanno verificato come il controllo statale di tali banche deprima fortemente la possibilità di ancorare la compensation ai risultati aziendali. Dato che un simile adequamento si realizza con difficoltà, Zhou et al. raccomandano la necessità di una regolamentazione incisiva del sistema bancario al fine di mantenere i compensi sotto controllo. Una simile evidenza era stata trovata precedentemente da Kato e Long (2005)25 per una serie di aziende cinesi quotate sul mercato di Shanghai e Shenzhen monitorate tra il 1998 e il 2002. Adoperando un set di dati finanziari e contabili, relativi alle remunerazioni e alla struttura proprietaria delle società analizzate, Kato e Long scoprirono che esiste un'evidenza statisticamente significativa dell'elasticità e della sensitività dei compensi cash (il salario più i bonus, che rappresentano anche la principale forma di retribuzione in Cina) rispetto: al valore creato per gli azionisti, al tasso di crescita delle vendite e alla negatività del risultato netto dell'esercizio. Secondo i due accademici, gli executive cinesi erano penalizzati per le perdite, ma non anche per una diminuzione del profitto; mentre non ricevevano riconoscimenti a fronte di un aumento dell'utile. La struttura proprietaria delle società cinesi ha un notevole rilievo sulla correlazione pay-performance. In particolar modo, come Zhou et al., Kato e Long osservavano che le società partecipate dallo Stato presentavano un debole legame tra i due fenomeni, lasciando irrisolto il problema d'agenzia. Tuttavia, a differenza di Zhou et al., i due autori suggeriscono una modernizzazione dell'azionariato delle compagnie cinesi e la loro privatizzazione. Una relazione positiva tra compensation e performance è stata rinvenuta da Conyon e He (2012)<sup>26</sup>, mentre Buck, Liu e Skovoroda (2008)<sup>27</sup> hanno anche provato che esiste un'influenza di senso reciproco per il mercato cinese: ossia non solo le retribuzioni elargite sono determinate in base ai parametri di performance, ma la performance è a sua volta condizionata dall'entità e dalle caratteristiche degli emolumenti. Infine, per quanto riguarda il caso del Giappone, nel 1992 Kaplan<sup>28</sup> notò che Il livello delle retribuzione dei topo manager giapponesi si aggirava sullo stesso ordine di cifre di quelli statunitensi. Relativamente al collegamento con la performance, è poi intervenuto ancora Kato insieme a Kubo (2003)<sup>29</sup> studiando una serie di società giapponesi per un periodo compreso tra il 1986 e il 1995. Kato e Kubo rinvennero una consistente evidenza empirica a favore del collegamento tra salari e bonus percepiti dai CEO "giapponesi" ad un insieme di parametri di profittabilità, tra cui il ROA, smentendo così una serie di altri lavori accademici

\_

<sup>&</sup>lt;sup>25</sup> Takao Kato, Cheryl Ling, "Executive compensation, Firm Performance and Corporate Governance in China: Evidence from firms listed in the Shanghai and Shenzhen stock exchanges", IZA Discussion Papers, No. 1767, September 2005.

<sup>&</sup>lt;sup>26</sup> Sullo stesso punto si veda anche: Martin Conyon, Lerong He, "Executive compensation in China", SSRN-id 2071001 Working Paper, April 2012.

<sup>&</sup>lt;sup>27</sup> Trevor Buck, Xiaohui Liu, Rodion Skovaroda, "Top executive pay and firm performance In China, Journal of International Business Studies", 1-18, 2008.

<sup>&</sup>lt;sup>28</sup> Steven N. Kaplan, "Top executive rewards and firm performance: a comparison of Japan and the U.S.", NBER, Working Paper No. 4065, May 1992.

<sup>&</sup>lt;sup>29</sup> Takao Kato, Katsuyuki Kubo, "CEO compensation and firm performance in Japan: evidence from new panel data on individual CEO pay", 2003, disponibile su: <a href="http://scholar.google.it/">http://scholar.google.it/</a>.

che avevano affermato la negatività di tale correlazione. D'altra parte coerentemente con la letteratura accademica nipponica, i due autori confermano lo scarso peso delle condzioni del mercato azionario sull'evoluzione dei pacchetti retributivi, mettendo in luce invece la rilevante influenza dei dipendenti e soprattutto delle banche nei consigli d'amministrazione.

Come emerge dal panorama della letteratura accademica riportata non esiste un'evidenza empirica omogenea a livello internazionale sul collegamento tra le remunerazioni e l'evoluzione dei risultati aziendali. D'altra parte, il dato che invece viene confermato a livello globale è l'impatto che le strutture proprietarie e di corporate governance hanno sulla qualità, il livello e gli elementi caratteristici dei pacchetti retributivi. Inoltre, per il settore bancario internazionale la regolamentazione esercitata dalle autorità di vigilanza costituisce un ulteriore imprescindibile fattore che condiziona il collegamento *pay performance*, per tanto al tema delle norme di vigilanza e dell'evoluzione della governance remunerativa sarà dedicato il capitolo successivo.

#### 3. L'approccio sperimentale e l'impostazione metodologica

La letteratura accademica sviluppata negli ultimi decenni sull'argomento oggetto di studio nel presente elaborato si è prevalentemente soffermata sullo studio di indicatori di natura contabile e finanziaria, come il ROE, il ROA, il ROIC, l'utile netto, l'EBIT, l'EBITDA e i ricavi; oppure di parametri che raccontano l'andamento delle società sui mercati azionari, come l'EPS ("earnings per share"), il DPS ("dividend per share"), il TSR ("total shareholders' return"), oltre al livello delle quotazioni azionarie.

Il presente lavoro oltre ad effettuare una verifica dell'andamento sull'equity market delle banche selezionate, propone un'analisi innovativa nel panorama internazionale, poiché fondata sul raffronto tra la dinamica retributiva degli executive e il valore economico creato dalle banche da loro gestite. Tale valore economico verrà espresso come differenziale, positivo o negativo, tra il ROE, quale rendimento effettivo del capitale di rischio e il costo di mercato di tale capitale, calcolato mediante il Capital Asset Pricing Model. Quindi, verrà indagata principalmente la capacità dei top dirigenti di creare profitto economico, anche in condizioni di mercato avverse e si provvederà anche trovare un collegamento tra il tasso di ritorno finanziario dell'investimento azionario e la variazione dei pacchetti retributivi. I dati utilizzati nell'analisi saranno costruiti a partire dal diagramma del valore, che costituisce un sistema di organizzazione e correlazione di parametri contabili e finanziari inedito nella pressi internazionale.

Si chiarisce, infine, che si tratta di un'analisi di respiro internazionale, dove l' "internazionalità" è stato il principale criterio che ha animato la selezione delle banche

incluse nel campione oggetto di analisi, i cui criteri di costruzione sono esposti in modo puntuale nel seguente paragrafo.

#### 4. I criteri di costruzione del campione

Il campione è stato costruito ha partire dalla classifica dei primi cinquanta gruppi bancari al mondo per totale dell'attivo ("total assets" nella terminologia anglosassone) pubblicata sulla rivista finanziaria "Global Finance" all'inizio del 2012 e di seguito riproposta.

Rank	Bank	Country	Total Assets (US\$ mln)	Statement Date
1	Deutsche Bank	Germany	2,799,977	12/31/11
2	HSBC	United Kingdom	2,555,579	12/31/11
3	BNP Paribas	France	2,542,738	12/31/11
4	Industrial and Commercial Bank of China	China	2,456,287	12/31/11
5	Mitsubishi UFJ Financial Group	Japan	2,447,950	3/31/11
6	Crédit Agricole	France	2,431,796	12/31/11
7	Barclays Group	United Kingdom	2,417,327	12/31/11
8	Royal Bank of Scotland	United Kingdom	2,329,726	12/31/11
9	JPMorgan Chase	United States	2,265,792	12/31/11
10	Bank of America	United States	2,129,046	12/31/11
11	China Construction Bank (CCB)	China	1,949,213	12/31/11
12	Mizuho Financial Group, Inc.	Japan	1,890,219	3/31/11
13	Bank of China	China	1,877,514	12/31/11
14	Citigroup	United States	1,873,878	12/31/11

15	Agricultural Bank of China	China	1,853,313	12/31/11
16	ING Group	Netherlands	1,655,101	12/31/11
17	Banco Santander	Spain	1,619,259	12/31/11
18	Sumitomo Mitsui Financial Group	Japan	1,598,424	3/31/11
19	Société Générale	France	1,528,492	12/31/11
20	UBS	Switzerland	1,508,302	12/31/11
21	Lloyds Banking Group	United Kingdom	1,500,535	12/31/11
22	Groupe BPCE	France	1,472,887	12/31/11
23	Wells Fargo	United States	1,313,867	12/31/11
24	UniCredit	Italy	1,199,079	12/31/11
25	Credit Suisse	Switzerland	1,115,065	12/31/11
26	China Development Bank	China	992,158	12/31/11
27	Rabobank	Netherlands	946,649	12/31/11
28	Goldman Sachs	United States	942,140	12/31/11
29	Nordea	Sweden	926,645	12/31/11
30	Norinchukin Bank*	Japan	908,793	9/30/11
31	Commerzbank AG	Germany	856,208	12/31/11
32	Intesa Sanpaolo	Italy	827,042	12/31/11
33	Royal Bank of Canada (RBC)	Canada	797,262	10/31/11
34	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)	Spain	773,305	12/31/11
35	National Australia Bank	Australia	737,243	9/30/11
36	Toronto Dominion Bank Group	Canada	735,947	10/31/11

37	Bank of Communications	China	731,826	12/31/11
38	Commonwealth Bank of Australia	Australia	717,245	6/30/11
39	Westpac	Australia	655,544	9/30/11
40	KfW	Germany	640,209	12/31/11
41	Standard Chartered Plc	United Kingdom	599,070	12/31/11
42	Scotiabank (Bank of Nova Scotia)	Canada	596,990	10/31/11
43	Danske Bank	Denmark	596,004	12/31/11
44	ANZ Group	Australia	581,463	9/30/11
45	Dexia	Belgium	534,039	12/31/11
46	DZ Bank	Germany	525,198	12/31/11
47	Banco do Brasil S.A.	Brazil	523,295	12/31/11
48	Bank of Montreal (BMO)	Canada	502,737	10/31/11
49	Banque Fédérative du Crédit Mutuel	France	494,501	12/31/11
50	Landesbank Baden-Württemberg	Germany	482,674	12/31/11
World's 5	0 Biggest Banks 12/31/2011			

Fonte: Fitch Solutions, eccetto \* : Moody's Investor Service

A partire dalla classifica sopra esposta è stato applicato un primo criterio di selezione, consistente nel considerare tutte le banche con un attivo superiore ai settecento miliardi di dollari. Ciò ha portato a restringere l'attenzione sulle prime trentotto banche tra le cinquanta inserite nella classifica.

Un secondo criterio applicato è stato quello dell' "internazionalità": si è cercato di strutturare un campione che comprendesse tutte le nazionalità delle trentotto banche individuate. Coerentemente si è deciso di selezionare fino ad un massimo di due banche per ciascuno dei Paesi figuranti nella seconda classifica derivata dall'applicazione del primo criterio di selezione. In particolare, sono stati scelti i primi due gruppi bancari di ogni Stato per total assets. Vi sono state due eccezione rispetto all'applicazione di tale criterio: la Svezia e la Cina. Per la prima a fine del 2011 due gruppi bancari figuravano tra i primi trenotto: Nordea e

Rabobank. Tuttavia, la seconda ha successivamente subìto un *delisting* che ha portato la società finanziaria svedese a rimuovere dal proprio sitoweb le relazioni sulla gestione contenenti i propri dati finanziari relativi agli esercizi precedenti; ragion per cui per la Svezia è stato considerato solo il Gruppo Nordea.

Per quanto riguarda la Cina, sono state considerate due banche: l'Industrial Construction Bank of China ("ICBC") e l'Agricultural Bank of China ("ABC"). Il primo istituto domina effettivamente la classifica delle banche cinesi per totale dell'attivo. L'ABC è invece quarta. Tuttavia, l'insufficienza dei dati relativi alle remunerazioni degli *executive* per la China Construction Bank e la Bank of China, rispettivamente seconda e terza per totale dell'attivo, ha portato considerare il quarto gruppo bancario cinese, appunto ABC, mostratosi appena più generoso per quanto concerne le *disclosure* sulle retribuzioni manageriali incluse nei propri bilanci annuali.

Un terzo criterio applicato è consistito nel non tener conto di tutti gli istituti bancari che hanno modificato il quadro dei compensi elargiti in forza degli aiuti economici pubblici ricevuti a seguito della crisi finanziaria, quando numerose amministrazioni statali hanno imposto un taglio delle remunerazioni a più livelli organizzativi come uno dei requisiti per ottenere i finanziamenti pubblici volti ad evitare il *default* dei suddetti istituti. Ciò ha portato a includere solo la Deutsche Bank, e non anche la Commerzbank, per la Germania e a considerare per gli Stati Uniti JP Morgan Chase & Co, che ha ripagato per intero i finanziamenti ricevuti dal governo U.S.A nei primi mesi del 2009, e Goldman Sachs, ma non Bank of America, Citigroup e Wells Fargo che, nell'orizzonte temporale contemplato dall'analisi (2009-2011), risultavano ancora soggette alle imposizioni del governo statunitense.

La "ratio" dell'applicazione di tale ultimo criterio è stata quella di verificare la capacità autonoma delle banche di modificare il quadro dei compensi manageriali e di adottare comportamenti più virtuosi sotto il profilo della governance remunerativa societaria.

Dunque, il campione finale è giunto ad includere ventitre gruppi bancari appartenenti a dodici diverse nazioni. Le banche sui cui è stata sviluppata l'analisi contenuta nel presente lavoro sono: Deutsche Bank, BNP Paribas, Crédit Agricole, HSBC, Barclays, ING Group, Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA), UBS, Credit Suisse, Unicredit, Intesa Sanpaolo, JP Morgan Chase & Co, Goldman Sachs, Royal Bank of Canada (RBC), Toronto Dominion Bank, National Australian Bank, Commonwealth Bank of Australia, Industrial Construction Bank of China, Agricultural Bank of China, Mitsubishi UFJ Financial Group, Mizuho Financial Group.

Le nazioni di provenienza dei gruppi bancari che soddisfano il requisito dell' "internazionalità" del campione sono: Germania, Regno Unito, Francia, Olanda, Spagna, Svizzera, Italia, Stati Uniti D'America, Canada, Australia, Cina e Giappone.

A questo punto si intende opportuno fare una precisazione. Trattandosi di "gruppi" tali istituti non svolgono solamente l' "attività bancaria" in senso stretto, ma vi affiancano lo svolgimento di tutta una serie di attività finanziarie, nell'ambito dell'intermediazione mobiliare e assicurativa, che rendono a volte marginale l'intermediazione creditizia, considerata invece nella letteratura accademica come il fondamento dell'attività bancaria.

A tal proposito si ricorda la definizione data da Ruozi (2011) di banca, "come azienda di produzione, che svolge sistematicamente, istituzionalmente e a proprio rischio, l'attività di intermediazione finanziaria, cioè un'attività di erogazione di risorse finanziarie a titolo di credito, utilizzando prevalentemente risorse finanziare ottenute da terzi a titolo di debito e, in parte, a titolo di capitale proprio."<sup>30</sup> Data tale definizione, si possono considerare come "bancari" tutti i ventitre istituti sui quali è stata sviluppata l'analisi contenuta in questo elaborato.

Per una maggior chiarimento sull'operatività e gli ambiti di intermediazione dei gruppi bancari si rimanda all'analisi svolta nel capitolo cinque.

## 5. Considerazioni finali sulla correlazione tra crisi finanziaria e retribuzioni manageriali

Il rapido peggioramento delle condizioni macroeconomiche globali soprattutto dei Paesi più avanzati ha portato numerosi accademici e altri studiosi a bandire una vera e propria "caccia ai responsabili" della crisi, quasi che questi, una volta trovati, avrebbero potuto restituire a tali Paesi il benessere che li aveva accompagnati nel decennio precedente.

Da tale presupposto è scaturita una fervente letteratura internazionale che ha cercato di indagare la correlazione tra le retribuzioni manageriali e incentivi all'assunzione di maggiori rischi finanziari. I lavori di respiro internazionale condotti sinora mostrano un'evidenza empirica piuttosto discordante, anche su alcuni fenomeni che sembravano essere ormai indiscussi, come quello che vedeva nelle retribuzioni variabili in strumenti azionari (come le stock options) un utile strumento per risolvere il problema espresso dalla teoria dell'agenzia relativo al disallineamento tra interessi dei manager e dei soci. In molti casi, infatti, proprio tali forme di remunerazione, strutturate forse in modo non lungimirante, hanno finito per indurre i dirigenti a comportamenti distorti che hanno acuito il disallineamento dei comportamenti manageriali rispetto alle esigenze strategiche e finanziarie espresse dagli azionisti.

Dopo la crisi finanziaria del 2008, il dibattito internazionale ha rimesso in discussione tutta quanta l'organizzazione delle *corporate governance* interna, al fine di capire come il set

-

<sup>&</sup>lt;sup>30</sup> Roberto Ruozi, Economia della banca, Egea, 2011, Capitolo 1, pag.1.

generale di regole statutarie avesse potuto istituire costumi e pratiche sfrenatamente orientate all'assunzione dei rischi. Se tali costumi erano ammessi, allora i colpevoli ultimi non potevano più essere ricercati all'interno delle istituzioni bancarie, ma all'esterno, ossia nei legislatori e nelle autorità di vigilanza che compiacenti o semplicemente distratti avevano finito per ignorare l'impatto di certe prassi remunerative sull'equilibrio economico finanziario non solo delle singole banche, ma del sistema economico più in generale. Probabilmente un esempio più chiaro non potrebbe essere rappresentato meglio dal settore finanziario cinese, per il quale numerosi studi hanno confermato che la proprietà pubblica delle istituzioni bancarie aveva finito per sganciare totalmente i compensi attribuiti ai manager dalle effettive performance aziendali; o dalle pessime pratiche diffusesi negli Stati Uniti a seguito del processo di deregolamentazione dei mercati finanziari.

I lavori accademici sviluppati in circa quarant'anni hanno messo in correlazione tali compensi con svariate misure di performance di matrice contabile e finanziaria, rappresentati per lo più da indicatori di bilancio e di mercato. In molti casi si sono esplorati il ROE e altri parametri per giudicare i risultati aziendali rispetto alle dinamiche retributive rinvenute. Questo lavoro cerca di andare più avanti rispetto alle conclusioni cui si potrebbe giungere da un tale tipo di analisi, poiché si propone di verificare non solo se le banche siano state in grado di ottenere un rendimento effettivo del capitale di rischio non negativo, ma anche se questo sia stato superiore rispetto al costo di approvvigionamento sul mercato azionario dello stesso capitale; tale costo verrà calcolato mediante il *Capital Asset Pricing Model*. La nota metodologia di equity pricing permette di incorporare nell'analisi svolta gli effetti non solo della crisi finanziaria, ma anche della crisi del debito sovrano europeo. Infatti, la stima del rendimento di mercato del capitale di rischio mediante il CAPM si fonda sul tasso di rendimento dei titoli governativi a lungo termine (bond) e sul premio a rischio di mercato, i quali hanno entrambi subito delle importanti modificazioni proprio per effetto delle citiate crisi.

Dunque, a fronte dei pagamenti spesso milionari ricevuti dagli *executive bankers*, l'analisi svolta in questo elaborato si propone di verificare fino a che punto tali dirigenti siano riusciti a produrre valore economico, dovendosi confrontare con costi del capitale di rischio sistematicamente incrementati durante il triennio 2009-2011.

#### CAPITOLO II

# La crisi finanziaria e l'evoluzione della regolamentazione: la revisione dei principi di compensation e corporate governance

#### Introduzione

L'obiettivo del capitolo è quello di esaminare quale impatto abbia avuto la crisi finanziaria del 2007-2009 sull'evoluzione della normativa internazionale sulla remunerazione dei dirigenti bancari (i c.d "executive"). Si considereranno inizialmente i presupposti che hanno portato all'intervento da parte della autorità di regolamentazione e vigilanza di numerosissimi Paesi, stimolati dal fondamentale sforzo di omogeneizzazione della normativa compiuto da un organo sovrannazionale: il Financial Stablity Board, creato dal G20 del 2009. Successivamente si analizzerà il complesso delle raccomandazioni, delle direttive e degli interventi dell'Unione Europea e quale impatto abbiano avuto sugli ordinamenti giuridici e prudenziali dei singoli Paesi dell'Unione, con riferimento alle strutture remunerative ammesse, ai criteri di valutazione della performance e alle nuove prassi di corporate governance. Il capitolo prosegue con la descrizione dell'evoluzione del set delle regole sulla remunerazione nel Nord America, dove negli Stati Uniti sono state poste alcune pietre miliari nella regolamentazione della retribuzione dei banchieri, rappresentate dal Dodd Frank Act e dagli interventi della Federal Reserve. Il presente lavoro non ha potuto prescindere dal valutare anche due importanti mercati finanziari emergenti (coerentemente col campione di banche selezionate in questo lavoro): la Cina e l'Australia, che ospitano alcuni dei maggiori gruppi bancari al mondo. Anche per queste nazioni e per il Giappone è stata svolta la medesima analisi effettuata per i Paesi dell'UE e dell'America del Nord.

Il capitolo si chiude con un'analisi a livello empirico della *governance* remunerativa delle banche selezionate nel campione, al fine di osservare l'effettivo recepimento delle importanti novità normative dei Paesi in cui hanno sede.

#### 1. La crisi finanziaria e le riforme: la necessità di una regolamentazione globale

C'è motivo di credere che vi erano cattive pratiche di remunerazione degli *executive* nel settore bancario tali da costituire una delle cause principali della crisi finanziaria del 2008? E c'è un collegamento tra un'insufficiente regolamentazione internazionale e le distorte prassi remunerative?

Queste domande non sono state poste per la prima volta all'indomani della recente crisi finanziaria del 2007-2009. Già nel 1929 si ebbe l'intuizione che non bisognasse trascurare l'impatto che gli ordinamenti giuridici e le politiche di vigilanza avevano sul comportamento del settore finanziario, come tra l'altro appare evidente dall'introduzione negli Stati Uniti del Glass-Steagall Act, ormai ottantaquattro anni fa.

I potenti della Terra riuniti nel G20<sup>31</sup> dell'aprile 2009 a Londra non hanno mancato di sottolineare il loro accordo sul punto: i fallimenti della regolamentazione e della vigilanza sono stati una delle "fundamental causes of the crisis", come si legge nel Leaders' Statement.

Nell'ottobre del 2008, il governo inglese chiese a Lord Turner, Presidente della Financial Services Authority (FSA), di effettuare un'analisi sistematica della crisi bancaria per verificare se l'esistenza di deficit regolamentari avesse contribuito alla crisi. Il documento che ne scaturì nel marzo 2009, noto come "Turner Review", raccomandò una radicale revisione del sistema finanziario di regolamentazione e vigilanza. La remunerazione rappresentava un tema cardine di questo rapporto, dove si notava che l'attenzione che le era stata rivolta in passato era stata insufficiente e piuttosto miope nel non considerare quale impatto avrebbero avuto le più comuni pratiche remunerative sui rischi bancari. Ancche Timothy Geithner<sup>32</sup> nel giugno del 2009 osservava che il perverso sistema di incentivi a breve termine aveva sconvolto il meccanismo di "checks and balances" disegnato per scongiurare i rischio derivante da un eccessivo indebitamento, tipico delle aziende bancarie. Tuttavia, la stessa Turner Review in UK credeva che la remunerazione fosse probabilmente uno dei problemi meno importanti da considerare, dando invece la precedenza ad altri fattori quali l'inadeguatezza della regolamentazione del capitale, i sistemi di contabilità e la liquidità, anche in virtù dei loro effetti sulle future pratiche di remunerazione<sup>33</sup>.

<sup>&</sup>lt;sup>31</sup> Il G20 è costituito dai seguenti membri: Argentina, Australia, Brasile, Canada, Cina, France, Germania, India, Indonesia, Italy, Giappone, Mexico, Russia, Arabia Saudita, Sud Africa, Coreaa, Turchia, Regno Unito, Stati Uniti d' America, and the Unione Europea.

<sup>&</sup>lt;sup>32</sup>Timothy Franz Geithner (New York, 18 agosto 1961) è un politico, economista e banchiere statunitense. Dal 26 gennaio 2009 al 28 febbraio 2013 è stato Segretario presso il Tesoro degli Stati Uniti nell'Amministrazione Obama. Precedentemente aveva ricoperto il ruolo di presidente della sezione di New York della Federal Reserve e di vicepresidente del Federal Open Market Committee (FOMC).

<sup>&</sup>lt;sup>33</sup> Jennifer Hill, "New trends in the regulation of executive remuneration", University of Sydney, Vanderbilt University and ECGI, SSRN Working Paper-id 1549429, March 2010; Financial Services Authority (FSA), "The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis", March 2009.

Benchè il parere del mondo accademico non sia stato unanime<sup>34</sup> sulle responsabilità della regolamentazione internazionale e i perversi meccanismi di retribuzione osservati, di fatto le più potenti nazioni del mondo ammesse all'esclusiva élite del G20 hanno ritenuto di dover intervenire sui criteri e sulle tecniche adottati dai maggiori gruppi bancari per ricompensare i propri executive e, più in generale, il top management. L'obiettivo fondamentale è stato quello di spostare l'orientamento retributivo dai meccanismi che premiano i buoni risultati conseguiti nel breve termine, come cash bonus annuali, estese ricompense in azioni e larghe indennità di licenziamento, a tecniche retributive in linea con gli obiettivi strategici di più lungo termine<sup>35</sup>. Il lavoro iniziato dai venti privilegiati ministri delle finanze è piuttosto ambizioso e percorre attualmente una strada accidentata e irta di ostacoli, a cominciare dagli eterogenei ordinamenti legislativi nazionali con i quali questi hanno dovuto interfacciarsi e per finire con l'opposizione di quanti ritengono che la regolamentazione internazionale non dovrebbe sostituirsi alla politica degli incentivi individualmente scelta da ciascuna banca, che dovrebbe cercare di allineare gli incentivi manageriali con gli interessi manifestati dagli shareholder<sup>36</sup> senza che si ricorra ad intervento da parte degli ordinamenti giuridici nazionali. D'altronde non si può non notare come il settore bancario, già di per sé, si sottoponga ad un livello di regolamentazione e vigilanza più elevato che negli altri settori economici. Questi giocano un importante ruolo nella supervisione e nel monitoraggio del settore, sovente sostituendosi a sani meccanismi di corporate governance che dovrebbero essere spontaneamente adottati dall'interno. Inoltre, il settore bancario si caratterizza per almeno altre due peculiarità: il più elevato grado di leva finanziaria e i più gravi problemi di agenzia che portano a spostare sui depositanti e i creditori la mole ingente di rischi assunti dai manager e questi fattori da sempre incidono sulla struttura di governance interna, la condizionano e ne sono a loro volta influenzati<sup>37</sup>.

#### 1.1 L'intervento del Financial Stability Board

Il primo passo compiuto dalle venti più potenti nazioni al mondo a Londra nel 2009 è stato quello di costituire il Financial Stability Board (FSB), figlio del precedente Financial Stability

-

<sup>&</sup>lt;sup>34</sup> Per esempio, Fahlenbrach e Stulz esaminarono 98 banche statunitensi e trovarono che non vi è evidenza emprica che le banche con un miglior allineamento degli interessi del CEO con quelli degli shareholder abbiano avuto rendimenti più elevati durante la crisi. Fonte: Rudiger Fahlenbrach e Renè M. Stulz, "Bank CEO incentives and the credit crisis", Dice Center WP 2009-13 Fisher College of Business WP 2009-03-013, August 2010, disponibile su: <a href="http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\_id=1439859">http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\_id=1439859</a>.

<sup>&</sup>lt;sup>35</sup> Ian Fraser and James E. Earle, "Global Update on regulation of Compensation for Financial services Companies", Benefits Law Journal, Vol. 24 n°3, Autumn 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>36</sup> Kose John and Yiming Quian, "Incentives features in CEO compensation in the banking industry", FRBNY Economic Policy Review, April 2003, pag.109.

<sup>&</sup>lt;sup>37</sup> Kose John and Yiming Quian, "Incentives features in CEO compensation in the banking industry", FRBNY Economic Policy Review, April 2003, pag.110.

Forum<sup>38</sup>, nel quale entrano a far parte non solo tutte gli Stati del G20, ma anche la Spagna e la Commissione Europea ed alcuni altri stati del resto del mondo<sup>39</sup>. Il FSB ha giocato un ruolo fondamentale a partire dal 2009 attraverso l'emanazione dei "Principles for sound compensation practices<sup>40</sup>" approvati dal G20<sup>41</sup> di Londra del 2009 e degli "Implementation Standards" adottati dal G20 di Pittsburgh nello stesso anno, il cui contenuto è riassunto nella tabella sottostante.

FSB	FSB	Argomento trattato
Principio	Implementation Standard	
1	1	Strutture e processi di governance, incluso uno sguardo d'insieme e una revisione periodica delle politiche retributive da parte di una commissione per la remunerazione indipendente.
3	2	<ul> <li>Coinvolgimento di una funzione in staff indipendente per il controllo sulle decisoni riguardanti gli incentivi</li> <li>Separazioni delle decisioni di cui al punto precedente da quelle riguardanti la performance delle aree di business</li> </ul>
4	3 e 4	Allineamento effettivo della remunerazione con un'assunzione prudente dei rischi attraverso la pratica di aggiustamento degli stipendi per il rischio, considerate tutte le diverse tipologie di rischio.
6	5 (a), 11, 12, 14	<ul> <li>Determinazione dell'insieme dei bonus</li> <li>Pagamento della componente variabile della retribuzione sottoforma di azioni differite</li> <li>Proibizione di pagamenti garantiti per più anni, buonuscite che potrebbero ricompensare un fallimento e definizione di strategie di copertura degli impiegati, che potrebbero minare l'efficacia delle clausole di diminuzione/restituzione della retribuzione ("clawback e malus arrangement") in caso di risultati negativi.</li> </ul>
6	6 (b), 7, 9 (a)	Differimento della retribuzione obbligatorio

-

<sup>&</sup>lt;sup>38</sup> Il Financial Stability Forum era l'organo consultivo creato nel 1999 per promuovere la stabilità finanziaria mediante lo scambio internazionale di informazioni e la cooperazione. Fonte: Ian Fraser and James E. Earle, Global Update on regulation of Compensation for Financial services Companies, Benefits Law Journal, Vol. 24 n°3, Autumn 2011. Il FSB è un organo "established to coordinate at the international level the work of national financial authorities and international standard setting bodies (SSBs) in order to develop and promote the implementation of effective regulatory, supervisory and other financial sector policies. In collaboration with the international financial institutions, the FSB will address vulnerabilities affecting financial systems in the interest of global financial stability." (Fonte: FSB Charter, Article 1, diposnibile su: www.financialstabilityboard.org)".

Per un approfondimento sulle nazioni facenti parte del FSB, si rinvia a: Directorate-Generale for International policies, Policy Departemnent, Economic and Scientific Policy, "Wokshop on Banks' Remuneration Plicies, (CRD III): Are they implemented and do they work in practice?", pag.16

<sup>&</sup>lt;sup>40</sup> Financial Stability Forum, "FSF Principles for Sound Compensation Practices", 2 April 2009, disponibile su: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r 0904b.pdf.

<sup>41</sup> G20 Working Group 1, "Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency: Final Report", March 2009, disponibile su: http://www.g20.org/Documents/g20\_wg1\_010409.pdf

	I	
		per i senior manager e i "risk takers" per il 40 o 60 per cento della componente variabile, con un periodo di maturazione minimo di 3 anni, pro rata, su base annuale.  Restituzione obbligatoria dell'ammontare dello stipendio non maturato in ragione della povera performance dell'impresa e della specifica linea di business
7	8 e 9(b)	
		Mix retributivo: almeno il 50% della busta paga dovrebbe essere su base variabile, da corrispondere in azioni o strumenti assimilabili, secondo quanto approvato internamente alla società
8	3 (b), 10, 13, 16, 17, 18, 19	
		<ul> <li>Supervisione effettiva delle politiche di compensation</li> <li>Richiesta dell'intervento delle autorità di regolamentazione nazionali per rivedere le politiche remunerative ed intervenire attivamente se necessario</li> </ul>
9	15	
		Informazioni pubbliche ("disclosure") che permettano agli stakeholder di valutare l'adesione dell'impresa a tali Principi.

Fonte: Fraser, Earle 2011

Come si evince dalla tabella, nel 2009 il FSB si pronunciò anche sulla questione della governance della remunerazione e ritenne giusto che le imprese si munissero di una "Board Remuneration Committee" con le seguenti funzioni principali: a) emettere giudizi sulle politiche e pratiche retributive approvate dal *board* e gli incentvi che esse stessa proponeva; b) assicurare che tali politiche fossero coerenti con i principi del FSB; c) assicurare una revisione annuale delle stesse. Inoltre, il FSB richiese anche la produzione di un report annuale che ampliasse le disclosure sulla remunerazione degli executive e gli altri impiegati in posizione chiave, come quelli che si fanno carico di particolari rischi.

In questo modo il FSB ha voluto mettere i riflettori su un tema estremamente delicato. Infatti, la remunerazione degli executive è diventato un problema centrale nella corporate govenrance di tutti i maggiori gruppi bancari al mondo e non solo.

In realtà, si possono individuare almeno cinque ragioni per le quali la governance finanziaria è così speciale e differente da quella di altri settori dell'economia. Innanzitutto le banche sono imprese con un livello di indebitamente molto più elevato rispetto a quello delle imprese comuni; in secondo luogo va considerato il costante *mismatching* tra attività, in genere depositi a breve termine, e passività a medio-lungo termine; un terzo elemento è dato dal sistema assicurativo dei depositi, che va ad esacerbare il problema del *moral hazard* in quanto gli azionisti non sopportano le perdite derivanti da investimenti rischiosi. Infine, non vanno dimenticate altre due questioni: la facile sostituzione degli asset, che agevola una flessibile e rapido trasferimenti dei rischi (si pensi alle operazioni di cartolarizzazione), e una

generale opacità dell'operato, ossia una sostanziale difficoltà nel verificarne rischi e condizioni di stabilità<sup>42</sup>.

La consapevolezza di queste caratteristiche ha indotto la necessità di una regolamentazione a livello globale della corporate governance bancaria e della remunerazione, in particolare. Tuttavia, nell'implementare i Prinicipi e gli Standard del FSB sono emerse, come da tradizione, le secolari differenze tra Paesi di *civil law* e Paesi di *common law*. Queste sono state riscontrate nei provvedimenti intrapresi dall'Unione Europea ("rules based", ossia fondati su norme più puntuali) e quelli varati dal governo statunitense ("more directional", ovvero articolati su principi-guida)<sup>43</sup>.

Nei paragrafi seguenti si descriveranno i *provvedimenti-chiave* sulla remunerazione degli executive del mondo bancario adottati a livello mondiale, con particolare riguardo per quelle aree e nazioni che ospitano i gruppi finanziari analizzati in questo lavoro, per maturare una maggiore consapevolezza del quadro giuridico entro cui queste operano. Il focus è rivolto soprattutto sulle norme sviluppate per adempiere ai principi retributivi del FSB, che, tuttavia, sono apparsi meno innovativi di quello che era stato inizialmente creduto, poiché come si scoprirà nelle pagine seguenti, vanno in parte a ricalcare pratiche di remunerazione già in voga prima della crisi, almeno negli stati Occidentiali. Probabilmente, invece, il FSB ha fornito uno stimolo importante per la Cina, piuttosto indietro rispetto alle economie non emergenti (USA, UE, UK, Giappone) in tema di remunerazione.

## 2. Le Raccomandazioni e le Direttive europee, l'Accordo di Basilea e le altre riforme sui criteri di remunerazione e *corporate governace*

Alcune autorità adibite alla regolamentazione e alla vigilanza dei mercati finanziari dei vari Paesi dell'Unione europea, si erano prodigate per riformare la remunerazione dei top manager degli istituti finanziari già prima del intervento del FSB. Soprattutto dopo l'ondata degli scandali societari verificatesi tra il 2001 ed il 2003, nota come "l'Era Enron", l'Unione Europea aveva ritenuto che un intervento regolamentare focalizzato direttamente sulle remunerazione dei "directors" non poteva più essere rimandato. La crisi finanziaria del 2008 ha messo in luce l'importanza della remunerazione dei banchieri per la stabilità dei mercati finanziari, diventata tema di interesse per un ampio spettro di stakeholder, inclusi i

<sup>43</sup> Mike Curran, Peter Gundy, "Banking industry pay regulation: has change really happened?", BNA's Banking Report, Bloomberg BNA, 2012.

<sup>&</sup>lt;sup>42</sup> Guido Ferrarini, Maria Cristina Ungureanu, "Economics, Politics, and the International Principles for Sound Compensation Practices: an analysis of executive pay at European banks", Vanderbilt Law Review, Vol. 62, No. 2, p. 439-441, ECGI - Law Working Paper No. 169/2010, Marzo 2011, pag.455-459.

<sup>&</sup>lt;sup>44</sup> Si riprende il termine utilizzato dalla Commissione europea negli interventi regolamentari (Legislazione pubblica, Raccomandazioni e codici di *best practices*) del 2004, dove per "directors" si intende "qualsiasi membro degli organi amministrativi, manageriali o di controllo di una società quotata", si veda sul punto 2004/913/EC, art. 2.1.

legislatori, gli investitori, i dipendenti, i clienti, gli auditor, gli analisti e più in generale la società civile, ormai fortemente ostile verso l'idea che stipendi esorbitanti possano trovare una qualsiasi forma di giustificazione.

Infatti, la consueta teoria della supremazia dell'interesse degli *shareholder* nella remunerazione degli *executive*, che veniva collegata al profitto e alla crescita, aveva finito per produrre meccanismi retributivi viziati e ben presto additati come uno dei fattori che hanno contribuito a quel *rischio sistemico* concretizzatosi nella crisi del mondo bancario<sup>45</sup>.

Tuttavia, nell'epoca-Enron la Commissione europea adottò un approccio volto all'autoregolamentazione, detto "market-based approach" o anche "comply or explain approach", basato su Raccomandazioni<sup>46</sup> non vincolanti, troppo rispettose delle tradizioni nazionali sulla corporate governace e, quindi, inefficaci sia ai fini dell'armonizzazione delle legislazioni, sia per quanto concerne l'effettività del cambiamento delle perverse pratiche di incentivazione<sup>47</sup>. Il primo atto dalle conseguenze forse più incisive è stato il "Company Law Action Plan" del 2003.

Ciò nonostante, mentre la prima ondata di riforme europee (fino al 2005) si concentrava sul collegamento tra retribuzione e creazione del valore per gli azionisti, la seconda ondata di riforme post-crisi finanziaria ha cambiato prospettiva e strumenti di intervento, riflettendo la necessità di frenare la continua assunzione di rischi e di creare valore "sostenibile" nel lungo periodo, avendo occhio per gli obiettivi di una specifica area di business e dell'intera società (bancaria) più un generale. Inoltre, le riforme più recenti si focalizzano sull'articolazione della remunerazione, ed in particolare sul differimento del bonus, oltre che sui criteri di performance.

È interessante considerare anche l'approccio dell'Unione Europea durante la crisi. Come è accaduto negli Stati Uniti sono stati avviati una serie di programmi di nazionalizzazione da parte dei governi statali attraverso l'acquisizione di partecipazioni azionarie, prestiti di ultima istanza, trasferimenti di asset o l'aggravamento del prelievo fiscale. Tali interventi erano puntualmente assistiti da disposizioni restrittive sulla *compensation* degli *executive* delle banche, che così bilanciavano un certo "vantaggio competitivo" che proveniva dagli aiuti ricevuti<sup>48</sup>.

<sup>&</sup>lt;sup>45</sup> Guido Ferrarini, Niamh Moloney, Maria Cristina Ungureanu, "Understanding directors' pay in Europe: a comparative and empirical analysis", ECGI Law Working Paper N°126/2009, August 2009, pagg.6 e 9.

<sup>&</sup>lt;sup>46</sup> Le Raccomandazioni del 2004 e 2005: EC Recommendation fostering an appropriate regime for the remuneration of directors of listed companies (2004/913/EC); EC Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board (2005/162/EC).

<sup>&</sup>lt;sup>47</sup> Guido Ferrarini, Niamh Moloney, Maria Cristina Ungureanu, "Understanding directors' pay in Europe: a comparative and empirical analysis", ECGI Law Working Paper N°126/2009, August 2009, pagg.6-7.

<sup>&</sup>lt;sup>48</sup> Guido Ferrarini e Maria Cristina Ungureanu, "Economics, Politics, and the International Priciples for Sound Compensation Practices: an analysis of executive pay at European banks", Vanderbilt Law Review, Vol. 62, No. 2, p. 455, ECGI - Law Working Paper No. 169/2010, Marzo 2011, pag.455-459. Il Paper fornisce alcuni esempi: il governo inglese è azionista di controllo della Royal Bank of Scotland (70% nel luglio 2009) e Lloyds Group (43% nel luglio 2009) e possiede interamente Northern Rock dopo la sua nazionalizzazione del 2008. In realtà pur non obbligate dalla legge, anche HSBC, Barclys e

Tali restrizioni sono state introdotte attraverso Comunicazioni rivolte al settore: la Comunicazione sulla ricapitalizzazione che limitava i bonus e la Comunicazione sugli "imparied assets" che poneva dei limiti superiori ("caps") agli stipendi 49.

Certamente i principi e gli standard enunciati dal FSB nel 2009 hanno dato un ulteriore scossone alla revisione delle politiche e delle pratiche remunerative dei top manager europei; ma ciò che ha reso questo ancor più decisivo il passo compiuto dal FSB, è stato l'incorporamento delle sue disposizioni all'interno del secondo pilastro ("Pillar 2") dell'Accordo sul capitale di Basilea ("Basilea II") ad opera della Commissione di Basilea sulla Supervisione Bancaria (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS). Basilea II abilita le autorità di vigilanza nazionali a richiedere ulteriori accantonamenti di capitale per quelle banche che incoraggiano una politica di incentivazione orientata all'assunzione di maggiori rischi<sup>50</sup>. Inoltre, il secondo pilastro di Basilea invita a prendere decisioni indipendenti riguardo le gestione dei rischi aziendali e le politiche retributive e a fornire su queste un'ampia e completa disclosure nel bilancio annuale. La BCBS ha anche emanato un documento supplementare noto come "Compensation Principles and Standards Assessment Methodology" di commento e guida rispetto ai principi del FSB<sup>51</sup>.

Sempre la Commissione di Basilea ha poi diffuso nell'ottobre del 2009 i quattordici "Principles of enhancing corporate governance", diversi da quelli già diffusi nel 1999 per l'enfasi posta sull'equilibrio tra retribuzione e prudente assunzione dei rischi e per il ruolo di supervisione riconosciuto al *board of directors* nella strutturazione ed implementazione della politica remunerativa.

Per quanto riguarda le disclosure, dai documenti del FSB si evinceva che: "firms must disclose clear, comprehensive and timely information about their compensation practices to facilitate constructive engagement by all stakeholders, including in particolar shareholders" Quindi su richiesta del FSB il Comitato di Basilea ha arricchito i contenuti del terzo pilastro ("Pillar 3") sulle informazioni supplementari da fornire al mercato, coerentemente con i principi e gli standard emanati (Implementation standard 15) e la Supplemetar Pillar 2 Guidance del 2009. Ne è scaturito che le banche devono inserire nelle proprie disclosure:

- La struttura della governance e delle commissioni

Standard Chartered vi si adeguarono. La Germania possiede una quota significativa della Commerzbank (25% nel 2009), mentre la Francia ha una partecipazione azionaria in BNP Paribas (17% nel 2009) e Société Générale(7,2% nel 2009).

38

Le due Comunicazioni della Commissione Europea: "The Recapitalization of Financial Institutions in the Current Financial Crisis: Limitation of Aid to the Minimum Necessary and Safeguards Against Undue Distortions of Competition", 2009 O.J. (C 10) 2, 8–9.; "The Treatment of Impaired Assets in the Community Banking Sector", 2009 O.J. (C 72) 1, 6–7.

<sup>&</sup>lt;sup>50</sup> Questo provvedimento è stato incluso dalla Commissione Europea nel Rapporto Larosière. Fonte: Guido Ferrarini, Niamh Moloney, Maria Cristina Ungureanu, "Understanding directors' pay in Europe: a comparative and empirical analysis", ECGI Law Working Paper N°126/2009, August 2009, pag. 23.

<sup>&</sup>lt;sup>51</sup> Ian Fraser and James E. Earle, "Global Update on regulation of Compensation for Financial services Companies", Benefits Law Journal, Vol. 24 n°3, Autumn 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>52</sup> FSB, 2010.

- La mappa e le attività operative della struttura remunerativa e la frequenza dell'attività di revisione
- L'indipendenza della retribuzione per gli addetti alla funzione di risk&compliance
- Le metodologie di ponderazione e aggiustamento degli stipendi in considerazione del rischio
- La correlazione tra remunerazione e performance
- Le misure di performance di lungo perido (differimento, *malus*, clawback)
- Le tipologie di remuneration (cash/equity, fissa/variabile)

A questo punto una precisazione è d'obbligo. Entrambe le normative emanate dal BCBS e dal FSB costituiscono un set di regole di riferimento e non vincolanti, la cui applicazione attraverso un corpus di leggi obbligatorie è responsabilità propria di ciascuno Stato.

Numerosi Paesi hanno già mostrato il loro attivismo in questa direzione e l'Unione Europea ha intrapreso una strada ancor più incisiva attraverso una serie di direttive facenti parte del "Financial Services Action Plan" (FSAP), tra cui si ricorda la terza direttiva sul capitale, "Capital Requirement Directive" (CRD III), che presenta una serie di prescrizioni vincolanti che ciascuno Stato membro doveva affrettarsi a recepire entro il primo gennaio 2011. L'attuazione di tale direttiva è supervisionata dalla "Committee of European Banking Supervisors" (CEBS), oggi nota come "European Banking Authority".

La terza direttiva, sebbene rifletta ampiamente i principi affermati dal FSB, fissa alcune disposizione più rigide e restrittive relativamente a: 1) le strutture di composizione della componente variabile della remunerazione (anticipata o differita) che deve tassativamente essere costituta da azioni o strumenti assimilabili; 2) l'applicazione delle regole ad un ampio spettro di destinatari, non solo le banche in senso stretto ed altri istituti che raccolgono depositi presso il pubblico, ma anche tutte le società esercenti attività finanziaria (broker, dealers, asset manger, hedge fund, mutual fund, private equty fund ecc.); 3) la diffusione obbligatoria di disclosure per tutte le imprese cui si rivolge la CDR III. Tuttavia, il piano di regole introdotto non si applica uniformemente prescindendo dalle caratteristiche del business, dalle dimensioni e dal raggio d'azione della società finanziaria in questione: le norme vanno applicate "in a proportionate way, i.e., in a manner appropriate to their size and internal organization, as well as the nature, scope, and complexity of their business activities" 53, con la naturale conseguenza che richieste più stringenti e una loro osservazione più attenta sono rivolte soprattutto alle banche con importanza cosiddetta "sistemica"<sup>54</sup>. Un punto importante è rappresentato dal fatto che il Consiglio Europeo ha sancito nella terza direttiva che le autorità nazionali competenti possono intervenire per limitare l'ammontare

<sup>54</sup> Il FSB ha individuate 29 gruppi bancari con importanza sistemica. Per un approfondimento si suggerisce la lettura del seguente articolo giornalistico "Ecco le banche *too big to fail*" del 5/10/2011, disponibile su "IlSole24Ore.com" all'indirizzo: http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2011-11-04/ecco-banche-fail-210749.shtml?uuid=AaNTDrIE.

<sup>&</sup>lt;sup>53</sup> Ian Fraser and James E. Earle, "Global Update on regulation of Compensation for Financial services Companies, Benefits Law Journal", Vol. 24 n°3, Autumn 2011.

della remunerazione variabile ad una certa percentuale dei ricavi totali netti, nel caso specifico in cui tali provvedimenti mirino a preservare la stabilità del "capitale di base". Tali autorità, prosegue la CDR III, hanno anche la possibilità di imporre l'adozione di misure finanziarie (accantonamento ulteriore di fondi) o non finanziare (richiedere la correzione di comportamenti che generano rischi superflui) quando il piano degli incentivi stimoli l'assunzione di maggiori rischi. Le autorità di vigilanza nazionali potranno imporre penalità a quelle società che vìolano le norme della direttiva<sup>55</sup>.

Sul tema della *compensation* degli *executive* è tornata anche la quarta direttiva sul capitale (CDR IV) precisando all'art.90 che la componente variabile dell'ammontare totale degli emolumenti non può eccedere quella fissa<sup>56</sup>. Il contenuto della CDR IV avrà probabilmente una portata storica. Infatti, la decisione più importante sottoposta all'approvazione del parlamento nell'Aprile 2013 prevede la fissazione di un tetto ai bonus pagati ai banchieri. La MEP, Monetary and Economic Affairs Committee del Parlamento UE, sta valutando anche la possibilità di stabilire un "cap" per i manager che agiscono nel settore dell'*asset management* (diversi da quelli cui fa riferimento la direttiva AIFMD<sup>57</sup>) e gestiscono per conto di investitori retail più di 6 mila miliardi di euro in fondi (UICTS). Il tetto, afferma il MEP, è complementare rispetto a quello già imposto ai banchieri.<sup>58</sup>

Per quanto riguarda gli interventi del CEBS, CEIOPS, della Commissione europea e del Consiglio europeo sulle forme di remunerazione ammesse e i criteri di performance per la loro determinazione si rinvia al paragrafo successivo, dove si osserverà in che modo i singoli Stati dell'Unione hanno recepito le misure dettate da tali organi sovrannazionali.

In questo paragrafo di lascerà spazio, invece, alla risposta che tali organi hanno fornito in tema di *corporate governance* retributiva rispetto alle richieste avanzate dal FSB. Ciò implica considerare le norme sulle disclosure, sulla creazione di una commissione per la remunerazione e il potere concesso agli azionisti di manifestare il proprio assenso sui piani di *compensation*. In particolare, quest'ultimo diritto fu concesso dalla Raccomandazione europea del 2004 (se lo chiedevano almeno il 25% degli azionisti ) e fu ribadito dalla Raccomandazione del 2009. In particolare, il voto degli azionisti, noto come "say on pay vote" sul Remuneration Report, è stato esplicitamente richiesto nei vari Companies Act del 2006 per le società quotate; ma in Italia ammesso solo per le banche.<sup>59</sup>

<sup>&</sup>lt;sup>55</sup> European Banking Federation, "Remuneration policies after the crisis", Aprile 1, 2010, pag. 40, diponibile su: <a href="http://www.ebf-fbe.eu">http://www.ebf-fbe.eu</a>

<sup>&</sup>lt;sup>56</sup> Rym Ayadi, Emrah Arbak, Willem Pieter De Groen, "Regulation of European banks and business models: towards a new paradigm?", Centre for European Policies Studies (CEPS), April 2012.

<sup>&</sup>lt;sup>57</sup> È l'Alternative Investment Fund Manger Directive.

<sup>&</sup>lt;sup>58</sup> Pricewaterhouse Coopers, "FS Regulatory Brief - EU bankers bonus cap is near final – Asset manager cap for UCITS under consideration", Marzo 2013, pag.1. Fonte: www.pwcregulatory.com.

<sup>&</sup>lt;sup>59</sup> Guido Ferrarini, Niamh Moloney, Maria Cristina Ungureanu, "Understanding directors' pay in Europe: a comparative and empirical analysis", ECGI Law Working Paper N°126/2009, August 2009, pagg.38-39.

Già le Raccomandazioni del 2005 avevano previsto la creazione di una *remuneration committee*, costituta da membri indipendenti, ossia amministratori non esecutivi, che doveva illustrare la politica di ricompensa, lo status di retribuzione dei singoli dirigenti, gli schemi di incentivazione basati sulle azioni e redigere il Remuneration Report. Tre anni più tardi, nelle analisi sul livello di compliance delle normative nazionali, l'UE notava che solo il 60% degli stati membri informava sulla propria *remuneration policy*, sovente non mediante un report separato; la maggior parte raccontava dell'articolazione della busta paga dei propri dirigenti, ma su base collettiva e non individuale<sup>60</sup>.

Nel settore bancario il CEBS si era pronunciato sul problema della governance remunerativa in modo uniforme al FSB, ritenendo che dovesse essere il complesso dei manager (con funzione di supervisione) ad approvare le politiche manageriali e determinare lo stipendio dei manager (con funzione gestionale), procedendo and una revisione periodica del loro stipendio, almeno una volta l'anno. Questo obiettivo, secondo il CEBS, poteva essere raggiunto attraverso la creazione di una commissione per la remunerazione indipendente rispetto al *board*. Tale commissione deve essere affiancata da un organo di supervisione (un "Comitato per il controllo" o "Supervisory Board") che vada a riesaminare il processo di valutazione della performance, verificando tutti i rischi assunti, compresi quelli derivanti dalla politica di remunerazione scelta e prendendo le relative contromisure indicate dal secondo pilastro di Basilea per la mitigazione i rischi. In tema di discolsure, il CEBS riconosceva la natura riservata dei dati relativi alla retribuzione dei dipendenti, ma stabiliva che le informazioni più rilevanti sulle politiche remunerative debbano essere chiare e facilmente comprensibili da parte degli stakeholder esterni, le commissioni di supervisione e controllo interne e le autorità di vigilanza<sup>61</sup>.

La necessità della creazione di una remnuneration committee per la definizione e approvazione dei piani di compensation e della loro revisione annuale era ribadita anche dal CEIOPS (per le società assicurative): la commissione per la remunerazione deve avere proporzioni commisurate alla natura, dimensione e complessità delle attività di cui deve occuparsi. Attività e responsabilità, devono essere comunicate in maniera chiara. Inoltre, il CEIOPS faceva esplicito riferimento al coinvolgimento degli azionisti nel processo di approvazione dei programmi retributivi. Tuttavia sono i membri dell'organo amministrativo, il management e i comitati di supervisione interna ad essere riconosciuti come responsabili ultimi per le pratiche remunerative da loro scelte e messe in atto. Infatti, sempre per il CEIOPS, spetta al supervisory board il compito cruciale di verificare in che modo tali pratiche influenzino il profilo di rischio, la profittabilità, la solvibilità della società e l'integrità del sistema dei controlli interno. Se le pratiche in voga possono mettere in pericolo gli elementi

-

<sup>&</sup>lt;sup>60</sup> Guido Ferrarini, Niamh Moloney, Maria Cristina Ungureanu, "Understanding directors' pay in Europe: a comparative and empirical analysis", ECGI Law Working Paper N°126/2009, August 2009, pagg.40-41.

<sup>&</sup>lt;sup>61</sup> European Banking Federation, "Remuneration policies after the crisis2, Aprile 1, 2010, pag. 38.

sopra menzionati, allora il comitato per il controllo interno chiederà di rimetterne in discussione le caratteristiche<sup>62</sup>. Certamente la supervisione interna potrà essere efficacemente esercitata solo in presenza di politiche remunerative esposte in modo trasparente anche al pubblico esterno (anche se il CEIOPS ammette la possibilità di non indicare l'ammontare degli stipendi) e all'interno: tutti i dipendenti devono essere al corrente dei criteri utilizzati per la valutazione della loro performance<sup>63</sup>.

La Commissione Europea in una serie di Raccomandazioni<sup>64</sup> ha affidato al (supervisory) board il compito di determinare la retribuzione dei dirigenti, stabilire i principi generali della politica remunerativa ed essere responsabile della loro implementazione, anche se l'ultima parola su struttura e il monitoraggio complessivo della performance degli executive è riservata al board of directors nel suo insieme. Dunque, la Commissione Europea nella "Recommendation on remuneration policies in the financial services sector" (Aprile 2009), non fa esplicito riferimento ad una remuneration committee, ma rafforza i poteri dell'organi di controllo e del board nel disegnare la politica remunerativa, richiedendo che almeno un membro abbia esperienze e conoscenze nel campo<sup>65</sup>. Il Consiglio Europeo nella CDR III inserisce esplicitamente la necessità di prevedere una remuneration committee per le società bancarie quando lo esigono la maggiore dimensione, l'organizzazione interna, l'ampiezza del raggio d'azione, la complessità delle attività svolte. Dal punto di vista delle disclosure sempre la CDR III afferma che le imprese dovrebbero assicurare al mercato un adequato livello di trasparenza della propria struttura remunerativa e dei rischi ad essa associati, fornendo a riguardo tutte le informazioni per quegli impiegati indicati dalla normativa stessa. Il Consiglio aggiunge nella medesima direttiva che per tutelare il riserbo degli impiegati sui loro stipendi tali informazioni possono essere date su base aggregata anziché individuale<sup>66</sup>.

Al di là dei buoni proposti al livello comunitario, ciò che appare importante sottolineare è la necessità di un'implementazione effettiva al livello globale dei principi del FSB e delle norme che ne sono scaturite a livello internazionale, soprattutto per evitare che le differenze sul

\_

<sup>&</sup>lt;sup>62</sup> European Banking Federation, "Remuneration policies after the crisis", Aprile 1, 2010, pag. 39.

<sup>&</sup>lt;sup>63</sup> European Banking Federation, "Remuneration policies after the crisis", Aprile 1, 2010, pag. 38.

Recommendation del 2009: Commission Recommendation complementing Recommendations 2004/913/EC and 2005/162/EC as regards the regime for the remuneration of directors of listed companies (C(2009) 3177). Le raccomandazioni del 2009 sono molto più concentrate sulla richiesta di disclosure più approfondite, ma soprattutto sulla strutturazione della retribuzione, rispetto a quanto fatto dall'ondata di raccomandazioni del 2004-2005, nelle quali si richiedevano: a) maggiori disclosure su tipologia di remunerazione e criteri di performance; b) il voto degli azionisti vincolante o meno in materia; c) disclosure sulle buste paga dei singoli directors; d) approvazione *ex ante* dei piani di opzioni da parte degli azionisti. Fonte: Guido Ferrarini, Niamh Moloney, Maria Cristina Ungureanu, "Understanding directors' pay in Europe: a comparative and empirical analysis", ECGI Law Working Paper N°126/2009, August 2009, pag. 26

<sup>&</sup>lt;sup>65</sup> C(2009) 3177, Rec.9; C(2009) 3159, Recs 6., 7-9, 10-12.

<sup>&</sup>lt;sup>66</sup> Per un approfondimento relative alla retribuzione dei manager dei fondi alternative di investimento (AIFM) si veda: European Banking Federation, "Remuneration policies after the crisis", Aprile 1, 2010, pag. 40.

piano legislativo, non solo in Europa ma in tutto il mondo, penalizzino la competitività degli istituti finanziari di quelle nazioni che hanno promulgato regole più intransigenti; soprattutto se si considera che il sistema retributivo rappresenta un importante motore di attrazione e trattenimento in azienda delle risorse umane più valide e competenti. Un quadro legislativo disomogeneo "potrebbe portare ad opportunità di arbitraggio regolamentare e perdite del business quando le aziende (bancarie) riallocano le proprie attività operative all'interno delle giurisdizioni meno regolate e/o più avvantaggiate sotto il profilo fiscale" 67.

L'Europa fin ora ha dato il buon esempio sotto questo aspetto, pur con un eterogeneo livello di *compliance* alle nuove normativa da parte dei singoli Stati. La Gran Bretagna è da sempre portato il vessillo di un invidiabile corporate governace, nonostante gli scandali: dapprima con il suo Combined Code on Corporate governance, che valeva anche per l'Irlanda, e successivamente, seguendo la scia di una regolamentazione più dettagliata e intransigente, attraverso un corpo esteso di leggi ora contenute nel *Remuneration Code* della Financial Service Authority (FSA). È pur vero che molti altri Paesi hanno immediatamente promulgato linee guida, principi, codici di condotta e nuove leggi per riformare il settore, come è emerso dall'indagine dell' International Institute of Finance del 2009, la quale ha elogiato l'impegno responsabile assunto da alcuni Stati europei.

D'altronde un riforma ampia e profonda in materia retributiva risultava all'epoca ancora piuttosto distante dall'essere realizzata, anche perché si riconosceva che sconvolgimenti normativi troppo frettolosi e poco meditati non dovevano essere incoraggiati<sup>68</sup>. Di fatto l'Europa continentale si è caratterizzata per un approccio normativo inizialmente più povero e meno anticipatore rispetto all'Inghliterra; ma ciò potrebbe spiegarsi con il diverso livello di concentrazione della compagine azionaria ("a blocchi" piuttosto che "dispersa"), presso le società e per il differente, se non minor livello di protezione degli investitori dei Paesi di *civil law* rispetto a quelli di *common law* (UK in Europa)<sup>69</sup>.

Al fine di avviare una serie di riforme coerenti e omogenee tra i diversi Stati dell'Unione, l'European Banking Federation evidenzia la necessità che le autorità europee agiscano su due differenti piani di intervento ("level playing fields") a presidio della competitività:

- il primo è il level playing field di livello globale, che invita strutturare alcuni principi basilari che trovino applicazione a livello mondiale: la competizione tra gruppi bancari multinazionali sarebbe effettiva e trasparente solo se questi si trovano a rispettare regole di fondo uniformi;
- 2. il secondo è il *level playing field di livello intersettoriale*, che invita a riflettere sulla questione della remunerazione dei dipendenti c.d. "risk takers", che diventa un

<sup>69</sup> Guido Ferrarini, Niamh Moloney, Maria Cristina Ungureanu, "Understanding directors' pay in Europe: a comparative and empirical analysis", ECGI Law Working Paper N°126/2009, August 2009, pag.22.

<sup>&</sup>lt;sup>67</sup> European Banking Federation, "Remuneration policies after the crisis", Aprile 1, 2010, pag. 3.

<sup>&</sup>lt;sup>68</sup> European Banking Federation, "Remuneration policies after the crisis", Aprile 1, 2010, pag. 2.

problema non solo per le banche, ma anche per tutto il settore dell'asset management e quello assicurativo. Per esempio, per il settore assicurativo il CEIOPS ha suggerito alla Commissione Europea di includere principi e criteri di remunerazione all'interno della direttiva Solvency II; inoltre, anche i rappresentanti al Parlamento europeo dei fondi di investimento avevano indicato la loro propensione ad inserire all'interno della direttiva AIFM ("Alternative Investments Fund Managers") che la remunerazione dei manager di tali fondi fosse aggiustata per il rischio, così da non essere avvantaggiata rispetto a quella disegnata per dipendenti delle banche<sup>70</sup>.

Dunque, ciò che emerge al secondo punto è l'esigenza assoluta di applicare i criteri di retribuzione tenuto conto dei rischi assunti indipendentemente dal business model adottato, per evitare distorsioni nel mercato del lavoro nel settore finanziario. Relativamente al primo punto, invece, l'EBF osserva che l'applicazione di una tassazione unilaterale e disomogenea a livello mondiale, non risolva il pericolo di arbitraggi regolamentari e di migrazioni dei lavoratori negli Stati che offrono condizioni fiscali migliori. Per di più in caso di regole molto disparate, rimangono ancora molte domande irrisolte: le filiali e le sussidiarie della banche oltreoceano ed oltreconfine, devono assoggettarsi alle leggi del Paese d'origine o di quello ospitante? La tassazione deve avvenire sui pagamenti di fine anno o su quelli puntualmente riconosciuti<sup>71</sup>? Come le banche intendono rendere effettive le nuove regole chiedendo ai lavoratori di incorporarle dei contratti individuali e collettivi<sup>72</sup>? E, infine, come i gruppi bancari sapranno affrontare il problema della diluizione del capitale sociale e della variazione del prezzo delle azioni quando pagano la componete variabile e differita sottoforma di azioni o strumenti finanziari ad esse collegati<sup>73</sup>?

### 2.1 Remunerazione, criteri di performance e corporate governance: l'approccio regolamentare dei Paesi europei

In questo paragrafo si esporranno con un maggior dettaglio le iniziative chiave che hanno determinato l'evoluzione dei sistemi di remunerazione del settore finanziario delle nazioni europee che ospitano i gruppi bancari oggetto di studio in questo lavoro. L'obiettivo

<sup>&</sup>lt;sup>70</sup> European Banking Federation, "Remuneration policies after the crisis", Aprile 1, 2010, pag. 4.

<sup>&</sup>lt;sup>71</sup> In caso si retribuzione differita oltre l'anno, il lavoratore potrebbe essere costretto a chiedere un prestito per finanziare il pagamento di tasse su una cifra che non ha ancora ottenuto. (Fonte: European Banking Federation, "Remuneration policies after the crisis", Aprile 1, 2010, pag. 5).

<sup>72</sup> L'EBF è del parere che i contratti collettivi frutto spesso di lente ed estenuanti contrattazioni non debbano essere

modificati e che le regole neo costituite debbano valore per una ristretta cerchia di impiegati/risk takers ed vadano inserite nelle norme di corporate governance proprie di ciascuna banca. (Fonte: European Banking Federation, "Remuneration policies after the crisis", Aprile 1, 2010, pag. 5).

73 European Banking Federation, "Remuneration policies after the crisis", Aprile 1, 2010, pag. 5.

principale è quello di chiarire meglio il nuovo quadro normativo entro cui operano tali banche<sup>74</sup>.

Iniziando dalla Francia si nota l'emanazione nel 2008 delle AFEP-MEDEF Guidelines. Queste imponevano le prime restrizioni per le banche che avevano ricevuto aiuti statali.

Nel 2009 si contano due fondamentali discipline: la prima da parte della Federazione Bancaria Francese, FBF, (si tratta delle "Regole professionali per la governance della retribuzione variabile dei professionisti del mercato finanziario"), la seconda su proposta ministeriale per le banche che avevano ricevuto 10,5 miliardi di euro dal governo per evitare il fallimento<sup>75</sup>. Il decreto bandiva le stock option e limitava i bonus per i banchieri<sup>76</sup>. Lo scopo principale dei provvedimenti della FBF, invece, è stato quello di allineare i comportamenti dei professionisti del mercato finanziario con le caratteristiche dei titoli di lungo termine emessi delle varie società. Per fare ciò si è stabilito che l'ammontare totale della componente variabile della retribuzione fosse determinata in modo tale da non compromettere la capacità di rafforzare la "capital base", il capitale di base degli enti finanziari. In questo provvedimento riecheggiano le parole inserite dal Consiglio Europeo nella direttiva CRD III, la prevede una percentuale di differimento della remunerazione variabile tra il quaranta e il sessanta per cento. In Francia si richiede che in media più del cinquanta per cento della componente variabile debba riferirsi ad un orizzonte temporale di 3 anni, per riuscire a cogliere la performance del lavoratore nel lungo termine. La frazione variabile va incrementata fino ad un ammontare non inferiore al 60% per le busta paga più elevate. Inoltre, questa deve essere almeno per la metà costituita da azioni e strumenti simili (per esempio stock option e investimenti in fondi fiduciari), purchè non sottoforma di denaro, in accordo con i precetti del FSB e del CEBS. Il periodo di acquisizione delle stesse azioni e il cosiddetto "periodo di trattenimento in portafoglio" o maturazione ("vesting period"77) non deve essere inferiore ai due anni. Viene introdotto anche il "malus system" che proibisce il pagamento della componente variabile qualora non siano raggiunte certe risultati in termini finanziari.

Il periodo di acquisizione delle stesse azioni e il cosiddetto "periodo di trattenimento in portafoglio" o maturazione ("vesting period"<sup>78</sup>) non deve essere inferiore ai due anni. Viene introdotto anche il "malus system" che proibisce il pagamento della componente variabile qualora non siano raggiunte certe risultati in termini finanziari.

<sup>&</sup>lt;sup>74</sup> Per un approfondimento sulle iniziative regolamentari di tutti gli altri Paesi dell'Europa e del mondo si rinvia al seguente documento: European Banking Federation, "Remuneration policies after the crisis", Aprile 1, 2010.

<sup>&</sup>lt;sup>75</sup> Guido Ferrarini, Niamh Moloney, Maria Cristina Ungureanu, "Understanding directors' pay in Europe: a comparative and empirical analysis", ECGI Law Working Paper N°126/2009, August 2009, pag. 20.

<sup>&</sup>lt;sup>76</sup> Guido Ferrarini e Maria Cristina Ungureanu, "Economics, Politics, and the International Priciples for Sound Compensation Practices: an analysis of executive pay at European banks", Vanderbilt Law Review, Vol. 62, No. 2, p. 460, ECGI - Law Working Paper No. 169/2010, Marzo 2011, pag.455-459.

<sup>&</sup>lt;sup>77</sup> Il *vesting period* potrebbe essere definito sulla base della possibilità di vendere le azioni o esercitare le opzioni e al soggetto potrebbe essere richiesto ti trattenerne un numero o una percentuale predefinita.

<sup>&</sup>lt;sup>78</sup> Il *vesting period* potrebbe essere definito sulla base della possibilità di vendere le azioni o esercitare le opzioni e al soggetto potrebbe essere richiesto ti trattenerne un numero o una percentuale predefinita.

In particolare, quando si determina la remunerazione variabile una questione cardine è rappresentata dai criteri di misurazione della performance in base ai quali si stabilisce l'ammontare della stessa. Questi potranno essere criteri finanziari (quantitativi) e non finanziari (qualitativi).

Sia il CEBS che il CEIOPS ritengono che i pagamenti correlati alla performance debbano basarsi sui risultati ottenuti non solo a *livello individuale* ma anche a *livello collettivo*; questi poi devono essere aggiustati per i *rischi* correnti e futuri (soprattutto il rischio di liquidità); infine si devono confrontare con il *costo del capitale* e la *liquidità richiesta*<sup>79</sup>. Il pool dei bonus deve essere calcolato secondo un "modello di capitale economico proprio dell'istituto" per garantire il collegamento con gli interessi di lungo termine. Si dovrebbe essere sempre in grado di distinguere tra obiettivi di breve e lungo periodo e di poter formulare un giudizio complessivamente fondato ("exercise judgment"). I fattori qualitativi individuali si estendono alla considerazione della abilità acquisite, lo sviluppo personale, il rispetto dei sistemi organizzativi e dei controlli, l'impegno nel perseguire le strategie di business, le maggiori politiche ed il contributo alla performance del team di appartenenza. Non vanno premiati atteggiamenti immorali e irrispettosi verso il sistema delle regole interno anche a fronte di buoni risultati quantitativi. La Francia ha ripreso i principi della valutazione individuale e collettiva e ha stabilito che la misura fondamentale di riferimento è il reddito operativo al netto dell'imposizione fiscale, insieme a tutti gli altri costi (compreso quello del capitale).

In tema di *governance* è stato previsto che fosse il *supervisory board* ad approvare obbligatoriamente i principi della politica di *compensation* relativamente ai "Professionisti del Mercato finanziario" e a sincerarsi della solidità del sistema dei controlli interni. Nelle aziende sufficientemente ampie il *supervisory board* deve creare anche una remuneration committee, partecipata per lo più da membri indipendenti: se da una parte il general management deve delineare le regole di fondo dei piani remunerativi, dall'altra tale commissione deve esprimere un'opinione sulle proposte avanzate dai manger, assicurarsi che siano correttamente eseguite e procedere ad una revisione delle stesse proposte almeno una volta l'anno.

Le politiche e le pratiche perseguite sono racchiuse in un report consegnato alla "Commission Bancaire", che per questa via provvede al monitoraggio delle società bancarie. Le *disclosure* che corredano il bilancio d'esercizio presentato all'assemblea generale degli azionisti devono includere: l'ammontare (non su base individuale), la forma della remunerazione annuale e delle indennità di fine rapporto, menzionando il pagamento più elevato riconosciuto.

Passando alla Germania, nel 2008 il governo approvò subito una serie di provvedimenti che imponevano condizioni più strette sui salari, bonus e indennità di licenziamento dei manager:

-

<sup>&</sup>lt;sup>79</sup> Sul punto conviene anche la Commissione europea sia nelle raccomandazioni, sia nella CDR III.

era la Legge (supplementare) sulla Stabilizzazione dei Mercati Finanziari, che avviava la nazionalizzazione di alcune banche tedesche<sup>80</sup> e creava il Fondo di stabilizzazione dei mercati finanziari ("SoFFin"), con il quale presero piede alcune importanti restrizioni: le limitazioni dei salari a non più di cinquecentomila euro l'anno; i bonus e le indennità di fuoriuscita furono banditi. Si ricorda che all'epoca il CEO della Deutsche bank decise di rinunciare ai suoi bonus, sebbene la banca non fosse stata nazionalizzata<sup>81</sup>.

Nel 2009 la Federal Financial Supervisory Authority (nella sigla tedesca "BAFin") ha diffuso una circolare sui requisiti degli schemi di remunerazione con cui rimpiazzava la precedente circolare corrispondente (nota come "Minimum Requirements for Risk Management in Financial Service Institutions and Financial Institution"), contenente nuove misure vincolanti per le banche e le società assicurative. Perseguendo ossequiosamente gli obiettivi e i principi del FSB, la normativa tedesca ha previsto che una porzione sostanziale della remunerazione fosse variabile, con percentuali variabili dal 40 al 60 per cento a seconda del livello di "seniority" dell'impiegato.

Si ricorda che altre istituzioni europee sono state più precise sul punto rispetto al FSB, affermando in più il principio del bilanciamento e della proporzionalità tra remunerazione fissa e variabile. In particolare, il CEBS, il CEIOPS e la Commissione europea, sia nelle raccomandazioni sia nella terza direttiva sui requisiti del capitale (CDR III), hanno espresso la necessità di bilanciare le due componenti, caldeggiando la costituzione di un ammontare fisso piuttosto elevato, così da permettere una politica flessibile dei bonus, che, dunque, potrebbero anche essere nulli. Nel caso in cui siano pagati bonus di entità significativa, questi non devono rappresentare un semplice riconoscimento di denaro in anticipo, corrisposto a prescindere dai rischi dell'andamento dell'attività sottostante, ma parte del bonus deve essere differita per un periodo minimo e per un ammontare proporzionato all'entità del bonus stesso. Anche in Germania, la retribuzione variabile deve essere almeno per il 50 per cento costituita da azioni e strumenti assimilabili e la corresponsione certa della stessa è garantita solo per il primo anno successivo all'assunzione. Le indennità di licenziamento ("severance payment") potranno essere riconosciute solo coerentemente con la creazione di valore nel lungo termine e l'assunzione prudente di rischi e non possono mai essere elargite a fronte di un fallimento. In caso di comportamenti che abbiano danneggiato la performance finanziaria possono scattare le clausole di clawback, ossia di restituzione di quanto già pagato al dipendente o di sospensione di pagamenti futuri.

Nel delineare i criteri di perfomance in base ai quali calcolare i bonus e le altre forme di remunerazione variabile, l'Alemagna si è fatta guidare ancora una volta direttamente dal

<sup>80</sup> Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz [FMStErgG] [Supplementary Financial Market Stabilization Act], Apr. 7, 2009, BCBL. I at 725 (Ger.).

<sup>&</sup>lt;sup>81</sup> Guido Ferrarini e Maria Cristina Ungureanu, "Economics, Politics, and the International Priciples for Sound Compensation Practices: an analysis of executive pay at European banks", Vanderbilt Law Review, Vol. 62, No. 2, p. 460, ECGI - Law Working Paper No. 169/2010, Marzo 2011, pag.455-459.

FSB. I parametri finanziari dovranno essere basati sulla performance individuale, dell'unità di business e dell'azienda nel complesso, tenendo in considerazione il capitale richiesto, la quantità di rischio di liquidità assunto, nonché il tempo e alla probabilità che si verifichino *ricavi* potenziali futuri. Il FSB non fa esplicito riferimento a parametri qualitativi. Sulla *governance* remunerativa la Germania non è stata più originale rispetto alle linee guida tracciate dal FSB. In particolare, il suo "Cromme Code", richiede che la retribuzione del *management board* sia soggetta a disclosure nel Remuneration Report<sup>82</sup>.

In Italia la Banca d'Italia si era mossa prima del G20 del 2009 stabilendo un sistema di regole nel marzo del 2008 attraverso un documento noto come: "Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche" i cui obiettivi sono: "la chiara distinzione delle funzioni e l'appropriato bilanciamento dei poteri; l'equilibrata composizione degli organi; un sistema dei controlli integrato ed efficace; meccanismi di remunerazione coerenti con le politiche di gestione del rischio e le strategie di lungo periodo; flussi informativi idonei a consentire scelte gestionali consapevoli.[...]. In materia remunerativa, viene previsto il coinvolgimento dell'assemblea generale nella definizione delle politiche retributive e dei piani di compensi basati su strumenti finanziari; con particolare riguardo alle componenti variabili viene richiesta l'adozione di tecniche di ponderazione per il rischio e di meccanismi volti ad assicurare il collegamento del compenso con risultati effettivi e duraturi. Specifiche prescrizioni sono dettate con riguardo agli organi di controllo, ai consiglieri non esecutivi e ai responsabili delle funzioni di controllo interno, per tenere conto delle peculiarità e della delicatezza dei rispettivi ruoli nelle realtà bancarie."

A tale comunicato la Banca d'Italia fece seguire una serie di comunicazioni e linee guida in ossequio ai principi emanati dal FSB, per cui valgono le medesime considerazioni fatte per Francia e Germania anche in merito ai parametri di misurazione della performance, che dovranno sempre far riferimento sempre al capitale, ai rischi e alla liquidità richiesta. Tuttavia in questa sede si vogliono segnalare alcuni comunicati di estrema importanza e attualità, come quello del 2 marzo 2012 in cui era stata richiamata l'esigenza di assicurare la piena attuazione delle Disposizioni del marzo 2011, al fine di "garantire la sostenibilità della componente variabile dei compensi rispetto alla situazione finanziaria e l'aggiunta o il mantenimento di un livello di patrimonializzazione adeguato, in una fase congiunturale sfavorevole". Inoltre, la Banca d'Italia invita tutto il sistema finanziario ad "una significativa riduzione della remunerazione variabile. [...]. Per le banche che hanno adottato piani di incentivazione basati su un periodo annuale di valutazione della performance e che chiudono l'esercizio 2012 in perdita oppure con un risultato di gestione, rettificato per tenere conto dei

\_

<sup>&</sup>lt;sup>82</sup> Codice del commercio, Sezione 285 , frase 1 n°9. Fonte: Guido Ferrarini, Niamh Moloney, Maria Cristina Ungureanu, "Understanding directors' pay in Europe: a comparative and empirical analysis", ECGI Law Working Paper N°126/2009, August 2009, pag. 42.

Banca d'Italia, Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche, Comunicato Stampa, Roma, 4 Marzo 2008, disponibile su: <a href="https://www.bancaditalia.it">www.bancaditalia.it</a>.

rischi, una corretta applicazione delle sue Disposizioni, secondo le quali: a) non consente di riconoscere o pagare bonus a valere sui risultati dell'esercizio 2012 ai componenti degli organi con funzione di supervisione strategica e di gestione, al direttore generale, nonché ad altro "personale più rilevante" la cui remunerazione variabile sia esclusivamente o prevalentemente collegata ad obiettivi riferiti all'intera azienda; b) deve comportare, per il restante personale, almeno una significativa riduzione del bonus anche nel caso in cui siano stati raggiunti gli obiettivi di *performance* individuali e della *business unit* di appartenenza". E ricorda che "la contrazione o l'azzeramento dei bonus non dovranno essere aggirati attraverso impropri aumenti della componente fissa o di quella variabile negli anni successivi"<sup>84</sup>.

Sul piano della *corporate governance* l'Italia ha riproposto le prassi europee più consolidate. Infatti, l'assemblea generale degli azionisti deve: stabilire la retribuzione degli organi aziendali che ha nominato, approvare gli stipendi di dirigenti, impiegati collaboratori esterni, approvare gli schemi di *compensation* basati sulle azioni. Ancora una volta, si ribadisce che le società bancarie più larghe e complesse chiamate a decidere della retribuzione dei dirigenti con i ruoli speciali e complicati devono munirsi di una commissione per la remunerazione (prevista per a prima volta nel Nuovo Codice sulla corporate governance del 2006) con funzione consulenziale e propositiva finalizzata al suggerimento di criteri basilari per la strutturazione dei compensi.

L'assemblea degli azionisti è interpellata su ricezione del report annuale controllato e consegnato dall'*internal auditing*. Controlli periodici sono svolti anche dall'autorità di vigilanza interna (la Banca d'Italia nella fattispecie).

La stessa strada è stata percorsa del Banco de España, quando emanò nel 2009 le raccomandazioni in attuazione degli Implementation Standards del Financial Stability Board, e dalla Comisión Nacional del Mercado de Valores (l'Autorità finanziaria per il mercato mobiliare), che si fece promotrice dell'adozione di un unico codice di corporate governance per tutte le società quotate. La componente variabile della remunerazione e le misure cui queste è agganciata (il profitto e altri benchmark di performance finanziaria misurati ex post) sono state definite in osservanza dei principi dettati dal FSB; anche la governance è stata strutturata coerentemente con questi e vede un attivo ruolo di monitoraggio attribuito al Banco de España.

L'Autorità finanziaria di supervisione svedese si precipitò all'indomani della crisi finanziaria, nel 2009, ad emettere una regolamentazione e delle *guidelines* di efficacia vincolante a partire dal 1 gennaio del 2010 sulle politiche remunerative nell'ottica di una "stabile ed effettiva" gestione del rischio. Nel prendere decisioni sul tema dibattuto della remunerazione variabile e dei criteri per la sua determinazione, le autorità svedesi hanno stabilito la

\_

<sup>&</sup>lt;sup>84</sup> Banca d'Italia, Bollettino di Vigilanza n. 3, marzo 2013, disponibile su www.bancaditalia.it.

necessità di guadare ai comportamenti assunti a livello individuale, ai risultati dell'unità di business e della banca in generale, monitorando in che modo le decisioni relative alla componente non fissa influiscano sulla performance finanziaria. I parametri non finanziari, invece, consistono nell'ottemperanza ai sistemi e alle procedure interne, così come alle regole di condotta nei confronti della clientela. Anche in Svezia l'articolazione della componente variabile, garantita solo per il primo anno dall'assunzione o in casi eccezionali, non più avvenire solo in *cash*, ma anche attraverso strumenti che incentivino la creazione di valore nel lungo termine ed un'assunzione bilanciata dei rischi. Per il resto trovano applicazione clausole "malus" e "clawback".

La struttura delle responsabilità in ambito remunerativo vede assegnare al *board of directors*, e in manacanza di una *compensation committee* ad un membro specificamente incaricato, la definizione dei piani remunerativi, che andranno copiosamente illustrati nel report annuale e saranno soggetti al monitoraggio prudenziale dell'autorità di vigilanza.

L'Olanda non è stata da meno per quanto riguarda il suo attivismo nel settore. Il Ministro delle finanze olandese nel 2008 chiese alle banche che avevano aderito agli "schemi di garanzia" per salvarsi dalla crisi, come la ING bank, di limitare la remunerazione dei suoi *executive* e non pagare loro i bonus per almeno un anno<sup>85</sup>.

La banca centrale olandese e l'Autorità dei mercati finanziari si sono impegnate nella redazione di principi e buone pratiche di cui si suggeriva l'adozione per sopprimere quelle politiche di incentivazione che finivano per trascurare gli interessi di clienti e investitori e portare all'assunzione di rischi "indesiderati e irresponsabili". In più ci si voleva sincerare che le banche attuassero politiche remunerative di lungo termine "meticolose e serrate" in linea con obiettivi gli strategici e di rischio, i valori della banca, il contesto internazionale e che fossero ampiamente accettati dalla società civile. La NBV (l'associazione dei banchieri olandesi) ha chiesto a ciascuna banca di fissare un rapporto ("ratio") massimo tra componente variabile e fissa; inoltre, per i membri dell'executive board è stato deciso che la parte variabile non superi il cento per cento di quella fissa e, per tutti i dipendenti, non sia pagata prima che siano trascorsi tre anni. Per la quota variabile corrisposta in azioni il periodo di maturazione è non inferiore ai 5 anni (o al massimo alla fine dell'impiego), 3 anni in caso si option grant. La quota variabile riconosciuta ai fini del trattenimento in azienda o di agevolazione alla fuoriuscita deve essere sottoposta al controllo del Supervisory Board e comunque non superare il salario annuale in caso di dismissione del business. Il Supervisory Board può anche decidere di revocare parte della ricompensa se ritiene che sia basata su informazioni non sufficientemente accurate.

\_

<sup>&</sup>lt;sup>85</sup> Guido Ferrarini e Maria Cristina Ungureanu, "Economics, Politics, and the International Priciples for Sound Compensation Practices: an analysis of executive pay at European banks", Vanderbilt Law Review, Vol. 62, No. 2, p. 462, ECGI - Law Working Paper No. 169/2010, Marzo 2011, pag.455-459.

Sempre la NBV ha chiarito, poi, che la performance finanziaria dell'executive board va concepita sul piano individuale e per il suo impatto sulla "profittabilità e continuità" della banca; va aggiustata per il rischio, tenendo conto del costo del capitale e analizzata su un orizzonte temporale lungo, compreso tra i tre e i cinque anni, come indicato dalla Commissione Europea.

Nel 2008 il Dutch Code of Corporate Governance accresceva le responsabilità del supervisory board, al quale venivano forniti strumenti per migliorare la qualità del processo di decision-making sulla remunerazione e la sua trasparenza. Questo deve analizzare gli effetti della remunerazione variabile, attraverso la c.d "scenario analysis" i cui dati di input non sono solo i risultati finanziari e la variazione del prezzo delle azioni, ma anche altri parametri qualitativi. Anche la banca centrale olandese (DNB) e l'AFM, l'autorità per la vigilanza sui mercati finanziari, si sono prodigate anche sul versante della governace: il supervisory board è chiamato ad organizzare, eseguire e valutare la compensation policy non solo per il top management, ma per l'intera società. In più la NBV attribuisce al supervisory board il potere di discutere e valutare la coerenza dell'ammontare della componente variabile più elevata riconosciuta, potendola modificare se necessario. Gli organi adibiti alle funzioni di risk management, compliance, e internal audit devono affiancarlo ed assisterlo. La DNB e la AFM verificano la solidità e l'effettività delle politiche dichiarate nelle disclosure, dove va spiegato anche il perché di eventuali "eccezioni", secondo quanto previsto dal Banking Code; possono intervenire con ispezioni là dove sorgano dubbi sulla scarsa chiarezza o efficacia delle azioni intraprese dagli organi societari interni.

La vigilanza è esercitata anche dalla NBV secondo i poteri che le sono affidati dal Banking Code. Il ministero delle Finanze si assicura, invece, che le politiche proposte siano incorporate nell'Act on financial supervision ("Wft").

Il Regno Unito, oltre a rimpolpare il contenuto del suo Remuneration Code, ha visto la Financial Service Authority promulgare un manuale di regole vincolanti per il 2009 di proposta e supporto rispetto al "Code"; questo era poi corredato da *guidelines* cui le società erano libere di aderire o meno. Nel marzo del 2010 l' "a rimpolpare il contenuto del suo Remuneration Code, ha visto la Financial Service Authority, al fine di "arricchire la capacità degli azionisti di esercitare una governance effettiva sulla remunerazione e rinforzare la fiducia pubblica" nella gestione del rischio e del sistema delle ricompense.

I provvedimenti delle istituzioni inglesi ribadiscono alcuni concetti: l'importanza della componente fissa della retribuzione per poter anche evitare di pagare i bonus; il *ratio* tra parte variabile e fissa dovrebbe essere significativamente più basso per gli impiegati con funzioni di compliance e risk management; il differimento del 40-60 per cento per un periodo

-

<sup>&</sup>lt;sup>86</sup> European Banking Federation, "Remuneration policies after the crisis", Aprile 1, 2010, pag.13.

di 5 anni secondo la proposta del parlamento britannico e comunque non inferiore al cinquanta per cento per i soggetti *risk takers*.

Il più comune criterio di performance è il TSR: il Total Shareholder Return. Tutte le società quotate quando definiscono i loro schemi di incentivazione (azioni, opzioni ecc.) devono indicare il TSR per ogni categoria di titoli emessi e confrontarlo con quelli di un ampio indice rappresentativo del mercato azionario, anche se il TSR non è usato come misura di performance. L'informazione viene comunque valutata per capire il livello di allineamento con gli interessi degli azionisti<sup>87</sup>.

Copiosa è la trattazione del tema della *governace* remunerativa da parte della legislazione britannica, che inizia ad essere profondamente revisionata a seguito dello scandalo Enron. All'indomani della più recente crisi finanziaria le autorità inglesi hanno sentito di dover mostrare un coinvolgimento ancora maggiore nel settore della remunerazione dei banchieri complici o artefici di fallimenti di straordinaria proporzione. Si ricorda che nell'ottobre del 2008 la FSA scrisse una lettera indirizzata ai CEOs delle istituzioni finanziarie inglesi, il cui contenuto recitava:

"Dear CEOs,

There is widespread concern that inappropriate remuneration schemes, particularly but not exclusively in the areas of investment banking and trading, may have contributed to the present market crisis [...]. The FSA shares these concerns<sup>88</sup>."

Nel febbraio del 2009 la FSA scrisse un "draft Code of practice on remuneration policy"; nel marzo revisionò un documento sugli incentivi e i rischi, detto "Turner Review", emanato durante le crisi; pubblicò un "Consultation Paper" e la bozza di un codice sulle pratiche di remunerazione ("Code of Practice"), la cui versione finale è stata applica direttamente a tutte le grandi banche, "building society", società di investimento, e broker-dealer a partire dal 2010.

Nel marzo dell'anno successivo (2010) la FSA ha divulgato le "Supervisory Guidelines" revisionate, dove chiarisce il ruolo della *remuneration committee* o di organi interni equivalenti, la coerenza delle strutture di *compensation* con quelle di risk management e le disclosure così come suggerito dai "Compensation Principles and Standards" del FSB. La commissione per la retribuzione è chiamata ad approvare, revisionare con cadenza annuale e analizzare tutte le implicazioni dei programmi di ricompensa attivati, i cui rischi vanno aggiunti nell'agenda dei controlli svolti dal *supervisory board*. La FSA ha inserito tutte le attività, che richiede di svolgere alla citata *committee*, all'interno del suo Handbook ("Senior

-

<sup>&</sup>lt;sup>87</sup> Guido Ferrarini, Niamh Moloney, Maria Cristina Ungureanu, "Understanding directors' pay in Europe: a comparative and empirical analysis", ECGI Law Working Paper N°126/2009, August 2009, pag. 44.

<sup>&</sup>lt;sup>88</sup> La lettera aggiungeva anche che il disallineamento tra politiche di remunerazione e la stabile gestione dei rischi era inaccettabile, ed era necessaria un'azione immediata per correggere tali politiche. Fonte: Jennifer Hill, "New trends in the regulation of executive remuneration", University of Sydney, Vanderbilt University and ECGI, March 2010, pag 26.

<sup>&</sup>lt;sup>89</sup> FSA, Consultation Paper 09/10 (CP09/10), "Reforming Remuneration Practices in Financial Services", March 2009.

Management Arrangements Systems and Controls", SYSC), che la autorizza a far rispettare direttamente le regole imposte qualora la *remuneration committee* dovesse rimanere inascoltata da parte degli executives.

Oggi la FSA continua a monitorare tutti questi aspetti. Tuttavia, il vero grande sforzo che l'Inghliterra ha computo in termini di *corporate governance* retributiva è contenuto nel report noto come "Walker Review"<sup>90</sup>, contenente disposizioni per rafforzare i compiti del *board* ed arricchire il potere degli investitori istituzionali, chiedendo di "sacrificare" la collegialità del *board*, disaggregandolo in sottounità più piccole, le varie commissioni, tra cui quella per la remunerazione: un sacrificio a vantaggio di una governance più efficace<sup>91</sup>.

Nel 2008 la Svizzera si contraddistinse per due esempi virtuosi offerti dalle sue due maggiori banche: UBS e il Credit Suisse. Si ricorda che UBS era partecipata dal governo svizzero che però non chiese di cambiare le sua politica remunerativa; nonostante ciò UBS procedette comunque con la sospensione dei pagamenti dei bonus per un anno; inoltre stabilì che non ne sarebbero stati pagati altri in futuro a meno che la banca non avesse registrato un utile, cosa che non si verificò nel 2009, per cui furono chieste indietro le tranche di remunerazione variabile che aveva appena elargito. Il Credit Suisse rispose automaticamente ai nuovi principi del G20 del 200992, prima che nel novembre del 2009 la FINMA (Financial Market Supervisory Auhority, autorità di vigilanza del mercato finanziario) si preoccupasse di stabilire degli standard minimi per il sistema di remunerazione di tutto il settore finanziario<sup>93</sup>. In buona sostanza, viene stabilito un collegamento tra responsabilità, stipendi ed entità del differimento delle ricompense, che crescono all'aumentare delle coinvolgimento in mansioni di elevato rischio e responsabilità e non possono essere liberamente predisposte prima che sia trascorso un periodo di blocco ("blocking period") di tre anni per i dipendenti con un profilo di compiti altamente rischiosi. Tuttavia, la FINMA non vincola ad alcuna struttura remunerativa specifica, lasciando alle regole interne e all'approvazione del consiglio d'amministrazione la facoltà di decidere le politiche retributive non solo del senior management, ma dell'intera società e di deliberare, tra l'altro, l'opportunità di firmare cospicui assegni per incentivare l'entrata o l'uscita dei dipendenti.

La FINMA non richiede neanche di inserire nelle disclosure l'ammontare della busta paga dei singoli dipendenti, mantenendo l'informazione confidenziale; tuttavia si riserva di imporre accantonamenti di capitale maggiori per le istituzioni non sufficientemente chiare sul punto, secondo il parere di azionisti e analisti esterni.

53

HM Treasury, Press Notice, "Walker Review Proposes Fundamental Changes to Strengthen Bank Governance", 16 July 2009 (disponibile su: http://www.hmtreasury.gov.uk/walker\_review\_pn\_160709.htm).

<sup>&</sup>lt;sup>91</sup> Jennifer Hill, New trends in the regulation of executive remuneration, University of Sydney, Vanderbilt University and ECGI. March 2010. pag. 27.

<sup>&</sup>lt;sup>92</sup> Guido Ferrarini e Maria Cristina Ungureanu, "Economics, Politics, and the International Priciples for Sound Compensation Practices: an analysis of executive pay at European banks", Vanderbilt Law Review, Vol. 62, No. 2, pp. 462-463, ECGI - Law Working Paper No. 169/2010, Marzo 2011, pag.455-459.

<sup>&</sup>lt;sup>93</sup> European Banking Federation, "Remuneration policies after the crisi"s, Aprile 1, 2010, pag.6.

Ancora, la stessa autorità di vigilanza accoglie favorevolmente l'inserimento di *malus* e *clawback*, "poiché hanno il vantaggio di collegare la performance ad uno specifico rischio all'interno dell'area di responsabilità dell'impiegato".

Recentemente (2013) la Svizzera è stata protagonista di un referendum assai discusso, dove la stragrande maggioranza di svizzeri (il 67,9%) e tutti e 26 i cantoni hanno votato favorevolmente la proposta di un deputato indipendente imprenditore di Sciaffusa, Thomas Minder, per mettere un tetto ai super stipendi dei manager di aziende e banche. La bozza di legge riguarda solo le aziende svizzere quotate alla borsa nazionale o in quelle straniere: limita ad un anno il mandato dei membri del consiglio d'amministrazione, vieta alcuni tipi di compensi come i bonus milionari corrisposti agli executive che abbandonano le società (i c.d. "severance payments") e i bonus in caso di acquisizioni e vendita di parte del business. Infine, gli svizzeri hanno deciso che saranno gli azionisti (e non gli stessi manager tramite il board of directors) a decidere definitivamente sui compensi. L'Economiesuisse, la confindustria elvetica, e alcuni partiti della destra, hanno sostenuto che una volta approvata la riforma, centinaia di aziende avrebbero chiuso o delocalizzato i loro business, visto che altrove i manager avrebbero trovato condizioni salariali più appetibili. Secondo il promotore Thomas Minder questo risultato è al contrario "il miglior prodotto export" della Svizzera.

In conclusione, si può affermare che le regole affermate dai diversi Stati debbano progredire in mondo "pratico e proporzionato", altrimenti si incorre nel rischio assai elevato che lavoratori e vari business si sottopongano ad un processo di riallocazione internazionale al di fuori dell'Europa e a tutto vantaggio del Nord America e della zona dell'Asia e degli Stati che affacciano sul pacifico. Inoltre, sebenea l'Euorpa si caratterizzi per un ristretto numero di grandi mercati finanziari: Londra, Francoforte e Parigi, occorre riflettere sulla necessità di assicurare un piano di intervento omogeneo in tutte le nazioni dell'Europa e non solo in tre di queste.

Già alcune società finanziarie con sede nel vecchio continente hanno segnalato difficoltà nell'assunzione e/o nel trattenimento di impiegati in "paesi-terzi"; impedimenti nell'implementazione delle loro strategie e nel supporto ai loro clienti internazionali, sovente nei mercati emergenti<sup>94</sup>, dove ai principi del FSB non ha poi fatto seguito un radicale rinnovamento della regolamentazione da parte delle autorità locali.

Dunque, non si può prescindere dal considerare che industria dei servizi finanziari, di cui le banche trattate in questo lavoro sono spesso le protagoniste, opera in un ambiente globale e competitivo e perciò una soluzione a livello globale è auspicabile.

54

<sup>&</sup>lt;sup>94</sup> IMA, "Consultation Paper: Guidelines on remuneration policies and practices", (MIFID), Decembre 7, 2012, disponibile su: <a href="http://www.esma.europa.eu/system/files/ima final response to esma consultation - guidelines on remuneration policies and practices mifid.pdf">http://www.esma.europa.eu/system/files/ima final response to esma consultation - guidelines on remuneration policies and practices mifid.pdf</a>.

### 3. Dal Serbans Oxley Act al Dodd-Frank Act, le riforme della Federal Reserve, e della SEC in U.S.A e della CCGG e Canada

Gli stipendi d'oro pagati ai manager americani furono attaccati per la prima volta con lo scandalo Enron<sup>95</sup> attraverso il *Serbans-Oxley Act* del 2002 ed in particolare mediante due provvedimenti specifici inclusi nella legge: ss 304<sup>96</sup> e 402. Il primo istituiva il meccanismo del clawback, il secondo vietava la concessione di prestiti personali da parte della società a dirigenti ed *executive officer*.

All'indomani dello scoppio della crisi finanziaria del 2008, fu richiesto a tutte le banche aderenti al programma TARP<sup>97</sup> di rivedere radicalmente i loro piani di *compensation*, in primis andando a bloccare i bonus per i *senior executive officer* ("SEOs"), secondo quanto previsto dal Tesoro Statunitense nella "Guidance on Executive Compensation and Corporate Governance Provisions", (noto come documento "EESA"). Con l'avvio dei programmi di nazionalizzazione per il salvataggio di alcuni colossi bancari è stato permesso al governo statunitense (nelle vesti del U.S. Treasury e del Congresso) di intromettersi con irruenza nella governance remunerativa proprio attraverso le regole ferree sancite dall'"*Emergency Economic Stabilization Act*" (EESA) del 2008: il primo programma che ne scaturì, il "Capital Purchase Program", introdusse le nuove norme sull'*executive compensation* per le società partecipate dalla Stato: nove delle maggiori banche degli *States*. Poi le Treasury Guidelines del febbraio del 2009 introdussero tagli agli stipendi senza possibilità d'appello per il *board* e con l' "American Recovery and Reinvestment Act" (ARRA), per gli istituti finanziari coinvolti nel programma TARP, furono stabilite ulteriori limitazioni, come quella di impedire ai bonus di superare il valore di un terzo della remunerazione totale annua<sup>98</sup>.

<sup>-</sup>

<sup>&</sup>lt;sup>95</sup> Coffee, "What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990s" (2004) 89 Cornell L. Rev. 269., Coffee è uno dei primi accademici a sostenere che il collasso della Enron è in parte attribuibile al perverso sistema di retribuzione dei manager della società.

<sup>&</sup>lt;sup>96</sup> Secondo il Sebans-Oxley Act, il clawback permette il recupero di bonus, incentivi e azioni ricevuti a titolo remunerative dai CEO e CFO quando la società è tenuta a pocedere con il "restate earning" a causa della mancata adesione alle richiesta di fornire report finanziari. Tuttavia non sembra che il provvedimento abbia trovato una reale applicazione, spesso aggirato e perciò definito una "toothless tiger", una tigre che in realtà non ha tirato morsi. (Jennifer G. Hill, New trend in the regulation of executive remuneration, University of Sydney, Vanderbilt University and ECGI, March 2010.)

Molte sono le ragioni che spiegano l'innocuità dell' s 304: il fatto che sola la SEC ha i poteri per far rispettare tale legge, il numero ristretto di soggetti che vi sono sottoposti (CEO e CFO), l'incertezza relativa all'applicazione dei parametri di cattiva condotta agli executive da cui vengono riprelevati i pagamenti precedentemente corrisposti. In realtà solo il 22 luglio del 2009 la SEC ha esercitato la sua autorità recuperando 4 milioni di dollari a titolo di retribuzione di CEO, che non erano stati accusati di cattiva condotta, ma erano stati scelti come l'emblema della nuova politica aggressiva della SEC. Savarese, "SEC Pursues Unprecedented Sarbanes-Oxley, Clawback", The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 1 August 2009, disponibile su: <a href="http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2009/08/01/sec-pursues-unprecedented-sarbanesoxley-clawback">http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2009/08/01/sec-pursues-unprecedented-sarbanesoxley-clawback</a>. Grande assente nella riforma statunitense del 2001 era regola che permette agli azionisti di esprimere il proprio parere sui piani remunerativii mediante voto non vincolante, il c.d "advisory vote".

<sup>&</sup>lt;sup>97</sup> TARP: è il Troubled Asset Relief Program del governo U.S.A. che abilita il Dipartimento del Tesoro ad acquistare elementi dell'attivo e partecipazioni nel capitale sociale degli istituti finanziari in crisi. Si trattava si un programma inserito nell' Emergency Economic Stabilization Act del governo statunitense per il 2008.

<sup>&</sup>lt;sup>98</sup> Jennifer G. Hill, "New trend in the regulation of executive remuneration", University of Sydney, Vanderbilt University and ECGI, March 2010, pag. 22.

Nell'ottobre del 2009 fu diffusa la "Federal Reserve Guidance on Incentive Compensation" ma in realtà, l'implementazione degli standard del FSB negli Stati Uniti d'America è avvenuta con l'adozione della "Guidance on Sound Incentive Compensation Policies" (l'Agency Guidance della Federal Reserve). Questa trova applicazione per una vasta gamma di soggetti finanziari, non solo banche 100; è particolarmente esigente con quelle più complesse e di maggiori dimensioni ("Large Complicated Banking Organizations", LCBOs), ed emana disposizioni per gli impiegati, non solo *senior executive*, e coloro la cui attività individuale e collettiva può avere un impatto significativo sui rischi aziendali.

L'Agency Guidance ha inteso subito affermare *tre principi-chiave* di risk management volti a disegnare e regolare un sistema di remunerazione basato sugli incentivi:

- il principio del disegno-equilibrio ("bilance design") volto ad equilibrare rischi e risultati finanziari attraverso emolumenti che inducono un'assunzione prudente dei rischi e che sono "aggiustati per il rischio", soggetti a differimento, applicati a performance di lungo termine e meno sensibili a variazioni dei risultati nel breve periodo;
- il principio del controlli indipendenti del sistema di gestione dei rischi ("indipendent risk mangement control") rispetto alla linea di business che questi supportano, anche chiamati a definire e la valutare l'efficacia degli incentivi disegnati;
- il principio della governance forte ("strong governance") con riferimento soprattutto all'attiva ed effettiva supervisione dei lavori da parte del board of directors<sup>101</sup>.

Complessivamente le attività che le banche devono svolgere nel prossimo futuro consistono nel:

- identificare gli impiegati-chiave di qualsiasi categoria nella posizione di assumere rilevanti rischi materiali ("MRTs", Material Risk Takers o "covered employees") e per tali rischi determinare tipologia e orizzonte temporale di manifestazione<sup>102</sup>;

Alla Agency Guidance fanno riferimento holding company bancarie, banche nazionali, banche di stati membri, banche non di stati membri, associazioni di risparmio, "savings and loan" (S&L) holding company, and filiali statunitensi di banche estere con branche, agenzie, o società di prestito a scopo commerciale negli USA.

lan Fraser and James E. Earle, "Global Update on regulation of Compensation for Financial services Companies", Benefits Law Journal, Vol. 24 n°3, Autumn 2011, pag. 5.

<sup>&</sup>lt;sup>99</sup> Mike Curran and Peter Gundy, "Banking industry pay regulation: has change really happened?", BNA's Banking Report, Bloomberg BNA, 2012).

<sup>&</sup>lt;sup>102</sup> La Guidance emanata dalla Federal Reserve non è chiara su ciò che identifichi il termine "materiale"; tuttavia, da un'indagine da essa stessa svolta su 25 delle 28 Largest Complex Banking Organizations (LCBOs). Emerge la tendenza a valutare la materialità del rischio su due livelli. Il primo è dato dalla segmentazione del livello del business attraverso parametri finanziari (per esempio i business dov'è allocata la maggior parte del capitale economico); il secondo è rappresentato dall'analisi a livello di singola mansione, ossia dei compiti e delle attività previste da uno specifico ruolo. La Guidance è, invece, più puntuale nell'elencazione dei rischi, individuandone sette: creditizio, di mercato, di liquidità, operativo, legale, di compliance e reputazionale. (Fonte: Mike Curran and Peter Gundy, "Banking industry pay regulation: has change really happened?", BNA's Banking Report, Bloomberg BNA, 2012).

- verificare i programmi di incentivazione e le caratteristiche che possano suggerire
   l'assunzione di rischi inappropriati (riconoscimenti, misure di performance,
   governance...)
- implementare nuove misure di perfomance volte ad assicurare la creazione di piani di incentivazione equilibrati da attuare in modo sistematico;
- comunicare agli impiegati in che modo si intende "aggiustare per il rischio" il loro salario finale e definire uno stipendio su misura per il lavoratore o per il gruppo di appartenenza;
- monitorare il funzionamento dei meccanismi di incentivazione dei rischi assunti e le loro conseguenze, modificando l'organizzazione di criteri e principi di rewarding se necessario<sup>103</sup>.

La Federal Reserve potrà pretendere l'attuazione di piani d'azione correttivi qualora gli enti finanziari falliscano i modi e tempi della revisione delle loro strutture e pratiche retribuitive. Inoltre, la capacità di rivedere prontamente ed efficacemente i meccanismi di *compensation* si rifletterà nel *supervisory rating* attribuito dalla FED alla società finanziarà<sup>104</sup>.

Il tema della remunerazione variabile (e differita), trattato dalla Federal Reserve nell'Agency Guidance, propone l'applicazione dei piani "equity based", solo agli impiegati di livello senior, soprattutto se appartenenti alle LCBOs; i "golden parachutes" (altrove chiamati "severance paymants") vanno maneggiati con attenzione; i "clawback" sono permessi solo se previsti dallo statuto o in caso di frode, secondo quanto poi aggiunto dal governo statunitense.

Per quanto riguarda i criteri di perfomance in base ai quali stabilire l'entità della componente retributiva non fissa, si ribadisce l'importanza di aggiustare tali misure per il rischio (attuale e potenziale, tendo conto del costo del capitale e della liquidità necessaria), e di esprimerle per un lungo lasso temporale, così da incorporare il maggior numero possibile di rischi.

Attraverso l'affermazione di alcuni capisaldi in materia di compensation, l'Agency statunitense non intende imporre alcun limite superiore né una struttura remunerativa da adottare obbligatoriamente e tiene conto delle disparità dimensionali di ciascun ente finanziario prevedendo l'applicazione della normativa con un diverso grado di intensità e, perciò, secondo *criteri di proporzionalità*.

A dire il vero, già prima che la Guidance fosse ultimata, un numero cospicuo di grandi e complesse istituzioni finanziarie vedevano le loro pratiche retributive sottoposte ad un ampio processo di revisione da parte dei singoli enti di vigilanza e regolamentazione del settore

Deloitte, "The Federal Reserve's Guidance to banking organization on sound incentive compensation arrangements", November 12, 2009, pag.4, diponibile su www.deloitte.com.

<sup>&</sup>lt;sup>103</sup> Mike Curran and Peter Gundy, "Banking industry pay regulation: has change really happened?", BNA's Banking Report, Bloomberg BNA, 2012.

finanziario. Oggi, tuttavia, va innalzandosi anche il numero di piccoli enti finanziari che emulano le politiche e le tecniche di ricompensa utilizzate dai giganti del settore in U.S.A. 105 L'importanza dell'allineamento delle pratiche remunerative con i rischi a vari livelli assunti dalle aree strategiche d'affari, e a livello individuale, è stata fatta propria dal *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* approvato nel giugno 2010, il quale richiede l'intervento di *più agenzie di regolamentazione*, affinché vengano emanate disposizioni specifiche che proibiscano la possibilità di disegnare dei piani di "*incentive-based compensation*" che incoraggino l'assunzione di rischi "eccessivi e inappropriati" rispetto alla natura del business (sia attraverso retribuzioni eccesive, sia attraverso comportamenti che portino ad accrescere la probabilità di registrare delle perdite) 106.

Le regole effettivamente proposte dalle Agenzie locali, rientranti nella c.d. "Section 956" del Dodd-Frank Act, sono spesso andate al di là dei propositi generali dell'Agency Guidance anzitutto per quanto concerne il numero di società che offrono servizi finanziari alle quali si applica la normativa 107. Tra l'altro, la Section 956 impone due divieti inderogabili:

- il divieto di eccessiva remunerazione (misurata rispetto ad una serie di fattori, best practices a livello internazionale e tenuto conto di peculiari condizioni finanziarie), valido per tutti i dipendenti di qualsiasi livello gerarchico e a prescindere dai rischi assunti nell'espletamento delle loro mansioni;
- il divieto riguardante le perdite finanziarie materiali causate incentivi economici che incoraggiano l'assunzione di rischi inappropriati.

Ancora, la Section 956 introduce due importanti novità:

- l'Annual Report, che evidenzi in che modo la società finanziaria non sia contravvenuta ai due precedenti divieti;
- politiche e procedure che aderiscano ad alcuni standard minimi in osservanza dei divieti precedentemente descritti e offrano una visione ed una documentazione approfondita ("enhanced disclosure") della cultura retributiva interna; vi è poi la novità importante del voto consultivo degli azionisti sul piano retributivo approvato dal board of directors o da un'altra commissione nominata al suo interno.

Considerata la diversa dimensione, che è uno dei parametri cardine di distinzione delle diverse entità finanziarie, è stato deciso che per quegli enti con un totale dell'attivo superiore ai 50 miliardi di dollari (soprannominate appunto "LCBOs"), siano contemplate alcune

<sup>&</sup>lt;sup>105</sup> Ian Fraser and James E. Earle, "Global Update on regulation of Compensation for Financial services Companies", Benefits Law Journal, Vol. 24 n°3, Autumn 2011, pag. 6.

Sono le c.d. "covered financial institutions", ossia tutte "le società finanziarie con un attivo totale superiore ad un miliardo di dollari incluse banche, S&L, unioni creditizie, consulenti di investimenti, borker-dealer, Fannie Mae e Freddie Mac, e altre istituzioni [...], più di 1600 istituzioni finanziarie che saranno soggette alle regole proposte". (Fonte: lan Fraser and James E. Earle, "Global Update on regulation of Compensation for Financial services Companies", Benefits Law Journal, Vol. 24 n°3, Autumn 2011, pag. 7.

disposizioni supplementari riguardanti il differimento obbligatorio della remunerazione per gli executive (almeno per il 50% e per un periodo minimo di 3 anni) e sia fornita un'ampia informativa su impiegati non-executive risk-takers. A queste banche si rivolge anche la normativa vincolante della FDIC, prima agenzia statunitense a far propri i capisaldi istituiti dal Dodd-Frank Act. Nel 2010 la FDIC<sup>108</sup> realizzò un documento noto come "Advanced Notice on Proposed Rulemaking", dove tenta di capire come cambiare il sistema di controllo dei rischi per incorporare quelli generati dai piani di remunerazione più sfrenati, al fine di comprendere in ultimo, la probabilità che il relativo fondo di assicurazione dei depositi (Deposit Insurance Fund, DIF) incorra in una perdita dovuta al fallimento di una delle istituzioni bancarie assicurate. Nel 35% dei rapporti del 2009 che investigavano le cause di tali perdite, le falle nel sistema di compensation degli executive erano un fattore che vi aveva contribuito. La FIDC spinge verso: a) programmi di compensation che allineino gli interessi dei retribuiti con quelli di lungo termine degli stakeholders, tra cui la FDIC stessa; b) la fissazione di standard più elevati di quelli minimi diffusi dal FSB; c) programmi retributivi che inducano i dipendenti a focalizzarsi sul risk management aziendale. Inoltre, la FDIC invita a sua volta il Board of Directors del DIF a strutturare sistemi con "risk-based assessment ratio" che incorporino i "rischi remunerativi". Per far questo costruisce criteri per verificare la compliance di certi piani retributivi rispetto agli standard fissati e agli obiettivi di sopravvivenza nel lungo termine dell'isituzione finanziaria, ma non ponendo alcun tetto all'ammontare che si vuol elargire. Le proposte concrete della FDIC consistono nel promuovere:

- una retribuzione in parte data ai *senior manager* in azioni ordinarie "restricted, nondiscounted", ossia disponibili a specifici intervalli di tempo durante l'anno e distribuite al prezzo di chiusura del giorno in cui sono riconosciute;
- un periodo di maturazione delle azioni ("vesting period") pluriennale assistito da meccanismi di "look-back" che guardano alla performance passata, come le clausole di clawback;
- la costituzione di una commissione per la retribuzione indipendente interna al *board* coadiuvata da altri organi professionali esterni con ruolo consultivo.

Per gli enti finanziari che presentano un sistema che aderisce a tutti i tre punti si applica un "risk-based assessment rate" più basso e, quindi, più favorevole<sup>109</sup>.

Dopo lo scandalo Enron gli Stati Uniti avviarono una profonda revisione delle regole di corporate governance aziendale, intervenendo dapprima attraverso il Serbans-Oxley Act e

<sup>&</sup>lt;sup>108</sup> FDIC, acronimo di Federal Deposits Insurance Corporation, vi entrano a far parte anche le banche insediate negli Stati Uniti ma non appartenenti a Paesi membri o branche di banche estere assicurate negli USA con un attivo consolidato di non meno di un miliardo di dollari.

<sup>&</sup>lt;sup>109</sup> Robert E. Feldman, "Incorporating Employee Compensation Criteria Into The Risk Assessment System. Advance notice of proposed rulemaking" (ANPR), FDIC, 12 CFR Part 327, January 2010, disponibile al seguente indirizzo internet: <a href="http://www.fdic.gov/news/board/2010Jan12ANPR.pdf">http://www.fdic.gov/news/board/2010Jan12ANPR.pdf</a>.

più tardi in risposta alla crisi finanziaria del 2008 con i provvedimenti del Tesoro e del Congresso (il già citato documento EESA).

Per dar voce ai provvedimenti del FSB, la Federal Reserve ha introdotto nell'"Agency Guidance" tre principi, enunciati precedentemente, di cui si rievocano il secondo ed il terzo, quelli relativi alla "compatibility with effective controls and risk management" e alla "strong corporate governance". Quest'ultimo principio mette in luce la correlazione esistente tra una forte ed efficace corporate governace ed un sistema remunerativo stabile. Il board coadiuvato o meno da una compensation committee si deve preoccupare di supervisionare l'organizzazione dei piani di incentivi, approvarne gli obiettivi, casi d'eccezione, eventuali aggiustamenti, verificarne l'impatto sui rischi aziendali. Il board deve espletare questi suoi compiti almeno una volta l'anno, avendo cura di utilizzare dati storici e previsionali sulla performance degli executive. Membri competenti sono richiesti per espletare queste funzioni; per tale ragione si auspica la presenza di una compensation committee, costituta da uomini di esperienza nell'ambito del risk management e dell'industria dei servizi finanziari, con un'esplicita funzione di monitoraggio e non solo propositiva, come chiaramente indicato nella "Guidance". Si potrà far riferimento anche a soggetti esterni, che potranno intervenire in qualità di consulenti là dove c'è il pericolo di incorrere in situazioni di conflitto di interesse con il board. È richiesto anche il supporto delle commissioni addette al monitoraggio e alla gestione dei rischi, così come al controllo interno, che dovranno intervenire nella realizzazione, esecuzione e monitoraggio dei compensi. Questi saranno uomini del risk management, della finanza, delle risorse umane. Il secondo principio aggiunge, infine, che le società devono regolarmente analizzare i risultati perseguiti, gli attuali rischi, i pagamenti riconosciuti per assicurare che gli incentivi riflettano sempre appropriatamente i livelli di rischio assunto: in presenza di gap i piani dovranno essere modificati<sup>110</sup>. La banca centrale statunitense si riserva di imporre la propria vigilanza sull'attività di tali organi, monitorando il "timing and progress of corrective action proposed by the company to incentive compensation arrangements", pungolando l'assunzione di cambiamenti effettivi in "an expeditous manner"111.

In realtà, oltre a dare un input dall'alto, attraverso l'imposizione di leggi e linee guida divulgate dalle autorità governative e finanziarie (apporccio top-down) che impongono le *best practices* in ambito di governance retributiva, si è cercato di implementare anche un approccio bottom-up lasciando più potere agli azionisti nell'influenzare le politiche che più li

\_

<sup>&</sup>lt;sup>110</sup> Deloitte, "The Federal Reserve's Guidance to banking organization on sound incentive compensation arrangements, November 12, 2009, pag. 3, diponibile isponibile su: <a href="https://www.deloitte.com">www.deloitte.com</a>.

Deloitte, "The Federal Reserve's Guidance to banking organization on sound incentive compensation arrangements, November 12, 2009", pag. 4, disponibile www.deloitte.com.

aggradano e di impedire l'assunzione di rischi sfrenati. È stato questo uno degli scopi dello "Shareholder Bill of rights" voluto dai due senantori democratici Schumer e Cantwell<sup>112</sup>.

La SEC (Security and Exchange Commission) si è pronunciata recentemente con un provvedimento cardine dal titolo: "Proxy Disclosure Enhancement", richiamando le società quotate ad ampliare le informazione pubbliche rese agli azionisti in occasioni dell'assemblea ordinaria sui seguenti argomenti: le politiche e pratiche di retribuzione che presentano rischi materiali per le società; azioni e riconoscimenti di opzioni finanziarie rivolti ad executive e direttori; i dirigenti, le loro nomine, qualifiche e le procedure legali relative; i potenziali conflitti di interesse tra i consulenti esterni per la remunerazione e i membri del *board of directors*<sup>113</sup>. In realtà già nel gennaio del 2006, la SEC aveva già anticipato i tempi richiedendo una serie di adempimenti elencati nel documento dal titolo: "SEC Votes to Propose Changes to Disclosure Requirements Concerning Executive Compensation and Related Matters". Gli elementi centrali erano: l'eventuale alterazione dei dettagli sulla remunerazione e della chiarezza del materiale presentato; le disclosure sulla retribuzione totale; l'espansione del numero di componenti della remunerazioni che andavano spiegate; la quantificazione delle indennità di fuoriuscita o di cambiamento di controllo<sup>114</sup>.

Arrivando al caso del Canada, nell'ottobre del 2009 il Ministro delle Finanze, a seguito dei provvedimenti del Financial Stability Board, chiese alle maggiori banche di informare il governo sul loro livello di adesione rispetto ai nuovi precetti. Nel medesimo anno la CCGG (Canadian Colatition for Good Governance) emise una serie di principi per fornire una guida ai diversi *board* e promuovere decisioni retributive coerenti rispetto agli obiettivi di lungo termine delle società e degli shareholder. Questo documento fondamentale, noto come "Executive Comensation Priciples" è stato rivisto e ripubblicato nel 2013 con il seguente contenuto:

- 1. una parte significativa del pacchetto retributivo non deve essere garantita, ma deve essere soggetta alla performance evidenziata;
- 2. i parametri di misurazione della performance devono essere allineati con la strategia di lungo periodo per cogliere una vasta gamma di rischi;
- 3. gli *executive* dovrebbero alimentare il capitale sociale facendo gli interessi degli shareholder:

<sup>112</sup> Si veda sull'argomento: Senator Charles E. Schumer, Press Release, Schumer, Cantwell Announce "Shareholder Bill of Rights to Impose Greater Accountability on Corporate America", 23 May 2009 (disponibile su: http://schumer.senate.gov/new\_website/record.cfm?id=313468).

Per un'analisi più approfondita sulle novità in materia di disclosure sulla remunerazione si rinvia alla fine del capitolo e al documento SEC, "Proxy Disclosure Enhancement, Final Rule", 17 CFR PARTS 229, 239, 240, 249 and 274, February 2010, disponibile su: http://www.sec.gov/rules/final/2009/33-9089.pdf.

<sup>&</sup>lt;sup>114</sup> Si veda in generale sul punto: Lublin, Scannell, "They Say Jump: SEC Plans Tougher Pay Rules", Wall Street Journal, 11 January 2006, C1; Scannell, Francis, "Executive-pay Disclosure Takes Spotlight in U.S.", Wall Street Journal Europe, 17 January 2006, 1.

- 4. piani pensionistici potrebbero essere offerti, assieme ai benefit e indennità di liquidazione insieme a cambi di posizione, purchè non eccessivi;
- 5. la *compensation structure* deve essere di facile comprensione da parte del *board* e degli azionisti;
- 6. *board* e azionisiti devono collaborare e cercare di comprendere i reciproci punti di vista in materia<sup>115</sup>.

Il Canada è stato annoverato dal FSB tra i Paesi al mondo più attivi nel mettere in atto i nuovi principi.

In conclusione, si può affermare che i confini dell'attuale regolamentazione statunitense sono ancora piuttosto sfocati soprattutto per l'ampiezza dell'ambito di applicazione e per le caratteristiche che dovrebbe avere un *compensation package* ottimale<sup>116</sup>, anche se è parere piuttosto diffuso quello che la normativa nazionale non dovrebbe essere troppo dettagliata, poiché rischierebbe di compromettere la competitività degli enti sottoposti ad un set di regole più severo.

# 4. La rivoluzione delle regole in Cina, Giappone e Australia: la *pay structure*, le misure della performance e i nuovi modelli di governance

In questo paragrafo, così come nei precedenti, si approfondiranno le iniziative regolamentari promosse dai Paesi del continente australe e di quello asiatico che ospitano le banche incluse nel campione analizzato in questo lavoro. Quindi, si tratterà in dettaglio il caso della Cina, del Giappone e dell'Australia.

È stato osservato che negli ultimi trent'anni le autorità di vigilanza cinesi hanno compiuto grandi passi avanti per stabilire e potenziare a livello internazionale il proprio sistema regolamentare e di supervisione dell'industria bancaria<sup>117</sup>. Oggi il settore si caratterizza per una normativa stringente sul capitale, la liquidità e l'ampiezza del business, che rende l'implementazione dei principi di Basilea III in Cina non molto più ardua che negli altri Stati occidentali. Certamente la regolamentazione cinese presenta un più elevato orientamento verso la stabilità ed una supervisione *macroprudenziale* piuttosto che sulla competitività e l'efficienza: è anzi alimentata da una continua produzione di norme che spingono all'assunzione di rischi e impongono la separazione e restrizione di attività e strutture che

http://www.ccgg.ca/site/ccgg/assets/pdf/ccgg\_publication - 2013\_executive\_compensation\_principles.pdf .

116 lan Fraser and James E. Earle, "Global Update on regulation of Compensation for Financial services Companies", Benefits Law Journal, Vol. 24 n°3, Autumn 2011.

<sup>115</sup> CCGG, Executive compensation principles, January 2013, disponibile su:

Horst Loechel, Natalie Packham, Helena Xiang Li, "International Banking Regulation and Supervision after the Crisis. Implications for China", EU-CHINA BMT WORKING PAPER SERIES No. 013, CEIBS, December 2010, pag. 3.

mal si conciliano con la crescita dei mercati e della varietà di prodotti finanziari, stimolando, invece, lo sviluppo di organizzazioni intersettoriali<sup>118</sup> (dall'ambito creditizio, a quello assicurativo e mobiliare) che sappiano bilanciare le esigenze di diversificazione con quelle di mitigazione dei rischi. Invece, si ricorda che proprio in questa direzione sembra andare la "Volcker-rule" statunitense. È pur vero che le disposizioni vecchio stampo elogiate da Liu Mingkang, presidente della China Banking Regulatory Commission (CBRC)<sup>119</sup> hanno probabilmente aiutato il sistema bancario del gigante d'oriente a non contrarre i devastanti effetti della crisi: gli istituti cinesi presentavano all'epoca una scarsa esposizione ai prodotti derivati dai mutui subprime ed un accesso limitato ai mercati finanziari.

Liu Mingkang manifestò a quei tempi il favore delle autorità cinesi a costruire un piano di regole per il settore finanziario applicabile su scala globale e fu così che nel 2009 la Cina, insieme ad Argentina, Australia, Brasile, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Corea, Messico, Russia, Arabia Saudita, Singapore, Sud Africa e Turchia entrò a far parte della Commissione di Basilea sulla Supervisione Bancaria e del Financial Stability Board<sup>120</sup>.

Coerentemente con i principi introdotti da quest'ultimo in ambito retributivo e con il framework normativo delineato dalla "Law of the People's Republic of China on Banking Regulation and Supervision", nel 2010 la CBRC (China Banking Regulatory Commission) ha emanato le "Supervisory Guidelines on Compensation Practices of Commercial Banks", con le quali assoggettava alla sua supervisione le pratiche di ricompensa delle aziende bancarie; forniva suggerimenti per stabilire una valutazione stabile della performance e incentivava meccanismi attraverso i quali gli incentivi dei manager dovevano essere allineati con le misure di profittabilità di lungo termine e gli obiettivi di risk management. Le banche commerciali, secondo la guida, dovrebbero diminuire il peso attribuito alla performance di un singolo business e focalizzare l'attenzione sulla capacità di gestire i rischi a livello generale. Si può dire che la Commissione per la regolamentazione bancaria cinese abbia voluto rafforzare il ruolo delle pratiche retributive nella ridefinizione dei modelli di corporate governance, di controllo interno e di gestione del rischio delle banche commerciali, promuovendone uno sviluppo sano e sostenibile<sup>121</sup>. Il quadro dei compensi non deve solo tenere in considerazione il rischio, ma anche essere coerente con gli obiettivi di competitività di lungo periodo e ciò porta innanzitutto a creare in struttura di incentivi di lungo, oltre che di breve, termine<sup>122</sup>.

-

Horst Loechel, Natalie Packham, Helena Xiang Li, "International Banking Regulation and Supervision after the Crisis. Implications for China", EU-CHINA BMT WORKING PAPER SERIES No. 013, CEIBS, December 2010, pag. 3.

<sup>&</sup>lt;sup>119</sup> Financial Times Chinese, "Basic Rules Helped China Sidestep Bank Crisis", June 30<sup>th</sup>, 2009.

Horst Loechel, Natalie Packham, Helena Xiang Li, "International Banking Regulation and Supervision after the Crisis. Implications for China", EU-CHINA BMT WORKING PAPER SERIES No. 013, CEIBS, December 2010, pag. 5.

<sup>&</sup>lt;sup>121</sup> China Banking Regulatory Commission, "Supervisory Guidelines on Compensation Practices of Commercial Banks", 2010 (14), Chapter 1, art.1. disponibile su: http://www.cbrc.gov.cn/.

<sup>&</sup>lt;sup>122</sup> China Banking Regulatory Commission, Supervisory Guidelines on Compensation Practices of Commercial Banks, 2010 (14), Chapter 1, art.4.

In particolare, la Guidance della CBRC richiede che la retribuzione fissa di base non ecceda il 35% della remunerazione totale, mentre almeno il 40 per cento deve costituire la componente variabile (corrisposta in base criteri di merito, attraverso incentivi di medio e lungo termine e *wealth benefit*). Essa è destinata agli *executive* e ai soggetti nella posizione di assumere rischi materiali. La retribuzione variabile per i *senior executive* di grado più elevato (da un minimo del 50% ad un massimo del 60%), va differita per un periodo di almeno tre anni. Questa non può mai superare tre volte il salario di base <sup>123</sup>. Il sistema del clawback, ossia della restituzione o sospensione di pagamenti già effettuati o maturati, è stato suggerito come un buon metodo per riottenere l'ammontare totale dei bonus dopo la pensione, se alcuni comportamenti manageriali hanno indotto ingenti perdite nei periodi precedenti.

Le banche non sono incoraggiate a prevedere un bonus minimo e, nel caso in cui questo sia necessario, lo si potrà applicare solo ai neoassunti per il primo anno di contratto<sup>124</sup>.

Si precisa, infine, che la retribuzione complessiva su base annua per una banca commerciale debba essere fissata avendo bene in mente: la porzione che essa occupa nel totale delle spese per il management degli anni precedenti, il numero complessivo degli impiegati, le condizioni finanziarie, l'andamento dei ricavi, la capacità di controllare i fattori e l'orizzonte temporale di manifestazione dei rischi delle varie linee di business, nonché dei relativi profitti e perdite; più tutte le altre condizioni specifiche previste per le banche a partecipazione pubblica<sup>125</sup>.

Sulla *governance* remunerativa la Cina mostra di non essere ancora allineata rispetto al resto dei Paesi del mondo analizzati: il Codice di Corporate Governance delle società quotate non prevede la formazione di alcuna *remuneration commettee* da parte del *board*<sup>126</sup>. Muovendo verso l'estremo oriente anche il Giappone, attraverso l'Autorità per i servizi finanziari giapponese (JFSA, Japanese Financial Service Authority), ha introdotto nel 2010 delle Supervisory Guidelines per aderire ai principi e agli standard dettati dal FSB. A Pittsburgh il Giappone annunciò che accoglieva pienamente gli "Implementation Standards" per allineare la remunerazione con la creazione del valore di lungo termine e non assumere rischi eccessivi. Gli organi di vigilanza si riservavano la responsabilità di rivedere le politiche e le strutture di *compensation* rispetto agli obiettivi istituzionali e sistematici e, dinanzi ad ulteriori rischi, non escludevano la possibilità di richiedere misure correttive come maggiori accantonamenti di capitale per quelle imprese che fallivano nell'implementazione degli

<sup>-</sup>

<sup>&</sup>lt;sup>123</sup> China Banking Regulatory Commission, Supervisory Guidelines on Compensation Practices of Commercial Banks, 2010 (14), Chapter 2, art.7; Chapter 3, art. 16.

<sup>&</sup>lt;sup>124</sup> China Banking Regulatory Commission, Supervisory Guidelines on Compensation Practices of Commercial Banks, 2010 (14), Chapter 2, art.6.

China Banking Regulatory Commission, Supervisory Guidelines on Compensation Practices of Commercial Banks, 2010 (14), Chapter 2, art. 10, Chapter 3, art. 11.

Fonte: Deloitte, Centre for Corporate governance, China: <a href="http://www.corpgov.deloitte.com/site/ChinaEng/audit-and-remuneration-committees/">http://www.corpgov.deloitte.com/site/ChinaEng/audit-and-remuneration-committees/</a>.

standard fatti propri dalla JFSA. Le varie autorità di supervisione interne si riservano, inoltre, di modificare le strutture retributive in caso di fallimento o di salvataggi *in extremis* tramite nazionalizzazioni. Il Giappone continua ad auspicare la revisione periodica dello stato di implementazione della nuova regolamentazione da parte del FSB, il quale potrà, quando necessario, emettere i c.d. "ordini di miglioramento del business" ("business improvement orders"), soprattutto nei confronti delle istituzioni creditizie che raccolgono depositi e che hanno ricevuto iniezioni di capitale nel quadro dei provvedimenti di stabilizzazione del sistema finanziario. Già il FSB è intervenuto nei confronti delle banche più negligenti attraverso sostituzioni di *senior manager*, riduzione di bonus e rivedendo radicalmente il sistema di *compensation*. In presenza di meno gravi deficit di implementazione della normativa, le società bancarie dovranno inviare report con ulteriori chiarimenti sia al FSB che alla JFSA.

La National Diet giapponese ha varato delle politiche in linea con gli standard del FSB, con le quali prevede la creazione di un supervisory board presieduto da membri non-executive che verifica il livello di compliance rispetto al FSB e ai dettami della JFSA. Quest'ultima nel 2010 ha richiesto a tutte le banche nipponiche di possedere un capitale minimo a presidio di eventuali stress finanziari e a tal fine la JFSA può limitare la retribuzione variabile se un suo ammontare eccessivo erode il capitale necessario. Nel medesimo anno l'autorità dei servizi finanziari ha preso direttamente alcune misure per cambiare la struttura retributiva di alcune grandi società 127, stabilendo che una porzione significativa della componente variabile dovrebbe essere rappresentata da azioni (opzioni e strumenti simili) e soggetta a differimento per una percentuale compresa tra il 40 ed il 60 per cento<sup>128</sup>. In presenza di percentuali elevate, sarà necessario agganciare la frazione variabile agli obiettivi di valore nel lungo termine e alla probabilità che si verifichino rischi finanziari. Al solito, la frazione variabile deve essere commisurata alle responsabilità e alle mansioni svolte da ciascun senior executive o impiegato e non deve minare il capitale di base della banca. Per questa ragione le misure di performance utilizzate per la determinazione della stessa dovranno basarsi sul capitale richiesto e la quantità di rischio di liquidità assunto. In caso di cattiva performance scattano le clausole di clawback.

In ossequio al principio 9 e allo standard 15 del FSB, è stato introdotto l'obbligo di fornire adeguate disclosure in materia per tutte le società con dirigenti che guadagnano più di cento milioni di yen (circa 1,25 milioni di dollari)<sup>129</sup>. Nell'aprile del 2010 la FSA ha dato esecuzione alle sue "Revised Supervisory Guidelines", caposaldo della governance giapponese, sulla

<sup>&</sup>lt;sup>127</sup> FSA Newsletter No. 84 2010. Financial Services Agency (Japan). 9 June 2010. Date of Access: 27 March 2011, disponibile su: http://www.fsa.go.jp/en/newsletter/2010/03.pdf.

Thematic Review on Compensation. Financial Stability Board (Switzerland) 30 March 2011. Date of Access: 7 October 2011. Disponibile su: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\_100330a.pdf.

Thomson Reuters (United States), Japan to require disclosure of executive pay, 16 February 2010. Date of Access 25 March 2011. Disponibile su: http://www.reuters.com/article/2010/02/16/japan-compensation.

vigilanza di tutte le istituzioni finanziarie, incluse quelle operanti all'estero. Il focus di queste linee guida è stato posto sulla chiarificazione delle politiche manageriali, le responsabilità nel collocamento degli *asset* finanziari, il risk management e l'articolazione dei compensi <sup>130</sup>. Conseguentemente, le banche devono munirsi di una *remuneration committee* o di un altro organismo analogo, sulla cui attività devono fornire adeguate disclosure. Tale commissione si occuperà di definire politiche e piani remunerativi soggetti al monitoraggio della JFSA<sup>131</sup>.

Infine, si consideri l'Australia. Questa ha mostrato la sua capacità di recepire prontamente il nuovo quadro regolamentare delineato dal FSB<sup>132</sup> attraverso i "Prudential Standard" (o meglio, "Prudential Standard APS 510 – Governance")<sup>133</sup>, applicati a tutte le unità finanziarie autorizzate alla raccolta di depositi (le c.d. "AIDs") e *holding company* non operative; sono corredati da una guida pratica, la "Prudential Practice Guide: PPG 511 – Remuneration".

La Reserve Bank of Australia, in realtà, aveva introdotto un rinnovamento della regolamentazione finanziaria già nel luglio del 1998, includendovi il trasferimento delle responsabilità di vigilanza sul settore bancario ad un nuovo organo: l'Australian Prudential Regulation Authority (APRA), autorità di vigilanza impegnata a diffondere un sistema efficace di risk management e solide riserve di capitale, a migliorare il sistema delle informazioni e monitorare la liquidità delle "Authorised Deposit-taking Institutions" (ADIs, enti creditizi per la raccolta dei depositi presso il pubblico). Oggi l'agenzia spinge su un rapido accoglimento del requisito minimo del capitale di Basilea III a livello globale" Inoltre, fu creato il Payments System Board per la salvaguardia della stabilità finanziaria.

Nel 2001 in risposta allo scandalo Enron, l'Australia inserì nel suo *Corporations Act,* ispirandosi a un provvedimento adottato due anni prima in UK<sup>134</sup> e già presente negli USA, nuove leggi nelle quali richiedeva che gli azionisti di una società quotata fossero chiamati ad esprimere un voto non vincolante durante l'assemblea generale annuale, con il quale indicavano il loro parere sull'adozione di un "Remuneration Report". <sup>135</sup>

Nel 2006 l'Australia lanciò il Financial Sector Assessment Program (FSAP). Da allora il governo, supportato dal Council of Financial Regulators, rese operativi alcuni "stabilizzatori automatici" e varò delle misure di politica finanziaria proattive da usare come scudo contro il

http://www.apra.gov.au/CrossIndustry/Consultations/Documents/CPS-510-Governance-January-2013.pdf.

<sup>&</sup>lt;sup>130</sup> FSA Newsletter No. 84 2010. Financial Services Agency (Japan). 9 June 2010. Date of Access: 27 March 2011. Disponibili su: <a href="http://www.fsa.go.jp/en/newsletter/2010/03.pdf">http://www.fsa.go.jp/en/newsletter/2010/03.pdf</a>.

European Banking Federation, "Remuneration policies after the crisis", Aprile 1, 2010, pag.47.

<sup>&</sup>lt;sup>132</sup> Si segnala che lo Standard 10 del FSB potrebbe non applicarsi al caso dell'Australia dal momento che non ha dovuto attuare piani di salvataggio per nessuna istituzione finanziaria domestica. Fonte: Thematic Review on Compensation. Financial Stability Board (Switzerland) 30 March 2010. Date of Access: 27 March 2011, disponibile su: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r 100330a.pdf

<sup>&</sup>lt;sup>133</sup> Il documento dell'APRA è visualizzabile al seguente indirizzo internet:

<sup>134&</sup>quot; The Directors" Remuneration Report Regulations", 2002, S.I. 2002, No. 1986 (UK). Il provvedimento è contenuto nel "s 439" del *Companies Act* 2006 del Regno Unito.

<sup>&</sup>lt;sup>135</sup> Chapple, Christensen, "The Non-Binding Vote on Executive Pay: A Review of the CLERP 9 Reform" (2005) 18 Aust. J. Corp. L. 263.

rischio di un'eventuale propagazione globale di una crisi finanziaria, in modo molto lungimirante<sup>136</sup>.

Più tardi con l'emanazione dei principi e degli standard del FSB, l'Australia ha dimostrato un'ottima capacità di perseguire una "sostanziale attività di supervisione volta a comunicare alle istituzioni le sue aspettative circa l'adesione" alle nuove regole in materia di *compensation* e capitale, che il Paese si preparava a recepire anche tramite le leggi interne e i provvedimenti dell'APRA<sup>137</sup>.

Nei successivi controlli del 2011 sul grado di implementazione dei suoi principi, il FSB notò che grandi passi avanti erano stati fatti nella risoluzione delle crisi bancarie e dei fallimenti ed era stato costituito un sistema di garanzie dei depositi da parte del Financial Claims Scheme (FCS). Nello stesso anno la Reserve Bank of Australia evidenziava che il sistema bancario australiano era solido e stabile.

La normativa australiana ossequiosa dei precetti emanati dal FSB, esige che il *Board* adotti una politica chiara che allinei i piani di remunerazione con i rischi assunti, attraverso un'implementazione graduale nel periodo di transizione fino a Marzo 2013, mese in cui saranno rivisti i contratti pubblici sul lavoro. I piani remunerativi varati dal *board* non devono compromettere la capacità degli impiegati di operare in condizioni di *indipendenza*<sup>138</sup> e rispettare due obiettivi fondamentali: a) la stabilità finanziaria nel lungo termine; b) il sistema di risk management che è tenuto a seguire l'istituzione regolamentata<sup>139</sup>. Infatti, la "remuneration policy must form part of a regulated institution's risk management framework"<sup>140</sup>.

Dalla normativa emerge che, nel disegnare i piani retributivi, il *board* dovrà tenere ben presente almeno due questioni:

il necessario equilibrio tra remunerazione fissa (il salario, benefici pensionistici, eventuali rimborsi per spese) e variabile ("performance-based"), descrivendo per la componente basata sulla performance, tutti gli incentivi da distribuire nel breve e nel lungo termine, pagabili con o senza differimento. È auspicabile che la percentuale fissa sia sufficientemente elevata, così da permettere una politica più flessibile sulla remunerazione variabile che potrebbe anche essere negata quando sono assunti rischi superflui e sono riscontrati risultati deludenti o perdite. In particolare, se si

Thematic Review on Compensation. Financial Stability Board (Switzerland) 30 March 2010. Date of Access: 27 March 2011, disponibile su: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\_100330a.pdf

<sup>137:</sup> Thematic Review on Compensation. Financial Stability Board (Switzerland) 30 March 2010. Date of Access: 27 March 2011, disponibile su: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\_100330a.pdf.

<sup>&</sup>lt;sup>138</sup> APRA, Prudential Standard 510 - Governance, art.52, disponibile su:

http://www.apra.gov.au/CrossIndustry/Consultations/Documents/CPS-510-Governance-January-2013.pdf

<sup>&</sup>lt;sup>139</sup> APRA, Prudential Standard 510 - Governance, art.45, disponibile su:

 $<sup>\</sup>underline{http://www.apra.gov.au/CrossIndustry/Consultations/Documents/CPS-510-Governance-January-2013.pdf}$ 

<sup>&</sup>lt;sup>140</sup> APRA, Prudential Standard 510 - Governance, art.54, disponibile su:

http://www.apra.gov.au/CrossIndustry/Consultations/Documents/CPS-510-Governance-January-2013.pdf

verificano "inaspettate e involontarie" flessioni del reddito di una certa area di business durante il periodo di differimento, il *Board* ha il potere di chiedere indietro o eliminare i pagamenti effettuati o previsti (clawback). L'APRA si aspetta che il consiglio d'amministrazione moderi la propria discrezionalità sulla sottrazione dei pagamenti, riservandosi di intervenire solo "in circostanze estreme".

- l'opportunità di alternare ai pagamenti effettuati in denaro, quelli in azioni o altri strumenti simili e specificare, in ogni caso, il periodo di maturazione e di differimento<sup>142</sup>. È proibita la possibilità di coprire la propria posizione sulle azioni attraverso *hedging strategies* prima che sia trascorso il periodo di maturazione e che le azioni siano cedibili contro denaro<sup>143</sup>.

La misurazione e l'allocazione della remunerazione basta sulla performance (quella variabile) rilevata rispetto agli standard contabili, è il punto di partenza per la determinazione delle misure di performance che dovranno essere "accurate e rilevanti" rispetto alla capacità di cogliere i risultati finanziari: un ragionevole equilibrio deve essere raggiunto tra gli incentivi offerti e le misure di performance nel calcolo del periodo di differimento. Tuttavia, certi criteri di rilevazione della performance come alcune componenti del profitto e misure del valore creato, tra cui la variazione del valore di alcuni asset sottoposti al processo di marking-tomarket o la variazione della condizione di surplus o deficit dei "fondi pensione-benefit" ("benefit superannuation fund"), possono essere al di fuori del controllo degli individui e perciò tali misure dovranno essere escluse o modificate quando si sottopone a verifica la remunerazione. Le istituzioni potrebbero anche compiere degli aggiustamenti degli "statutory account" proprio per incidere sull'organizzazione di piani di remunerazione, ma tali modifiche vanno ampiamente documentate.

In passato si sono create alcune pressioni a che il governo facesse un passo indietro e lasciasse le faccende riguardanti la governance remunerativa agli stessi manager (è il tema della "self-regulation"). È stato questo lo scopo delle "Guidelines on Executive Pay " che emise l' "Australian Institute of Company Directors (AICD) nel Febbraio del 2009<sup>144</sup>. Dall'altra parte hanno risposto gli azionisti, mediante l'"Australian Shareholders Association" (ASA)<sup>145</sup> che al contrario credono profondamente in un intervento governativo dal momento che il settore privato fallisce nel rispondere ai problemi sociali derivanti dal pagamento dei manager, soprattutto quando si distribuiscono i c.d. "golden parachutes", le indennità di licenziamento e di fine rapporto. Gli azionisti hanno concesso tramite il *Corporation Act* dei

<sup>&</sup>lt;sup>141</sup> APRA. Prudential Standard 510 - Governance, art.47-b), disponibile su:

http://www.apra.gov.au/CrossIndustry/Consultations/Documents/CPS-510-Governance-January-2013.pdf

<sup>&</sup>lt;sup>142</sup> European Banking Federation, "Remuneration policies after the crisis", Aprile 1, 2010, pag. 34.

<sup>&</sup>lt;sup>143</sup> APRA, Prudential Standard 510 - Governance, art.51, disponibile su:

 $<sup>\</sup>underline{http://www.apra.gov.au/CrossIndustry/Consultations/Documents/CPS-510-Governance-January-2013.pdf}$ 

<sup>&</sup>lt;sup>144</sup> AICD, "Executive Remuneration: Guidelines for Listed Company Boards", 2009.

<sup>&</sup>lt;sup>145</sup> Australian Shareholders" Association (ASA), ASA Policy Statement: Executive Remuneration, 23 March 2009.

benefit al termine del rapporto di lavoro non superiori a sette volte lo stipendio totale annuo, un provvedimento piuttosto generoso che ha fatto temere possibili "*rewards for failure*", ossia premi a fronte di accertati fallimenti. Dunque, tale soglia è stata successivamente abbassata tramite alcuni emendamenti correttivi ("Corporations Amendment, Improving Accountability on Termination Payments", Bill del 2009<sup>146</sup>).

Nel maggio del 2009 l'APRA australiana nel suo "Discussion Paper"<sup>147</sup> descrisse la sua volontà di estendere gli standard prudenziali per le istituzioni soggette alla sua regolamentazione, imponendo alcune richieste supplementari circa la retribuzione del *board of directors*. Questo deve dotarsi di una politica di remunerazione scritta e stabilire una Board Remuneration Committee, cui partecipano esclusivamente amministratori indipendenti di comprovate capacità e competenze. L'APRA si riserva di obbligare le istituzioni che non sono conformi a tali misure ad accantonare maggiore capitale soprattutto se perseguono piani di incentivazione a breve termine e si assumono maggiori rischi<sup>148</sup>.

L'attività dell'APRA è stata supportata dall'Australian Productivity Commission, che nel report<sup>149</sup> diffuso nel 2009 ha censito l'esistente struttura remunerativa regolamentata per dirigenti ed *executive*, le disclosure fornite in merito, le pratiche di *reporting* e la diffusione del voto agli azionisti in materia. La stessa Commissione ha emesso un "Issues Paper"<sup>150</sup>, nel quale ha richiamato le autorità australiane ad arrestare certi "eccessi aziendali".

Come si è visto, un ampio bouquet di riforme è stato varato dall'Australia nell' "Era post-Enron. In ultimo si vuole ricordare il "Corporate Law Economic Reform Program" (Audit Reform and Corporate Disclosure) Act del 2004 che ha preteso un arricchimento delle disclosure sulla retribuzione (secondo il s 300A del Corporations Act), la modifica dei pagamenti al termine della carriera ("termination pay") e l'introduzione di una fondamentale "Remuneration Principle" (secondo l'ASX Corporate Governance Council "Principles of Good Corporate Governance and Best Practice"), che esorta tutte le società a conformarsi alla seguente linea guida: "remunerate fairly and responsibly".

Di seguito si propone una tabella riepilogativa del grado di adesione alla normativa introdotta dal FSB nel 2009, con punteggi da -1, 0 e +1 a seconda che non vi sia compliance, che vi sia un riesame in corso della normativa o che via stato un adeguamento completato.

<sup>&</sup>lt;sup>146</sup> Si veda sul punto: Parliament of the Commonwealth of Australia, Explanatory Memorandum, Corporations Amendment (Improving Accountability on Termination Payments) Bill 2009, 7, 11ff; Bills Digest No 6 2009-10, Corporations Amendment (Improving Accountability on Termination Payments) Bill 2009, "Purpose", "Background" (disponibile su: http://www.aph.gov.au/library/pubs/BD/2009-10/10bd006.htm).

APRA, Discussion Paper: "Remuneration: Proposed Extensions to Governance Requirements for APRA-regulated Institutions", May 2009.

<sup>&</sup>lt;sup>148</sup> Bartlett, "Global Crisis, Failure of Extreme Capitalism: "Australian PM", Agence France Presse, 15 October 2008.

<sup>&</sup>lt;sup>149</sup> Si veda sul punto: Treasurer, Joint Media Release with Assistant Treasurer and Minister for Competition Policy and Consumer Affairs and Minister for Superannuation and Corporate Law, "Productivity Commission and Allan Fels to Examine Executive Remuneration", 18 March 2009, Review into the Regulation of Director and Executive Remuneration in Australia.

<sup>150</sup> Australian Government Productivity Commission, "Regulation of Director and Executive Remuneration in Australia", Issues Paper (April 2009), pagg. 3-4.

#### Assessment:

Country	Lack of Compliance	Work in Progress	Full Compliance
Argentina	-1		
Australia			+1
Brazil		0	
Canada			+1
China		0	
France			+1
Germany			+1
India		0	
Indonesia		0	
Italy			+1
Japan			+1
Korea			+1
Mexico			+1
Russia		0	
Saudi Arabia			+1
South Africa	-1		
Turkey		0	
United Kingdom			+1
United States		0	
European Union			+1
Average Score		+0.45	

Fonte: Seul Summit Document, 2010.

# 5. Le disclosure sulla Remuneration Committee e il meccanismo "say on pay": evidenza empirica sulla corporate governance settore bancario internazionale

L'innovativo set di regole emanate dal Financial Stability Board si è concretizzato in mutati assetti e procedure di *corporate governance*, sia per quanto riguarda i compiti attribuiti a tradizionali e nuovi organi societari, sia per l'arricchito quadro di informazioni ("disclosure") che questi organi sono chiamati a fornire.

Nel corso dei successivi paragrafi si approfondirà il ruolo assunto dal *comitato* attraverso la "remuneration committee", la commissione per la remunerazione interna all'organo gestionale-amministrativo delle società, e il peso assunto dalla voce degli azionisti mediante il meccanismo "say on pay".

Attraverso l'indagine svolta sul campione di banche selezionate si scoprirà la presenza di appropriati organi addetti alla definizione e supervisione dei principi, delle politiche e delle strutture remunerative in accordo con gli obiettivi strategici, di performance e di rischio nel lungo periodo. In particolare, si anticipa che si è osservata la presenza di una Commissione per la remunerazione (*Compensation o Remuneration Committee*), sovente, partecipata da membri indipendenti del consiglio d'amministrazione (*Board of Directors*) e/o del Comitato di

Supervisione (*Supervisory Board*). Tali membri hanno funzione di suggerimento e monitoraggio sulle politiche di ricompensa, data la loro elevata competenza in materia regolamentare, sulla cultura e le *best practices* remunerative. L'arricchimento delle disclosure voluto dalle istituzioni sovranazionali ha rafforzato in genere la capacità del board di resistere alle pressioni dei manager, mediante strumenti reputazionali e di trasparenza del loro operato e stimolando la reazione degli azionisti e del pubblico. Gli *shareholder* possono fornire una legittimazione ulteriore alla posizione del board tramite il voto consultivo "*say on pay*", un meccanismo di reale efficacia solo quando accompagnato a sua volta da veritiere e abbondanti discolsure<sup>151</sup>.

Si vuole qui accennare al fatto che, sebbene l'importanza della remuneration governance sia indiscussa per il corretto funzionamento degli organi societari rispetto agli standard legislativi nazionali e globali, è ancora controverso se la corporate governance sia correlata con la creazione di valore nelle imprese. Alcuni studi suggeriscono che un legame positivo esiste<sup>152</sup>, mentre altri non sono concordi sul punto<sup>153</sup>; ulteriori studi rivelano che invece il valore creato dipenda dal livello di protezione garantito agli azionisti dagli ordinamenti giuridici locali e dalla corporate governance di ciascuna singola impresa<sup>154</sup>. Ciò che di importante emerge dall'ampio volume di studi condotti in materia, è forse il costo non indifferente associato alla strutturazione di un apparato di governance; un costo che sembra essere inferiore ai benefici derivanti dal miglior monitoraggio che ne consegue e ciò si traduce in flussi di cassa più abbondanti per gli investitori e in un più basso costo del capitale per le imprese<sup>155</sup>. Chiare e precise disclosure sono in questo senso la risposta. Queste devono riguardare un'ampia base di dipendenti in posizioni chiave, spiegare la relazione tra remunerazione e perfomance, menzionare gli standard che enfatizzano l'interesse societario per la sopravvivenza nel lungo termine ed essere "processable" da parte degli investitori, cioè esaustive, comprensibili e soprattutto rilevanti.

In quest'ambito Regno Unito e U.S.A rimangano i campioni mondiali.

1

<sup>&</sup>lt;sup>151</sup> Guido Ferrarini, Niamh Moloney, Maria Cristina Ungureanu, "Understanding directors' pay in Europe: a comparative and empirical analysis", ECGI Law Working Paper N°126/2009, August 2009, pagg.11-12.

<sup>&</sup>lt;sup>152</sup> Si veda in proposito: Manuel Ammann, David Oesch and Markus Schmid, "Corporate Governance and Firm Value: International Evidence", Swiss Institute of Banking and Finance, University of St. Gallen, 2009; Reena Aggarwal, Rohan Williamson, "Did New Regulations Target the Relevant Corporate Governance Attributes?", SSRN-id 891411 Working Paper, October 2012; Valentina Bruno, Stijn Claessens, "Corporate Governance and Regulation: Can There be Too Much of a Good Thing?", ECGI Finance Working Paper No. 142/2007 and World Bank Policy Research SSRN-id956329 Working Paper; Vidhi Chhaochharia and Luc Laeven, "Corporate Governance, Norms and Practices", ECGI Finance Working Paper No.165/2007.

Per esempio: Nuno Goncalves Gracias Fernandes (2005), "Board Compensation and Firm Performance: The Role of "Independent" Board Members, ECGI Finance Working Paper No. 104/2005; L.D. Brown, M.L. Caylor, "Corporate Governance and Firm Operating Performance", Rev Quant Finan Acc, 32:129–144, 2009; S. Bhagat, B. Bolton and R. Romano, "The Promise and Peril of Corporate Governance Indices", ECGI Law Working Paper No. 89/2007, Yale Law & Economics Research Paper No. 367, 2007.

<sup>&</sup>lt;sup>154</sup> Bruno e Clessens, si veda la nota precedente.

<sup>&</sup>lt;sup>155</sup> Manuel Ammann, David Oesch, Markus Schmid, "Corporate Governance and Firm Value: International Evidence, Swiss Institute of Banking and Finance", University of St. Gallen, 2009.

Le disclosure possono aiutare a minimizzare i tempi e i costi degli interventi di regolamentazione internazionali e locali, che perciò sarebbero ridotti al minimo. Questo deve indurre a concepire la remuneration governance come un'opportunità per migliorare il monitoraggio e la disciplina interna e non come un obbligo costoso cui ottemperare<sup>156</sup>.

### 5.1 La Remuneration Committee nelle banche europee

Cominciando con le disclosure fornite dalla Deutsche Bank, la maggiore banca al mondo per total asset, si chiarisce che in Germania con la legge "VorstAG" sull'appropriatezza della remunerazione dei dirigenti, entrata in vigore a partire dal 5 Agosto 2009, le decisioni sul sistema degli emolumenti, compresi gli elementi contrattuali e di determinazione degli stessi, spettano integralmente al Supervisory Board<sup>157</sup>. Nell'ottobre del 2010 è stata introdotta poi la "Regulation on Remuneration in Financial Institutions and Insurance companies" ("InstitutsVergV"), che la Deutsche Bank si è affrettata a recepire nel determinare i propri piani di compensation già prima della chiusura dell'esercizio 2010. La prima banca tedesca si è munita di una Compensation Committee, che è coadiuvata dall'Executive compensation Committee, partecipata da membri del comitato di gestione (il Mangement Board) e dal personale appartenente alla Divisione Risorse Umane focalizzate sulla sostenibilità e sull'allineamento della retribuzione con i rischi assunti.

Si ricorda che in Germania l'assemblea generale degli azionisti non è tenuta dalla legge ad approvare la busta paga dei dirigenti, né la politica remunerativa in generale, né il Remuneration Report e il suo contenuto<sup>158</sup>. Non è neanche previsto che gli azionisti possano proporre di loro iniziativa un voto in materia: solo se il board gliene dovesse far richiesta, a meno che non si tratti della componente variabile, come i piani di stock options, sui quali il voto è esplicitamente richiesto. Tuttavia, La Deutsche Bank pubblicò per sua volontà il primo Remuneration Report nel 2009, ottemperando alle disposizioni non vincolanti dell'autorità di vigilanza Bafin e del FSB. Il Report conteneva indicazioni su struttura e pratiche retributive, sulla corporate governance e si rendeva noto che i piani compensativi erano stati radicalmente rivisti.

In Olanda nella ING Bank si distingue chiaramente la presenza di una Remuneration Committee eletta in seno al Supervisory Board con ruolo propositivo sulle politiche remunerative, costantemente in contatto con l'Executive Board, il quale deve fornire tutte le

<sup>&</sup>lt;sup>156</sup> Guido Ferrarini, Niamh Moloney, Maria Cristina Ungureanu, "Understanding directors' pay in Europe: a comparative and empirical analysis", ECGI Law Working Paper N°126/2009, August 2009, pagg.13-14.

Deutsche Bank, Financial report, 2009, 2010, 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>158</sup> Guido Ferrarini, Niamh Moloney, Maria Cristina Ungureanu, "Understanding directors' pay in Europe: a comparative and empirical analysis", ECGI Law Working Paper N°126/2009, August 2009, pag.39.

informazioni necessarie al Supervisory Board per l'espletamento di tale funzione<sup>159</sup>. Tale organo determina le dinamiche retributive secondo l'assetto regolamentare, "Restrained Remuneration Policy", introdotto dalla legge sulla vigilanza finanziaria del 2010 che ha impedito una serie di pratica, tra cui quella secondo la quale la remunerazione variabile potrebbe non essere più una componente garantita.

Presso la banca Nordea, in Svezia, il Consiglio d'Amministrazione (*Board of Directors*), attraverso la *Board Remneration Committee*, decide sulla remunerazione di tutti i dipendenti della società- formula una proposta sulla remunerazione dei suoi stessi membri, ma questa è soggetta all'approvazione dell'assemblea annuale dei soci. Nordea bank presenta una Remuneration Report ricco di informazioni dal quale è possibile evincere la chiarezza, stabilità e trasparenza della sua politica remunerativa<sup>160</sup>. Relativamente al voto degli azionisti si ricorda che in Svezia è richiesto solo per la remunerazione variabile, nel caso in cui vengano emesse nuove azioni, opzioni o acquisiti nuovi diritti su azioni<sup>161</sup>.

La medesima struttura di corporate governance è rinvenibile nel Regno Unito, dove è elemento comune la presenza della "Group Remuneration Committee" nominata internamente al *Board of Directors* e costituita da amministratori non esecutivi, che stabilisce principi, parametri e regole di governance a presidio delle politiche di remunerazione, articolandone la struttura in modo puntuale non solo per gli *executive* ma anche per tutti gli impiegati dei livelli gerarchici inferiori la cui attività può avere un impatto sui rischi supportati dal gruppo bancario<sup>162</sup>. In più tale commissione nella HSBC ha fatto presente di non volersi avvalere di consulenti esterni, se non in via eccezionale<sup>163</sup>.

Accanto alla più tradizionale funzione di proponimento e di approvazione della politica di compensation, sempre più frequentemente, la commissione per la remunerazione assolve: 1) una funzione di presidio dei rischi (congiuntamente allla *Board Risk Committee*), affinché si stabilisca un criterio di ricompensa in linea con la performance e con i rischi assunti nello svolgimento dei compiti manageriali (*risk-adjusted performance*); 2) una funzione di compliance volta a verificare *ex post* la coerenza dei comportamenti individuali rispetto agli indicatori di performance<sup>164</sup>. Pur non facendo parte del campione, si riporta brevemente il caso della Commissione di Remunerazione della Royal Bank of Scotland, che rende noto come a seguito della crisi finanziaria del 2008, ci sia stata una radicale sostituzione del

<sup>-</sup>

<sup>&</sup>lt;sup>159</sup> ING Group, Annual Report 2009, 2010, 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>160</sup> Nordea Bank, Annual report, 2009, 2010, 2011.

Guido Ferrarini, Niamh Moloney, Maria Cristina Ungureanu, "Understanding directors' pay in Europe: a comparative and empirical analysis", ECGI Law Working Paper N°126/2009, August 2009, pag.40.

HSBS, Annual report, 2009, 2010, 2011; Barclays, Annual report, 2009, 2010, 2011.

<sup>163</sup> HSBS, Annual report, 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>164</sup> Barclyas, Summary remuneration report, 2011, disponibile su:

gruppo dei dirigenti della banca scozzese, considerati i primi responsabili delle nefaste conseguenze finanziarie registrate dal Gruppo<sup>165</sup>.

Ritornando al centro Europa, la *Compensation Committee* dei gruppi bancari francesi (BNP Paribas e Crédit Agricole) vede attribuire a direttori indipendenti le medesime funzioni propositive e di risk&compliance, già osservate per i gruppi bancari britannici. Tuttavia, la politica degli emolumenti viene concretamente determinata e approvata di fatto dal *Board of Directors*, seguendo le raccomandazioni fornite dalla *Compensation Committee*, che ha dunque un ruolo più ridimensionato. <sup>166</sup> Certamente la commissione ha un ruolo propositivo, specialmente per quanto concerne la determinazione della componente variabile differita, affinché questa tenga conto dei rischi, del mantenimento dei requisiti di capitale e degli standard remunerativi caratteristici del settore finanziario. Alla Committee spetta anche una funzione di monitoraggio per verificare ex post la coerenza rispetto a tali standard e alla normativa domestica e internazionale, avvalendosi anche dell'opinione di organi quali la divisione HR, la sezione addetta al presidio dei rischi, al controllo e alla compliance rispetto ai comportamenti che questi hanno rilevato nel personale<sup>167</sup>.

Nel gruppo svizzero Crédit Suisse, dove la determinazione, la revisione e l'articolazione delle politiche di ricompensa degli *executive* spettano alla commissione nominata internamente al *Board*. A questa si riconoscerebbe, quindi, anche la funzione di *supervisory* in tale materia<sup>168</sup>.

UBS, invece, sottolinea nel suo Annual report per l'anno 2011, come il Presidente del *Board*, la Direzione Risorse Umane e la *Compensation Committee* collaborino per stabilire il piano remunerativo alla luce della valutazione dei risultati conseguiti dal *Groupe Executive Board* (GEB) e dal senior management. In più, contrariamente al quanto dichiarato dal colosso britannico HSBC, il gruppo bancario svizzero si avvale sistematicamente di consulenti esterni. Tuttavia, il *Board of Directors* ha la piena autorità e responsabilità nell'esaminare e verificare la prestazione lavorativa dei propri membri, dando ampio spazio ad un'autovalutazione di fatto (*self-assessment*) degli stessi<sup>169</sup>.

Le medesime pratiche sono state riscontrate presso il Banco Santander, in Spagna, dove il Board si riserva il diritto di determinare la remunerazione di ognuno dei suoi membri e di approvare i contratti che regolano dinamica retributiva degli altri executive. Il dovere di reporting in materia è sempre riconosciuto a una Remuneration Committee, secondo quanto preteso dall'art. 40 della "Bylaws", che espressamente richiede l'approvazione del report da parte del Board, il quale lo sottoporrà, in occasione dell'assemblea generale degli azionisti,

\_

<sup>&</sup>lt;sup>165</sup> Royal Bank of Scotland, Summary remuneration report, 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>166</sup> Crédit Agricole, Registration document annual report, 2011

<sup>&</sup>lt;sup>167</sup> Crédit Agricole, Registration document annual report, 2010.

<sup>&</sup>lt;sup>168</sup> Crédit Suisse, Annual report, 2009, 2010 e2011.

<sup>&</sup>lt;sup>169</sup> UBS, Annual report, 2009, 2010, 2011.

ad un voto consultativo<sup>170</sup>. Tuttavia l'approvazione diretta e vincolante da parte dei soci è imprescindibile quando vengono consegnate azioni, opzioni o strumenti retributivi agganciati al valore delle azioni del Banco Santander. Considerazioni analoghe possono farsi per il gruppo bancario iberico BBVA.

L'Italia figura nel campione con due nomi importanti: Unicredit e Intesa San Paolo. Il primo gruppo menzionato ha sviluppato in assetto di corporate governance teso a garantire che le decisioni prese in ambito retributivo a ogni livello organizzativo siano "indipendenti, informate e tempestive" e volte a evitare possibili conflitti d'interesse. Ciò ha portato alla creazione di una Remuneration Commettee con ruolo consulenziale (di analisi e monitoraggio dei trend e delle pratiche a livello internazionale) di supporto rispetto alla strategia remunerativa stabilita dal Consiglio d'Amministrazione. Anche Unicredit si avvale di un advisor esterno per la definizione della compensation policy, disegnata della Funzione "Rischi" e "Risorse Umane", proposta dalla Remuneration Commettee, approvata, secondo la prassi, dai membri del consiglio amministrativo e, infine, sottoposta al vaglio degli azionisti in sede di assemblea ordinaria<sup>171</sup>. Il gruppo Intesa San Paolo che ha adottato un sistema dualistico articolato su un Consiglio di Gestione ed un Consiglio di sorveglianza e vede il ruolo preminente di quest'ultimo nella determinazione del salario percepito dagli executive e dagli altri dirigenti chiave della banca. Il Consiglio di Sorveglianza definisce non soltanto l'ammontare dei compensi, fissi e variabili, da riconoscere ai Consiglieri di gestione ma anche i criteri guida sulla base dei quali procedere al loro riconoscimento.

Ai fini delle proprie deliberazioni, il Consiglio di Sorveglianza si è avvalso del supporto del Comitato per le Remunerazioni, che si è tra l'altro confrontato con un'importante società internazionale di selezione e valutazione delle risorse umane, la quale ha fornito indicazioni sugli orientamenti e la *best practice* del mercato riguardo al trattamento economico delle posizioni di vertice. Le disposizioni di legge (art. 2364-bis paragrafo 1, no. 2) del Codice Civile e l'art.123-ter del Testo Unico della Finanza) affidano all'assemblea degli azionisti il voto, non vincolante ma soggetto a disclosure, sull'ammontare complessivo della remunerazione da corrispondere, che è determinato dal Comitato per il Controllo su proposta del Consiglio di gestione. Alla Remuneration Committee, spetterebbe dunque, un ruolo meramente consultivo e propositivo<sup>172</sup>.

Quanto emerge dal quadro di corporate governance, fa riflettere anzitutto sulla presenza ovunque di una Remuneration Committee, di cui hanno dovuto munirsi tutti i gruppi bancari in risposta alle nuove richieste della regolamentazione domestica ed europea, ad eccezione della Germania che affida tutte le funzioni al Supervisory Board. Seda una parte commissione per la remunerazione sembra essere un elemento pressoché costante, d'altra

 $<sup>^{170}</sup>$  Banco Santander, Report on the director remuneration policy, 2009, 2010 e 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>171</sup> Unicredit, Group Compensation policy, 2009, 2010 e 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>172</sup> Intesa San Paolo, Report on corporate governance and ownership structure, Report on remuneration, 2011.

le funzioni ed il potere riconosciuto a tale commissione non sono omogenei e si è osservata una maggiore tendenza a restringerne il campo d'azione nei gruppi bancari che popolano i Paesi del Centro e Sud Europa (Francia, Svizzera, Spagna e Italia). Tuttavia, ovunque, con l'importante eccezione della Germania, si fatica a sottrarre all'organo amministrativo la possibilità di autovalutare il proprio operato e autodeterminare la propria remunerazione, lasciando visibilmente la porta aperta a possibili forti intromissioni e ingerenze. Inoltre, in nessuno stato il voto degli azionisti sulle proposte di retribuzione è vincolante, per cui mancherebbe la possibilità di incidere profondamente sulla politica di *compensation* sia dall'interno (da parte delle commissioni) sia dall'esterno (da parte degli azionisti).

#### 5.2 La Personnel & Compensation Committee delle banche nordamericane

"Compensation & Management Development Committee" è il nome attribuito dal maggiore gruppo bancario statunitense, JP Mogan Chase, alla propria commissione preposta alla revisione e all'approvazione dei programmi di retribuzione e dei benefit. Si tratta di un organo incaricato di assicurare la competitività dei programmi remunerativi e fornire consulenza al Board of Directors sullo sviluppo professionale e la successione dei dirigenti chiave. Alla funzione di advisory, uniformemente a quanto avviene nel Regno Unito, si affianca la funzione di risk & compliance, volta ad analizzare la correlazione tra rischio, prestazioni osservate e ricompense eleargite, con l'obiettivo di scoraggiare pratiche remunerative che incentivino l'assunzione di rischi e promuovere quelle che premiano la "sicurezza e la stabilità" delle operazioni effettuate. Il Board of Directors, d'altra parte, fornisce un parere d'insieme sulle politiche e le pratiche implementate<sup>173</sup>. Il cosiddetto "advisory vote" (ossia, il voto consultivo o meglio conosciuto come "say on pay vote") è sistematicamente richiesto agli shareholder. Considerazioni analoghe valgono per Goldman Sachs.

Sia alla Royal Bank of Canada che alla Toronto Dominion Bank è la *Human Resources Committee* che "agisce in qualità di *compensation committee*" del *Board*, fornendo consigli sull'articolazione della retribuzione in linea con gli obiettivi strategici di lungo termine ed i parametri di rischiosità fissati dalla Risk Committee, seguendo le migliori pratiche internazionali, verificando il pieno espletamento delle responsabilità dirigenziali, la coerenza dei comportamenti rispetto agli obiettivi di performance e facendo raccomandazioni sui piani di successione e quelli pensionistici. Tuttavia, si precisa nei report disponibili per gli *shareholders*, il potere di approvazione del *Board* sulle politiche di compensazione va al di là dei suggerimenti e delle raccomandazioni della commissione, perciò la sua attività è supervisionata da consulenti terzi indipendenti e dalla *Compensation Risk Mangament* 

\_

<sup>&</sup>lt;sup>173</sup> JP Morgan chase, Notice of 2011 Annual Meeting of Shareholders and Proxy Statement, 2009, 2010 e 2011.

Oversight Committee (CRMOC), che accerta l'allineamento delle prassi remunerative con i principi di gestione del rischio aziendale e di compensation emanati dal Financial Stability Board<sup>174</sup>. In Canada, come negli Stati Uniti, lo step finale è rappresentato dall'advisory vote degli azionisti. È questa la linea seguita anche dalla Toronto Dominion Bank, che ha espressamente indicato la sua volontà di avviare un dialogo diretto con gli azionisti, conformemente alle indicazioni fornite dalla Canadian Coalition for Good Corporate Governance (CCGG).

Nel Nord America si sono osservate prassi piuttosto comuni: la costituzione di un organo distaccato per la remunerazione, ma sempre interno al *board*; il voto consultivo degli azionisti; lo stravolgimento frequente delle precedenti politiche compensative, sia alla luce dei nuovi standard internazionali sia per effetto delle limitazioni stringenti che i governi hanno imposto in occasione dei finanziamenti offerti per evitare i default.

## 5.3 La Compensation Committee nelle banche dell'area austro-asiatica

Il diritto societario delle società ammesse alla quotazione sul NYSE contempla due tipologie di *governance* per le imprese di grandi dimensioni, tra le quali certamente rientra in Mitsubishi UFJ Financial Group. Il primo sistema si applica alle società con una commissione per l'*internal auditing* e la commissione per la nomina e remunerazione; il secondo consiste in un unico sistema di controllo di gestione (*Board of Corporate Auditors*). Il MUFG ha optato per quest'ultima soluzione e, quindi, non è obbligato a dotarsi di direttori esterni o di ulteriori commissioni. Nonostante ciò, il gruppo bancario del Sol Levante ha costituito ugualmente le due commissioni di *audit* e di nomina e remunerazione a supporto del consiglio di amministrazione e ha stabilito di inserire tre direttori esterni nel proprio *Board of Corporate Auditors*. Alla *Nomination and Compensation Committe* spetta sempre un ruolo propositivo sul compensation framework dei dirgenti e del top management della holding e delle società sussidiare. Essendo quotata sul NYSE, rimane la prassi del voto consultivo richiesto agli *stockholders*<sup>175</sup>.

Allo stesso modo il *Board of Directors* e i *Corporate Auditors* approvano le politiche di ricompensa per gli executive ed i manager del Mizhuo Financial Group, mentre non vi è traccia all'interno del *Board* di una specifica *Compensation Committee*<sup>176</sup>.

Rimanendo in Oriente, l'Industrial and Commercial Bank of China, prevede esplicitamente una *Remuneration Committee*, distinta dalla *Nominantion Committee*, all'interno dell'organo amministrativo. Questa indaga l'appropriatezza e la coerenza dei pacchetti retributivi con

\_

<sup>&</sup>lt;sup>174</sup> Royal Bank of Scotland, Notice of 2011 Annual Meeting of Common Shareholders. Management Proxy Circular, 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>175</sup> Mitsubishi UFJ Financial Group Annual Report, 2009, 2010, 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>176</sup> Mizuho Financial Group, Annual Report, 2009, 2010, 2011.

l'impegno profuso nel perseguire gli obiettivi aziendali strategici e di lungo termine, formulando una serie di raccomandazioni rivolte al *Board* secondo la Guida sul sistema di remunerazione efficace definita da HKMA<sup>177</sup>.

L'altro colosso bancario cinese incluso nel campione è l'Agricultural Bank of China. Anche qui è previsto il voto degli azionisti sulla remunerazione dei dirigenti e del *senior management* approntata dalla *Nomination and Remuneration Committee*, organo interno al *Board of Directors* che torna a riunire in sé la funzione di nomina e di definizione del pacchetto retributivo del top management. Questa procede con la revisione, il monitoraggio dei piani compensativi e con la valutazione della performance individuale.

Una precisazione è d'obbligo. Sfortunatamente l'attenzione dal punto di vista della *corporate governance* alle pratiche remunerative non è particolarmente sviluppata presso i due gruppi bancari cinesi presi in considerazione. Non è presente nell' "Annual Report finanziario una sezione esplicitamente dedicata e sovente chiamata "Remunration Report", dove sono approfonditi i principi, le tecniche, i dati sugli stipendi e, più in generale, le scelte di governance in ambito di *compensation*.

Infine, venendo al caso dell'Australia, si osserva che l'organo per la nomina e quello per la remunerazione dei dirigenti tornano ad essere separati presso la National Australian Bank (NAB), dove la *Remuneration Committee* ha proceduto ad una radicale revisione delle politiche e dei criteri di ricompensa a partire dal 2010 a causa della crisi finanziaria del 2008. Questo comitato è investito delle tradizionali competenze di revisione, supervisione in un'ottica di risk compliance e monitoraggio di ispirazione britannica, per poter rispondere alla richieste di dettagliate *disclosure* in ambito retributivo proprie della regolamentazione inglese, che hanno avuto grande impatto sull'attività svolta dal gruppo nel Regno Unito e, quindi, NAB si avvale anche di un'agenzia esterna per dare supporto alla *Remuneration Committee*<sup>178</sup>.

People & Remuneration Committee è il nome della commissione di membri indipendenti del Board della Commonwealth Bank, che ha operato una revisione dei principi e delle tecniche retributiva della banca secondo le disposizioni emanate dall'Australian Prudential Regulation Authority (APRA) in tema di organizzazione e gestione dei rischi sottostanti la politica di compensation<sup>179</sup>. Le valutazioni in merito non si discostano dalle consuetudini di governace più tipiche del mondo anglosassone.

La governance remunerativa è in fase di evoluzione in Giappone: il Mizuho Financial Group non ha una commissione specificamente preposta alla materia della retribuzione, ma dall'altra fortemente influenzata delle prassi degli Stati Uniti dal momento che sono quotati

78

<sup>&</sup>lt;sup>177</sup> Industrial and Commercial Bank of China, Annual Report 2009, 2010, 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>178</sup> National Australian Bank, Annual Financial Report, 2009, 2010, 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>179</sup> Commonwealth Bank fo Australia, Annual report 2009, 2010, 2011.

sul NYSE, che per esempio, impongono specifici modelli di corporate governance e la pratica del say on pay vote.

Va certamente segnalata la povertà di informazioni rese note dalle banche cinesi, mentre i gruppi finanziari australiani tornano a ricalcare le prassi remunerative tipiche del mondo occidentale e, in particolare, britannico.

# 6. Riflessioni finali sulle novità relative alle nuove norme di governance remunerativa

Dal capitolo è emerso come l'idea che le falle nella regolamentazione della remunerazione degli executive, specialmente dei colossi della finanza mondiale, possa aver influenzato e favorito il diffondersi della crisi finanziaria non è nuova.

Già nella crisi del 1929 ci si era resi conto che i deficit normativi e una certa superficialità delle autorità internazionali di vigilanza bancaria potevano aver chiuso gli occhi ed essere state complici del dilagare di pessime prassi nella *governance* delle banche.

Dopo la recente crisi finanziaria, però, il gruppo delle nazioni più potenti chiamate a riformare profondamente il tema della remunerazione era certamente più ampio (G20) e questo ha favorito un processo di revisione più omogenea delle prassi retributive a livello globale, benché la Cina mantenga sempre un certo distacco rispetto all'attivismo mostrato dalle nazioni di cultura anglosassone e occidentale e fatichi a star dietro ai parametri di Basilea III. La serie di interventi legislativi degli Stati europei è stata stimolata da un'intensa produzione di regole attraverso raccomandazioni e direttive da parte degli organi governativi dell'Unione. L'evoluzione dell'approccio che ha adottato quest'ultima è stata assai significativa: prima della crisi si diffondevano raccomandazioni non vincolanti; dopo il 2008 sono stati stilati una serie di provvedimenti vincolanti, che hanno incominciato ad avere una reale efficacia sul settore, poiché sono intervenuti nel delineare la struttura della retribuzione fissa, di quella variabile e i parametri di performance cui far riferimento. Quindi, se da un "orientamento al mercato" si è passati ad un "orientamento alle regole", è rimasto un principio fondamentale, quello del "one size does not fit all": ossia la normativa deve essere rispettosa delle differenti realtà aziendali.

Il mondo anglosassone, in realtà, era stato già profondamente scosso dallo scandalo Enron, per cui alcune importanti disposizioni di legge erano già state varate prima dello scoppio della crisi, che, nonostante gli accorgimenti, è scoppiata proprio negli Stati Uniti. Quest'avvenimento ha scosso ancor di più le autorità americane e inglesi, che si sono fatte latrici di un'importante novità: il say on pay vote, cioè il voto degli azionisti sui piani di remunerazione approvati dagli organi amministrativi, spesso nella forma di una remuneration

committee. Tuttavia le rivoluzioni sul piano della governance sono forse meno innovative di quello che appaiono, giacché il voto chiesto agli *shareholders* non è vincolante e che, quindi, il *board* delle società può ancora autodeterminare la propria retribuzione, sebbene di essa si facciano carico membri indipendenti.

In ultimo si vuole rievocare la questione del processo di uniformazione della normativa internazionale sulla retribuzione dei manager: devono essere compiuti ulteriori sforzi, per evitare che prassi eterogenee, e spesso compiacenti, inneschino flussi migratori di lavoratori verso Paesi che offrano buste paga, per così dire, più accattivanti.

## **CAPITOLO III**

# Gli elementi della *compensation structure* e i parametri per la valutazione delle performance individuale

#### Introduzione

L'obiettivo del terzo capitolo consiste nel ripercorrere tutte le tecniche e gli strumenti adoperati a livello internazionale per la remunerazione degli executive. Si considererà la fondamentale suddivisione tra remunerazione fissa e remunerazione variabile. La prima utilizzata per attribuire un valore economico alla posizione ricoperta e la seconda con valore d'incentivazione a breve e lungo termine, di allineamento rispetto agli interessi degli azionisti e ottimizzazione dei comportamenti che comportino l'assunzione dei rischi. Tali funzioni fondamentali hanno consentito la proliferazione di una molteplicità di strumenti di pagamento. Si osserverà che qualsiasi metodologia di compenso assume o la forma di denaro (cash) o di strumento azionario. Il capitolo approfondisce tutte le variegate tipologie di strumenti equity e strumenti derivati (opzioni) ad essi collegati, considerandone vantaggi e svantaggi di un uso ai fini compensativi.

La trattazione prosegue con l'individuazione di tutti gli indicatori di cui si fa comunemente uso per rilevare e valutare la performance dei manager. Di questi si discuteranno le ragioni di opportunità e convenienza del loro utilizzo.

Si illustreranno, dunque, indicatori di natura contabile e di creazione del valore; i più recenti indicatori "risk adjusted" in voga soprattutto nel settore bancario e quelli basati sul prezzo dei titoli societari, dove, per quest'ultimi, si suggerirà l'uso ai fini retributivi del modello di Gordon per il calcolo del valore intrinseco dei prezzi azionari. Tale proposta è motivata dalle caratteristiche fortemente predittive della performance riscontrate per taluni elementi coinvolti nella costruzione del modello.

# 1. Gli elementi della compensation structure degli executive. Il quadro teorico. 180

Le nuove disposizioni regolamentari internazionali, scaturite con l'emanazione dei Principi e degli Standard del Financial Stability Board, hanno portato ad una revisione più o meno profonda delle "politiche retributive" e dei "sistemi di remunerazione".

In particolare, col termine "politiche" si vuole far riferimento al "profilo volitivo" (Cutillo, Fontana 2012), cioè la consapevole volontà di regolare un aspetto così delicato della governance aziendale quale la retribuzione. Parlando, invece, ai "sistemi", si vuole alludere al "profilo della generalità, della stabilità e della costante vigenza" (Cutillo, Fontana 2012), cioè della sistematicità delle norme che inquadrano la struttura dei vertici aziendali. Tale sistematicità deve essere considerata rispetto alle strategie di lungo periodo attuate dall'impresa (bancaria), poiché il sistema di ricompensa travalica "il semplice concetto di retribuzione pecuniaria, comprendendo una serie più vasta di elementi e soluzioni che, integrate tra loro, contribuiscono al benessere dell'individuo sulla base di un processo attento e strutturato sempre coerente con la strategia aziendale" 181. Questo è uno dei concetti espressi proprio dal Financial Stability Board nel 2009: l'articolazione del pacchetto retributivo non può prescindere dagli obiettivi strategici di lungo termine fissati da ciascuna area di business e dall'istituzione bancaria a livello generale. Lo stesso organismo ha poi affermato un secondo principio cardine: la definizione dei piani di remunerazione non può non considerare il livello dei rischi assunti da ciascun dipendente. La rischiosità delle mansioni svolte deve essere adequatamente riflessa nella ricompensa pattuita, soprattutto attraverso la componente variabile degli stipendi corrisposti.

Generalmente il pacchetto retributivo degli *executive*, e di molti altri dipendenti di livello gerarchico inferiore, si alimenta (anche se in modo diverso), attraverso due componenti fondamentali: la retribuzione fissa e quella variabile.

Il compenso pecuniario fisso è quello di base, o contrattuale, al quale sovente si possono addizionare alcuni benefici, "ossia tutte quelle forme non pecuniarie che possono essere percepite dai manager sottoforma di assicurazioni, servizi, beni per la persona o la famiglia" 182.

La remunerazione variabile può essere legata ad aspetti variegati, tra cui: a) "la valutazione dei risultati correlati a specifici obiettivi predeterminati e formalizzati; b) la valutazione complessiva ex post del comportamento e del contributo globale apportato dalla persona

Nella stesura del paragrafo si è fatto riferimento a: Cutillo, Franco Fontana, "Manuale di executive compensation e corporate governance", Franco Angeli, 2012, Capitolo 1, pagg. 17-24.

<sup>&</sup>lt;sup>181</sup> Guido Cutillo, Franco Fontana, "Manuale di executive compensation e corporate governance", Franco Angeli, 2012, pag.21.

Guido Cutillo, Franco Fontana, "Manuale di executive compensation e corporate governance", Franco Angeli, 2012, pag.22.

considerata; c) altri aspetti eventuali e contingenti"<sup>183</sup>. Proprio per lo stretto legame tra la quota variabile e i risultati quantitativi (e qualitativi) attesi da un'organizzazione, quando si parla di remunerazione variabile, si allude al *sistema di incentivazione*.

Nella maggior parte dei casi la retribuzione variabile è scomposta in base all'orizzonte temporale di riferimento. Esistono i compensi variabili di breve periodo e quelli di lungo termine. I primi sono detti "bonus" e sono elargiti in base al conseguimento di specifici risultati annuali o infrannuali; i secondi sono legati alla realizzazione di obiettivi pluriennali. In particolare, il FSB ha spinto le autorità giuridico-regolamentari e di vigilanza a rafforzare la base di incentivazione a lungo termine, dal momento che gli incentivi di breve periodo sono stati ritenuti i principali responsabili dei comportamenti manageriali volti all'assunzione di rischi "inappropriati ed eccessivi" (FSB, 2009).

La frazione corrisposta nel lungo termine può articolarsi in pagamenti in *cash* o in strumenti finanziari. Soprattutto nel mondo finanziario, però, il riconoscimento di tali forme di pagamento avviene spesso indipendentemente dall'orizzonte temporale di riferimento.

In ultimo, rientrano nel pacchetto retributivo anche i benefit e le altre clausole contrattuali accessorie (per esempio, i "golden parachute").

# 1.1 La remunerazione fissa<sup>184</sup>

La componente fissa costituisce la base del pacchetto retributivo, sebbene non sia la voce più importante in termini monetari, soprattutto per i manager, che ottengono gran parte degli emolumenti attraverso il sistema degli incentivi.

La remunerazione fissa deve esser vista come "il valore minimo che l'organizzazione di riferimento attribuisce a un determinato soggetto, coerentemente con la professionalità richiesta per il ruolo ricoperto e con il trascorso professionale. Dal punto di vista del percettore invece, tale importo è considerato come quella quantità di reddito minima volta a garantire le esigenze finanziarie e il generale costo della vita quotidiana dato un determinato contesto sociale, economico e finanziario" 185.

La fissazione di un livello piuttosto elevato della retribuzione fissa, se da un lato costituisce un fattore di rigidità che grava sul conto economico soprattutto nei periodi di contrazione dei ricavi, dall'altra parte consente una politica più flessibile della componente variabile, che potrebbe al limite non essere corrisposta. Ciò rappresenta un effetto desiderato dalle nuove

<sup>&</sup>lt;sup>183</sup> Guido Cutillo, Franco Fontana, "Manuale di executive compensation e corporate governance", Franco Angeli, 2012, capitolo 1, pag. 22.

<sup>&</sup>lt;sup>184</sup> Nella stesura del paragrafo si è fatto riferimento a: Guido Cutillo, Franco Fontana, "Manuale di executive compensation e corporate governance", Franco Angeli, 2012, capitolo 2, pagg. 25-28.

Guido Cutillo, Franco Fontana, "Manuale di executive compensation e corporate governance", Franco Angeli, 2012, capitolo 2, pag. 25.

disposizioni del FSB, poiché proprio la frazione variabile della retribuzione aveva causato distorsioni nel comportamento manageriale.

È pur vero che non va comunque determinato un importo fisso irragionevolmente alto, tanto da essere non correlato con i risultati finanziari ordinari. Tra l'altro il compenso fisso costituisce il benchmark di riferimento per la determinazione di ricompense aggiuntive, quindi fissandone un valore sufficientemente elevato, i manager non sarebbero incentivati a perseguire comportamenti opportunistici e gli azionisti non andrebbero incontro a rischi superflui che possono compromettere significativamente la performance aziendale di lungo termine.

La determinazione della retribuzione fissa è frutto di:

- una valutazione oggettiva, "proposta dai sistemi di qualificazione e inquadramento professionale frutto della contrattazione collettiva o, con riguardo ai ruoli ad alto contenuto professionale, attraverso [...] apposite metodologie di valutazione" di cui si dirà più avanti;
- una valutazione soggettiva da parte di organi interni all'impresa (ad esempio la Remuneration Committee) tenuto conto di numerosissimi fattori, che esprimono il livello di prestazioni, competenze, potenziale e sovente il livello di anzianità (seniority).
- una valutazione da parte del mercato<sup>187</sup>, delle dinamiche in voga nello specifico settore di business.

Dunque, il compenso fisso viene stabilito in funzione de: 1) la situazione economica e del mercato di lavoro di riferimento; 2) il valore attribuito alla posizione organizzativa, al ruolo e alle mansioni, che riflettono le caratteristiche in termini di dimensione e complessità dell'impresa; 3) il valore specifico dell'individuo, considerato la sua professionalità, il suo bagaglio di esperienze e competenze.

In particolare, ciò che è fondamentale inquadrare per definire il salario di base è il valore o "peso della posizione" lavorativa, che è valutato attraverso numerose metodologie di *job* evaluation, quantitative (metodo del punteggio, della comparazione dei fattori, metodo *Hay*) e qualitative (metodo della graduatoria o *job ranking*, metodo della classificazione o *job* grading), metodi globali; o semplicemente sulla base di una serie di confronti con il settore di riferimento, com'è stato riscontrato spesso per le banche incluse nel campione proposto. Queste per lo più emulano la struttura remunerativa di banche simili per valore totale degli asset o capitalizzazione.

<sup>187</sup> Gabriele Gabrielli, "People Management, Teorie e pratiche per una gestione sostenibile delle persone", Franco Angeli, 2010, Capitolo 6, pag. 299.

<sup>&</sup>lt;sup>186</sup> Gabriele Gabrielli, "People Management, Teorie e pratiche per una gestione sostenibile delle persone", Franco Angeli, 2010, Capitolo 6, pag. 298.

Inoltre, relativamente alla determinazione dello stipendio di partenza un'altra questione cruciale è rappresentata dalla "differenziazione spaziale e geografica", ossia il diverso costo della vita riscontrabile in differenti aree del pianeta. I gruppi bancari analizzati si trovano spesso ad operare su scala internazionale e in posizione di leadership sul mercato, dove devono competere con altri colossi finanziari multinazionali. Ciò induce a fissare condizioni salariali più o meno uniformi, tanto che il fenomeno dei maxi-stipendi risulta essere un dato piuttosto diffuso. Dunque, la necessità di salvaguardare posizionamento strategico e competitività nel mercato del lavoro manageriale spesso spinge ad importare sistemi di rewarding analoghi sia per pregi che per difetti.

#### 1.2 La retribuzione variabile

Si è detto precedentemente che la remunerazione variabile costituisce il sistema premiante e di incentivazione rispetto al conseguimento di specifici obiettivi e risultati, una premessa che non è stata spesso tenuta in considerazione, visto che proprio i perversi meccanismi di incentivazione hanno assecondato e incoraggiato l'assunzione di rischi pericolosi e sono stati corrisposti anche a fronte di clamorosi fallimenti del mondo bancario (si pensi ai c.d. "rewards for failure"). Ciò che spesso è sfuggito invece, è stata la consapevolezza che tali meccanismi devo essere utilizzati per "realizzare vantaggi di efficienza ma soprattutto di efficacia" organizzativa.

Si è già accennato al fatto che la retribuzione variabile è spesso distinta in base all'orizzonte temporale in cui è elargita, ma questa non rappresenta l'unica forma di classificazione. In realtà si possono distinguere almeno altre quattro modalità di classificazione, in base a<sup>189</sup>:

- le finalità principali perseguite dagli schemi di ricompensa: riconoscere e premiare gli sforzi a breve termine e le prestazioni eccellenti; sviluppare un senso di appartenenza nel lungo periodo; trattenere le risorse di maggior talenti incrementandone il costo di uscita e acquisizione da parte di società concorrenti; incrementare il senso di responsabilità e coinvolgimento nei processi organizzativi;
- la *tipologia dei benefici*. Solitamente si individuano almeno tre forme di corresponsione dei benefici variabili: la forma monetaria (somme *cash una tantum*), azionaria (*share-ownership plans*, *stock option plans*, *share based profit sharing*: ossia di partecipazione agli utili tramite possessi azionari), obbligazionaria (*bond-*

<sup>188</sup> Gabriele Gabrielli, "People Management, Teorie e pratiche per una gestione sostenibile delle persone", Franco Angeli, 2010, Capitolo 6, pag. 304.

Si riprende la classificazione proposta da Gabrielli nel 2010, in "People Management, Teorie e pratiche per una gestione sostenibile delle persone", Franco Angeli, 2010, Capitolo 6, pagg. 305-307.

based profit sharing, quando il dipendente diviene titolare di un diritto di credito incorporato nell'obbligazione assegnatagli).

- i destinatari degli strumenti variabili, che possono essere singoli individui (come avviene per i top manager, per i quali il pacchetto retributivo è fortemente personalizzato), gruppi o segmenti professionali (narrow based schemes), tutto il personale (broad based schemes).
- la fonte delle iniziative: la frazione variabile può essere aggiunta su proposta del management, dai sindacati nell'ambito delle contrattazioni collettive, dal quadro legislativo nazionale e/o da organi sovranazionali, com'è avvenuto proprio per il settore bancario.

Nell'illustrazione delle caratteristiche fondamentali della componente variabile della remunerazione degli *executive* si riprende la tradizionale classificazione in base all'orizzonte temporale di corresponsione, dal momento che questa suddivisione è riproposta nei *Remuneration Report* dei gruppi bancari esaminati.

# 1.2.1 I compensi variabili di breve periodo<sup>190</sup>

Gli incentivi variabili di breve termine, noti anche come *bonus a*nnuali, hanno la funzione fondamentale di premiare le prestazioni individuali che hanno dato luce ad un miglioramento della performance alla fine dell'anno amministrativo. Invece, attraverso gli incentivi elargiti nel lungo periodo si intendono premiare i risultati ottenuti da una certa linea di business o da un'area strategica d'affari impersonata da una società sussidiaria, una divisione o un determinato gruppo di persone.

Attraverso i bonus si è tentato in passato di risolvere il problema dei costi d'agenzia. Si è cercato, infatti, di allineare gli interessi personali e gestionali dei manager (agent) con quelli degli azionisti (principale), attribuendo ai primi quote di partecipazione al capitale sociale delle imprese, nella speranza che questi assumessero la prospettiva degli shareholder nelle decisioni prese e nei comportamenti messi in atto. Di fatto però, si è stati solo capaci di elaborare più o meno sofisticati metodi di accrescimento del profitto personale, mettendo a repentaglio al capacità di generare valore nel lungo periodo.

Inoltre, si possono immaginare almeno altri tre svantaggi legati a questo tipo di sistemi: 1) la percezione di iniquità, dal momento che bonus spesso esageratamente elevati sono promessi solo agli esponenti del vertice aziendale e possono indispettire coloro che pur si trovano a gestire processi operativi chiave; 2) pesano fortemente sul conto economico e

<sup>&</sup>lt;sup>190</sup> Nella stesura del paragrafo si è fatto riferimento a: Guido Cutillo, Franco Fontana, "Manuale di executive compensation e corporate governance", Franco Angeli, 2012, Capitolo 3, pagg. 29 - 43.

rendono il costo del lavoro spesso imprevedibile, compromettendo la capacità di ipotizzare una dinamica verosimile dei costi operativi; 3) "necessitano di una continua manutenzione" (Seacombe, 2012), devono cioè essere sottoposti ad un processo di revisione costante per riflettere quantomeno il cambiamento delle condizioni del mercato globale (espansione, recessione ecc.), degli obiettivi e dei piani strategici aziendali, ma anche le cattive performance immeritevoli di essere premiate, oppure nuove prassi retributive che vale la pena sperimentare.

D'altra parte non si può certo affermare che i bonus abbiano solo conseguenze negative.

Entro certo limiti possono contribuire alla risoluzione dei problemi di agenzia, diffondere la "cultura del risultato" tra i membri dell'organizzazione, avere un ruolo educativo quando indirizzano verso comportamenti virtuosi, efficienti e produttivi, possono essere agganciati al volume dei ricavi ed essere limitati quando il fatturato si contrae, gravando meno sul conto economico. Quindi, attraverso gli incentivi di breve termine si può creare un fondamentale collegamento tra "produttività, costi, ricavi di mercato e performance economico-finanziarie aziendali" 191.

Un sistema di incentivazione funzionante non può prescindere dalla progettazione di un efficace sistema di *performance management*, volto a registrare, controllare e monitorare i risultati conseguiti dai manager, in base ai quali saranno scelti gli obiettivi e gli indicatori da utilizzare nel piano di incentivazione. Infatti, una buona progettazione del sistema di performance management è essenziale per l'individuazione dell'utile da destinare alla costituzione del complesso dei bonus (*bonus pool*). Il target bonus potrà poi essere distribuito su base individuale o collettiva.

Il passo successivo prevede proprio la definizione dei metodi di quantificazione (indicatori) "per tradurre in impostazioni concrete e operative il programma di incentivazione".

Questa fase si articola in una serie di scelte cruciali riguardanti le misure di performance che riflettano meglio gli obiettivi del programma; le loro modalità di consuntivazione e il legame tra obiettivo raggiunto e pagamento del bonus.

Nel selezionare le misure di performance si considerano, poi, alcuni aspetti come:

1) la coerenza con gli obiettivi prioritari del piano industriale o del budget, per esempio quando si vuol dare priorità alle prestazioni economico finanziarie si utilizzano misure residual income come l'EBITDA; nei casi in cui si hanno finalità market based si fa riferimento alla capacità di aumentare la quota di mercato; mentre si guarda a parametri di efficienza operativa in misure cost based; in più si considerano una serie di altre metriche che riflettano la qualità o la capacità di contenere i rischi ecc.

87

<sup>&</sup>lt;sup>191</sup> Guido Cutillo, Franco Fontana, "Manuale di executive compensation e corporate governance", Franco Angeli, 2012, Capitolo 3, pag. 31.

- 2) la numerosità e varietà di misure: come si è accennato nel capitolo precedente, il FSB ha invitato le società bancarie a considerare parametri sia quantitativi (finanziari) sia qualitativi, pure avendo fornito solo un'indicazione esplicita solo sui primi. Questi dovrebbero essere funzionali all'allineamento della busta paga con i rischi assunti dal ruolo ricoperto;
- 3) l'impostazione metodologica di rilevazione, soprattutto per le misure di risultato economico e finanziario: tali metodi possono fondarsi su misure "value-based", misure contabili, misure di valore economico del capitale ecc.

Diversi sono stati i sistemi ideati per tradurre le strategie di business in obiettivi e compiti concreti, al fine di implementare i sistemi di performance management. Si va dal "Management By Objective" di Peter Drucker (1954) alla Balanced Scorecard di Kaplan e Norton (1990).

Tali sistemi forniscono una guida per l'identificazione delle performance da premiare, ma certamente non danno tutte le risposte. Infatti, per tradurre le strategie in comportamenti desiderati, due questioni cruciali devono essere affrontate a proposito della definizione del valore economico degli incentivi e del *payout range*<sup>192</sup>. L'individuazione del *quantum* al quale concorrono i vari dirigenti non deve né indurre ad atteggiamenti sfrenatamente rischiosi, né essere talmente irrisorio da demotivare il personale.

Una volta individuate le fasce omogenee della popolazione aziendale (CEO, top executive, executive, manager e/o di linea, tecnostruttura e staff), viene erogato il bonus al raggiungimento di certi "gate" (ad esempio quando si raggiunge un X valore dell'utile) o in base ad un "multiplier" (ad esempio, il bonus varia in una X proporzione rispetto al risultato netto).

Una fase fondamentale è rappresentata dalla costruzione della "copertura finanziaria" o modalità di finanziamento del programma di incentivazione, che deve essere sostenibile rispetto alla situazione economico-finanziaria e patrimoniale e soprattutto esser tale da non minare la *capital base* societaria, come suggerito dal FSB. La prassi consiste nel determinare l'ammontare del finanziamento massimo del piano, espresso in termini di liquidità e/o in titoli di capitale, a seconda che i pagamenti siano effettuati in *cash* o in azioni. L'ammontare è il frutto di una serie di ipotesi sul differente grado di raggiungimento degli obiettivi da parte dei manager (*scenario analysis*), un po' come nella determinazione del VAN (valore attuale netto) di un progetto di investimento si considerano tutti i possibili scenari economici futuri.

Il budget a disposizione costituisce la guida in base alla quale fissare i "valori target" dei bonus dati gli obiettivi di performance prestabiliti dalla strategia retributiva. Ai valori target

88

<sup>&</sup>lt;sup>192</sup> "Ad esempio si potrà stabilire che per il raggiungimento degli obiettivi pari all'80% si potrà aver diritto all'50% della retribuzione fissa, per il 100% all'80%, per il 120% al 100%" (Cutillo, Fontana, 2012, v. nota supra)

si assegnano delle "curve di risultato [...]: per esempio si può stabilire che al raggiungimento dell'80% del target, si riconosca solo il 50% della base variabile prevista; ma se il target viene superato con un'extraperformance si riconosce invece un importo più elevato del premio definito"<sup>193</sup>. Tali curve possono avere un livello massimo, detto cap, e un minimo, floor; mentre il livello medio di tali curve è proprio il valore target, "normalmente uguale al budget e pari al 100% del valore della base variabile assegnata alla persona incentivata" (Gabrielli, 2010).

È stato riscontrato che nel periodo antecedente allo scoppio della crisi finanziaria i sistemi di incentivazione di breve termine venivano utilizzati soprattutto con una finalità distributiva e di equità interna. Infatti, premi monetari sono stati spesso riconosciuti alla stragrande maggioranza dei dipendenti per favorire la pace sociale.

Quando a seguito della crisi finanziaria ci si è accorti della necessità di dotarsi di un budget per la programmazione e il contenimento delle spese per bonus prestazionali, le imprese si sono trovate "di fronte ad un bivio: mantenere le logiche distributive antecedenti la crisi riducendo a tutti gli executive l'incentivo o rivedere completamente le logiche sottostanti ai sistemi" (Fontana, 2012). Questa seconda possibilità è stata supportata dalle autorità regolamentari nazionali e internazionali.

# 1.2.2 I compensi variabili di medio e lungo termine<sup>194</sup>

L'orientamento degli organismi legislativi e di vigilanza a livello globale è stato quello di promuovere l'adozione di forme di compensazione a lungo termine per limitare i danni provocati dalla massimizzazione dei risultati finanziari istigata dalle forme di incentivazione a breve e brevissimo termine (il c.d. "shorterminism"). Ne è derivato che l'implementazione di meccanismi retributivi premianti nel lungo termine si è diffusa soprattutto per i lavoratori in posizione di rischio ("MRTs" o "covered emplyee") e per quelli con elevate responsabilità dirigenziali: top management e membri dell'organo amministrativo (*executive*).

In realtà si può considerare una vasta serie di fattori che hanno innescato la revisione dei piani remunerativi a lungo termine tra cui i mutamenti nei principi contabili internazionali in ambito europeo, l'innovazione finanziaria sui prodotti derivati, riforme dei codici di corporate governance ed il maggiore attivismo degli azionisti, clamorosi fallimenti finanziari (Meryll Linch, Northern Rock, Bearn Sterns e Leman Brothers<sup>195</sup> ecc.).

Nella stesura del paragrafo si è fatto riferimento a: Guido Cutillo, Franco Fontana, "Manuale di executive compensation e corporate governance", Franco Angeli, 2012, Capitolo 4, pagg. 44-64.

<sup>&</sup>lt;sup>193</sup> Gabriele Gabrielli, "People Management, Teorie e pratiche per una gestione sostenibile delle persone", Franco Angeli, 2010, Capitolo 6, pag. 314.

Si consideri sul punto ad es. Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen, Holger Spamann, "The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008", Finance Working Paper, SSRN-id1513522, No. 287/2010, June

Tra l'altro non bisogna ignorare le potenzialità di accrescimento della motivazione e di trattenimento della risorsa in un periodo coerente con la realizzazione degli obiettivi strategici dei piani industriali. In questo senso viene superata la logica della distribuzione del profitto periodale per passare alla partecipazione manageriale al valore complessivamente creato, "un concetto che è necessariamente prospettico, multiperiodale e *risk adjusted*" (Cutillo, 2012).

Considerata la maggiore efficacia di tali piani nell'allineare l'attività dirigenziale con gli interessi degli *stakeholder* più in generale, si è rapidamente passati dai *piani chiusi* ai *piani rolling,* che fanno slittare l'orizzonte temporale man mano che trascorrono gli anni, per dare continuità alla strategia retributiva rispetto al perseguimento della strategia aziendale generale. In pratica, l'assegnazione del bonus non avviene *one shot* alla fine del triennio, ma periodicamente, per esempio al termine di ogni anno. Ipotizzando di far partire un piano al termine di ciascun anno amministrativo, si effettuano i pagamenti relativi ai piani degli anni precedenti, creando così una certa discrasia tra piani industriali pluriennali ed incentivi esborsati. In questo modo si legherebbe meno l'andamento della remunerazione variabile all'andamento contingente del mercato, il che appare positivo soprattutto se si pensa alla volatilità cui possono essere soggette azioni o opzioni su azioni.

Tradizionalmente i bonus di breve termine venivano erogati sottoforma liquida, mentre i riconoscimenti di lungo termine sono stati distribuiti attraverso strumenti azionari. Il motivo di questa distinzione sta nel fatto che gli incentivi monetari si prestano ad una logica di massimizzazione di alcuni indicatori di bilancio indipendentemente dalla sostenibilità nel tempo dei risultati con cui sono costruiti tali indicatori. Per indurre il management a fare scelte più lungimiranti, si è pensato di distribuire strumenti di tipo equity, lasciando che fosse il mercato a giudicarne indirettamente l'operato rialzando o deprimendo il valore dei corsi azionari. Affinché il giudizio dei mercati possa ritenersi corretto, si ipotizza che essi siano efficienti; ossia che il prezzo delle azioni contrattate rifletta il valore intrinseco (di lungo termine) dell'azienda, pari all'attualizzazione dei flussi di cassa che derivano dall'implementazione di una serie di progetti di investimento, che possono ovviamente generare dei flussi di cassa negativi (banalmente "costi") nel breve periodo.

Tuttavia, la distinzione tra bonus *cash* annuali e piani di attribuzione di azioni e/o *stock option* su orizzonti più dilatati non è più la prassi riscontrata oggi. Le politiche retributive hanno dato luogo a sistemi di *compensation* molto più sofisticati e variegati che poggiano su un mix di varie forme di remunerazione.

2010, ECGI. Il paper presenta un analisi dell'executive compensation in Bear Stearns e Lehman durante il periodo 2000-2008. Adoperando i dati SEC, gli autori trovano che I top dirigenti sono stati capaci di intascarsi elevatissime somme sottoforma di incentivi, cash flow di circa 1,4 miliardi e 1 miliardo rispettivamente e Bearn Sterns e Lehamn Brothers, sottoforma di strumenti cash e vendite azionarie. Benché il rapido deteriorarsi dei risultati finanziari abbia portato le due società a ridimensionare fortemente il volume di tali bonus, in realtà il danno non si poteva più evitare, poiché le somme

I meccanismi di premiazione nel medio e lungo periodo sono normalmente classificati in tre macrocategorie.

La prima è rappresentata dagli *strumenti tradizionali equity-based*, ovvero basati sull'assegnazione di azioni. A loro volta tali strumenti si suddividono in:

- stock option (o share option), contratti derivati che attribuiscono all'assegnatario il diritto di acquistare (opazione call) entro o ad una certa data (opzioni americane o europee) un determinato numero di azioni societarie ad un prezzo prefissato (strike price) gratuitamente o dietro pagamento di un premio al venditore dell'opzione a condizioni più vantaggiose (finanziamenti agevolati, sconti sul prezzo di acquisto, o dilazioni di pagamento ecc.). L'opzione è convenientemente esercitata quando è in the money, cioè il prezzo d'esercizio è inferiore al prezzo di mercato del titolo;
- *performance stock option,* in tutto simili alle precedenti, con la differenza però che sono caratterizzate da una duplice garanzia: lo *strike price,* quale prezzo conveniente per l'acquisto, più alcune condizioni/indicatori di perfomance;
- performance share o stock grant, azioni garantite in forza del raggiungimento di precisi risultati;
- restricted share. Sono quest'ultime le forme di pagamento di tipo equity sulle quali sono intervenuti recentemente il FSB ed i Paesi del G20 a partire dal 2009. In particolare, si proibisce al possessore di tali azioni di poterne esercitare i relativi diritti di cessione e negoziazione sul mercato prima che sia trascorso il c.d. "periodo di detenzione obbligata" in portafoglio, noto anche come vesting period. In genere, tale arco temporale è almeno pari a tre anni.

Alla seconda categoria appartengono gli *strumenti equity linked–cash settled*, che prevedono un pagamento in termini monetari di un importo di entità condizionata all'andamento del mercato azionario. Più in dettaglio vi fanno parte:

- phantom option/stock appreciation rights, che consistono nel diritto di ricevere un ammontare liquido qualora il prezzo delle azioni subisca un incremento rispetto ad un valore di partenza: è come se si simulasse l'esercizio dell'opzione e la successiva vendita sul mercato delle azioni acquisite con la monetizzazione della differenza tra i due prezzi di acquisto e di cessione, perciò "phantom option";
- *performance unit*, anche in questo caso si tratta di una simulazione di un piano di *performance share*, dove però le azioni sono solo virtuali.

L'erogazione di incentivi *cash* basati sulla simulazione della compravendita di azioni sul mercato è spiegabile probabilmente con la volontà di non intaccare la *capital base*, ossia la base del capitale di rischio, per non alterare eventuali equilibri nella compagine azionaria tra azionisti di maggioranza e di minoranza, ma soprattutto per non alterare uno dei principali presidi per la costituzione del patrimonio di vigilanza.

Gli strumenti appartenenti alle prime due categorie hanno aspetti tecnici sovrapponibili, ancorché aspetti amministrativi, contributivi e di *corporate governance* differenti.

Infine, la terza categoria include gli strumenti non equity based o cash articolati in:

- piani monetari o cash a lungo termine erogato su base triennale al raggiungimento di predefiniti obiettivi di performance
- deferred bonus, una delle novità più importanti in voga dopo la crisi finanziaria nel pacchetto retributivo degli executive. Il bonus è spesso assegnato in azioni e una volta trascorso un periodo di tempo minimo (almeno tre anni) durante il quale si può tenere meglio conto di un maggiore numero di rischi che deprimono i risultati finanziari, rivelando i veri effetti di certe decisioni assunte dagli executive.

Alcuni degli strumenti citati meritano un approfondimento per il largo impiego che ne è stato fatto e per l'impatto sui comportamenti osservati per il management al vertice delle organizzazioni bancarie.

Le stock option sono state forse i meccanismi di incentivazione messi più in discussione con lo scoppio della crisi finanziaria: portati sul banco d'accusa poiché imputati di innescare orientamenti alla massimizzazione del prezzo delle azioni societarie e pericolose speculazioni da parte dei manager. Ciò ha portato a un loro utilizzo più ridimensionato e prudente o ad una sostituzione con strumenti puramente azionari (non derivati) o monetari. Tuttavia è bene tener presente che non si tratta di una forma retributiva caratteristica esclusivamente degli executive, ma spesso indirizzata ad un'ampia base di dipendenti (forma broad based); si pensi agli employee stock option plan. D'altro canto quella delle stock option è una modalità di remunerazione preferenzialmente destinata alla fascia alta della dirigenza e ai manager, poiché l'implementazione di piani broad based "sembra poco opportuna in quanto rende più debole e meno diretta la correlazione tra responsabilità e incentivi" 196.

Tra l'altro si tratta di un sistema di incentivazione che presenta delle peculiarità che lo distinguono radicalmente dai più tipici incentivi a lungo termine: per la *periodicità di assegnazione*; per il pagamento di un *prezzo d'esercizio* (X); per l'ottenimento delle azioni e per il *vesting period*, ossia per l'arco di tempo che occorre attendere prima di acquistare il sottostante (S = prezzo dell'azione) dell'opzione e poterne disporre liberamente. In genere, si attende che l'opzione *call* abbia un valore positivo passando da "*out of the money*" (X > S) a "*in the money*" (X < S); ma in realtà si può imporre artificiosamente un periodo di detenzione in portafoglio più lungo, soprattutto se l'obiettivo del piano non è quello di premiare performance passate, ma quello di influenzare i risultati futuri, "fidelizzare il management, riducendone il turnover, rafforzando l'allineamento degli interessi dei dirigenti a quelli dei

92

<sup>&</sup>lt;sup>196</sup> Gabriele Gabrielli, "People Management, Teorie e pratiche per una gestione sostenibile delle persone", Franco Angeli, 2010, Capitolo 6, pag. 325.

detentori di azioni (e obbligazioni) aziendali" (Cutillo 2012). Non va dimenticato nemmeno il contesto istituzionale: "in molti Paesi, infatti, la normativa fiscale non prevede benefici qualora le azioni siano offerte ad un prezzo sotto la pari " <sup>197</sup>(X < S).

La determinazione del prezzo d'esercizio è un problema di non poco conto: la fissazione di un prezzo troppo basso in un mercato in crescita rischia di agevolare l'esercizio dell'opzione anche a fronte di perfomance individuali carenti; al contrario, uno strike price eccessivamente elevato in fasi eccessive può demotivare il personale. Le società, preso atto dell'impossibilità di poter prevedere e incidere pienamente sull'andamento del mercato finanziario, hanno sviluppato stratagemmi per ovviare a tali difficoltà previsionali. In primo luogo si considerino le premium price stock option che assecondano un costante incremento dell'exercise price durante la vita del piano, basandosi su un'ipotesi di mercato rialzista ("bullish market"). In secondo luogo si portano all'attenzione le indexed stock option, che accolgono entrambe le ipotesi rialzista e ribassista del mercato ("bullish e bearish market") procedendo con un aggiornamento periodico del prezzo agganciato ad alcuni indici del mercato azionario o a taluni parametri di aziende concorrenti, così da tenere in conto le dinamiche industry specific, ossia le peculiarità del settore non colte dagli indici generali del mercato azionario. Appare chiaro che in questo caso non è possibile sfruttare i maggiori guadagni derivanti da un andamento inaspettatamente positivo dell'equity market e questa riflessione induce spesso il management a respingerne la possibilità di indicizzazione 198.

Inoltre, sia che si tratti di opzioni di tipo americano sia di tipo europeo, l'opzione non può essere esercitata illimitatamente nel tempo, ma ha una scadenza. Ciò determina l'esistenza di un periodo d'esercizio la cui lunghezza può influenzare non poco l'inclinazione dei manager ad intraprendere progetti di investimento a lungo termine. Infatti, se il dirigente ritiene di avere davanti a sé un periodo esteso prima della data di scadenza dell'opzione (expiration date) avrà meno urgenza di attuare manovre che portino ad accrescere il valore delle azioni nel brevissimo termine, così da poter esercitare vantaggiosamente la sua call. Evidentemente l'ampiezza dell'exercise period gioca a favore dell'adozione di una prospettiva di lungo periodo e di strategie industriali meno viziate da esigenze personali contingenti. Tuttavia, spesso vengono assegnate opzioni americane, che offrono una serie di date di scadenza successive fino ad una finale. È stato osservato come in questi casi l'opzione sia esercitata frequentemente alla prima data utile vanificando i vantaggi della fissazione di un'expiration date lontana nel tempo. Per evitare che ciò accada, i piani di stock

<sup>-</sup>

<sup>&</sup>lt;sup>197</sup> Gabriele Gabrielli, "People Management, Teorie e pratiche per una gestione sostenibile delle persone", Franco Angeli, 2010, Capitolo 6, pag. 326.

<sup>&</sup>lt;sup>198</sup> Gabriele Gabrielli, People Management, "Teorie e pratiche per una gestione sostenibile delle persone", Franco Angeli, 2010, Capitolo 6, pag. 327.

option possono prevedere un ulteriore periodo di *lock up* oltre la scadenza finale del contratto. Si individuano nella maggioranza dei casi tre tipologie di *vesting period*<sup>199</sup>:

- cliff vesting, quando tutte le opzioni sono esercitabili trascorso un certo periodo;
- phased vesting, l'opzione non può essere esercitata interamente per tutte le azioni,
   ma è scaglionata nel tempo come accade nei piani rolling, così da permettere di realizzare meglio gli obiettivi di retention del destinatario;
- performance vesting, come si è accennato precedentemente, la possibilità di esercitare la call è assoggettata al raggiungimento da parte degli executive di determinati indicatori (per esempio solo quando il valore delle azioni ha subito un predefinito incremento percentuale, in questo caso si parla di slowed performancebased vesting; quando invece gli obiettivi sono raggiunti prima attraverso performance eccezionali, la call è esercitata anticipatamente (quindi si parla di performance-accelerated vesting).

Un ultimo aspetto di differenziazione sta nell'aggiunta di eventuali *condizioni di performance* che devono verificarsi affinché il manager si veda attribuiti i diritti di opzione. Queste condizioni ulteriori sono simbolo del fatto che vi è una minor fiducia sulla razionalità ed efficienza dei mercati finanziari, per i quali la finanza comportamentale ha spesso evidenziato stati di euforia (o depressione) che gonfiano (o comprimono) irragionevolmente i prezzi degli strumenti contrattati. Tali stati sono principalmente ascrivibili alla presenza di investitori non professionisti (*naive investors*). Si vuole scongiurare il pericolo che in questi casi i manager possano beneficiare di guadagni meramente imputabili ad un andamento fortunato dei corsi azionari. In altre parole, applicando la teoria del CAPM<sup>200</sup> in tema di retribuzione manageriale si vuole cercare di premiare la capacità dei dirigenti di generare un "a" positivo, ossia "per le performance specifiche dell'azienda e non per quelle sistemiche" (Cutillo 2012).

Laddove sono state fissate delle condizioni particolarmente ostiche da raggiungere si tende anche ad aumentare il numero di opzioni assegnate, dando così l'idea che l'entità del guadagno futuro sarà maggiore (Gabrielli 2010).

\_

<sup>&</sup>lt;sup>199</sup> La classificazione è riportata in : Gabriele Gabrielli, "People Management, Teorie e pratiche per una gestione sostenibile delle persone", Franco Angeli, 2010, Capitolo 6, pag.328.

<sup>&</sup>lt;sup>200</sup> In termini matematici è noto dalla teoria del Capital Asset Pricing Model (CAPM), che il rendimento di un'azione ( $r_e$ ) è funzione di un tasso privo di rischio ( $r_f$ ), cui si somma un premio per il rischio di mercato (MRP: market risk premium), ossia  $r_e$ =  $r_f$  + β ( $r_m$ -  $r_f$ ), dove β identifica il rischio sistematico, quello non eliminabile dall'investitore attraverso un adeguata diversificazione del proprio portafoglio di investimenti;  $r_m$  è il rendimento del portafoglio di mercato, portafoglio efficiente. Il MRP è β ( $r_m$ -  $r_f$ ). Tale versione semplificata è stata rivista inizialmente contando almeno altri due fattori: un errore stocastico "e" ed un'intercetta "α", che non dovrebbe essere considerata se il mercato fosse in equilibrio, ossia se non fosse possibile derivare extraprofitti. L'equazione diverrebbe quindi:  $r_e$ = α +  $r_f$  + β ( $r_m$ -  $r_f$ ) + e. D'altra parte alcuni manager si rivelano capaci di ottenere extrarendimenti, generando un α positivo, simbolo delle loro superiori capacità di *selezionare* e *allocare* asset finanziari. Sul punto si consulti: Frank K. Relly e Keith C. Brown, "Analysis of investments & Management of Portfolios", South Western, Cengage Learning, 2012, Capitolo 25, pag. 941.

Dunque, vi possono essere tutta una serie di vincoli e ostacoli che rafforzano il legame tra incentivo e risultati più di altri, come l'indisponibilità delle azioni optate con eventuale riconoscimento del diritto di prelazione all'azienda; la fissazione di uno *strike price* ben sopra la pari (X>S); l'introduzione di un *vesting period "performance based"*; il meccanismo di indicizzazione.

Il finanziamento di un piano di *stock option* avviene attraverso aumenti di capitale sociale riservato (soggetto a contabilizzazione per i principi internazionali IAS/IFRS) oppure mediante acquisto di azioni proprie, con conseguente diminuzione delle quote possedute dagli azionisti e diluizione del capitale sociale. Nel primo caso si emettono nuove azioni, nel secondo si ritirano azioni già in circolazione, ma solo la prima possibilità è ottimale se si vuole utilizzare uno *stock option plan* "a supporto dei processi di quotazione" (Gabrielli, 2010) o per incrementare la base azionaria.

In funzione della modalità con cui vengono garantite le azioni si distingue poi tra: a) *fixed value plans*, che mirano a tenere costante il valore complessivo delle opzioni assegnate periodicamente (ma in questo modo si affievolisce il legame *pay-performance*, in quanto negli anni in cui le opzioni assumano maggior valore, ne vengono attribuite meno); b) *fixed number plans*, per i quali invece il numero di azioni è invariante e dunque enfatizzano il legame *pay-perfromnace*, perché comportano un maggior rischio per i destinatari; c) *megagrant plans* dove sono fissati numero e prezzo d'esercizio delle azioni: rafforzano il collegamento tra risultati e performance nel breve termine, ma inducono maggiori rischi nel lungo periodo<sup>201</sup>.

La *frequenza* con la quale viene finanziato un piano di opzioni azionarie può essere periodica o *una tantum:* nel primo caso si ha un effetto incentivante più elevato, poiché si induce il management a perpetrare comportamenti che non danneggino il valore dei corsi azionari nel lungo periodo.

Accanto alle *stock option* tra gli strumenti *equity-based* tradizionali più semplici si annoverano le *restricted share*, che consistono nell'assegnare azioni gradualmente o in unico istante (*cliff vesting*) solo dopo che è trascorso un periodo circoscritto (*restricted period*) di ovvia permanenza in azienda, il che mette in luce la finalità di trattenimento dei dipendenti dello strumento. In genere il *vesting period* è pari a tre anni, quindi si auspica che per almeno tale periodo il management profonda il massimo sforzo in progetti che incrementino il valore di mercato dell'impresa. Si tratta di una pratica molto in voga negli Stati Uniti, sebbene agli occhi degli *shareholder* appaia un riconoscimento svincolato da alcun esplicito parametro di performance.

\_

<sup>&</sup>lt;sup>201</sup> Gabriele Gabrielli, "People Management, Teorie e pratiche per una gestione sostenibile delle persone", Franco Angeli, 2010, Capitolo 6, pag. 330.

Le performance share viceversa sono una metodologia di compensation che ha visto una notevole espansione, probabilmente per l'importante legame che viene a stabilirsi tra performance ottenuta in un arco temporale di mediamente cinque anni (tre di vesting period, più due o tre anni di lock up aggiuntivi) e azioni garantite fino ad un ammontare massimo (maximum grant). Il limite posto al numero di azioni attribuibili determina una diluizione sul capitale più contenuta: infatti, le azioni hanno un maggior valore unitario rispetto alle opzioni (il che tra l'altro rende possibile l'effetto leva finanziaria dei contratti derivati), "per cui se si vuole assegnare lo stesso valore al manager è sufficiente assegnargli un numero minore di azioni" (Cutillo 2012); mentre per raggiungere la stessa somma, occorrerebbero molte più opzioni.

Nell'ambito della seconda categoria di strumenti *equity* si sono menzionate le *phantom option*, consistenti in opzioni su titoli di capitale virtuali, che presentano il valore di mercato o contabile (*book value*) o ancora derivante dall'applicazione di qualche formula che ricalca il prezzo delle azioni, che però non sono effettivamente emesse né ritirate, così da non intaccare la consistenza del capitale sociale e gli equilibri societari. Si tratta di una vera e propria simulazione di un piano di *stock option* e, perciò, vi si ritrovano gli elementi peculiari: *vesting period, exercise period, strike price* e via discorrendo<sup>202</sup>.

Le *performance units* prevedono l'attribuzione di premi in funzione del completamento di predefinite "unità di performance" a livello divisionale o di singola linea di business. Il principale pregio del sistema sta proprio nella capacità di premiare i risultati conseguiti in contesti organizzativi particolarmente complessi e articolati, scomponendo l'impresa in varie sottounità viste come "centri di profitto, di costo, di investimento" ecc. Il prezzo dell'azione è ottenuto come multiplo della *performance unit*, perciò al variare dei risultati, varia il prezzo dell'azione e di conseguenza l'entità del premio riconosciuto: in tal modo è possibile replicare il *payout* di un *performance share plan* su azioni virtuali.

Gli incentivi a lungo termine che prevedono una partecipazione azionaria possono richiedere un prezzo per la cessione delle azioni o l'assegnazione delle stesse a titolo gratuito. In primo caso si cerca anche di alimentare una fonte di finanziamento aziendale (il capitale di rischio); nel secondo caso si parla di *stock grant*, che hanno una mera finalità di ricompensa a fronte di comportamenti ottimali.

Il graduale spostamento dell'attenzione dai piani basati su opzioni a quelli che assegnano direttamente azioni (reali o virtuali) è ascrivibile ad una serie di ragioni sulle quali vale la pena soffermarsi. Innanzitutto le opzioni acuiscono l'effetto di diluizione del capitale (a fronte

<sup>&</sup>lt;sup>202</sup>"Un esempio di incentivazione tramite phantom share o option è il seguente: sono assegnati 100.000 phantom option al dirigente, con prezzo di esercizio pari al 10,00 €, periodo di vesting di tre anni, periodo di esercizio di 5 anni. Il dirigente può decidere di esercitare la phantom option una volta trascorso il periodo di vesting e prima della fine del periodo di esercizio. Se alla data dell'esercizio il prezzo è di 13,00 €, il dirigente riceve 100.000 x (13,00 − 10,00) =300.000". Fonte: Guido Cutillo,

del medesimo valore che si vuol riconoscere occorrono molte più opzioni che azioni<sup>203</sup>); sono collegate indirettamente con la performance, soffrono di una maggiore volatilità a fronte della quale riconoscono *payout* a volte sproporzionatamente elevati perciò non si addicono ad imprese con un reddito pressoché stabile nel tempo; se lo *strike price* è di gran lunga maggiore del valore delle azioni il premio potrebbe essere fortemente ritardato o mai monetizzato.

In ultimo si è parlato dei piani monetari o *cash based* che elargiscono una somma liquida in funzione del raggiungimento di determinati obiettivi nel lungo periodo (anche rappresentati da un apprezzamento della quotazione di mercato). Si tratta di una metodologia in voga soprattutto nelle società non quotate (*private company*), mentre per le *public company* è molto più facile vedere applicati i piani di tipo *equity-based*. Si tratta di bonus di lungo termine agganciati a particolari misure finanziarie (*market share*, contenimento dei costi, livelli di redditività ecc.) e non finanziarie (soddisfazione della clientela, livello e qualità del servizio, ecc.) in modo simile a quanto accade per i bonus di breve termine. Tra i parametri finanziari quantitativi si annoverano i margini di reddito societario (nella fattispecie bancaria margini di interesse, di intermediazione, di gestione operativa e così via) o i relativi indicatori di redditività (ROI, ROE, ROA, RONA ecc.). La scelta dei parametri avviene sulla base di benchmark interni e/o esterni. Certamente non è facile prevedere gli obiettivi di performance in orizzonti temporali troppo dilatati e sovente si finisce per relativizzarli all'andamento complessivo del mercato.

Alcuni dei risvolti positivi di simili strumenti di incentivazione stanno nella prevedibilità e predeterminazione dei *payout*, il limitato impatto sui guadagni societari, l'inattaccabilità del capitale sociale.

Infine, una sottocategoria di recente evoluzione è rappresentata dai bonus differiti, in passato distribuiti nella forma di azioni non cedibili sul mercato prima che fosse trascorso un periodo di vesting e subordinatamente al fatto che il manager non abbandonasse l'organizzazione. In pratica il bonus viene riconosciuto nell'opportunità di investire l'importo monetario meritato nelle azioni societarie. Oggi questa possibilità più che essere volontaria è obbligatoria, per percentuali tra il 40 ed il 60 per cento del valore del bonus e alla scadenza del periodo previsto il dirigente assume la titolarità delle azioni.

<sup>-</sup>

<sup>&</sup>lt;sup>203</sup> Inoltre, vale la pena riflettere sul fatto che se le azioni non subiscono incremento di valore o lo diminuiscono, il piano azionario continua a mantenere un valore positivo ( pari al prezzo di mercato per il numero di azioni assegnate); mentre nello stesso scenario il valore del piano opzionario sarebbe nullo. Si veda sul punto: Guido Cutillo, Franco Fontana, "Manuale di executive compensation e corporate governance", Franco Angeli, 2012, Capitolo 4, pag. 56.

# 1.3 I benefit manageriali e le specificità previste per i gruppi multinazionali<sup>204</sup>

I benefit rappresentano una componente del pacchetto retributivo sempre più preponderante, non solo perché talvolta preferiti dai dipendenti in luogo dei tradizionali bonus a breve e lungo termine e degli strumenti azionari e simili, ma anche perché permettono sovente un riconoscimento più efficace delle performance ed evitano di intaccare il capitale sociale.

Nella cultura anglosassone tra i benefit sono tipicamente inclusi: l'accesso a "fondi pensione, i programmi di rimborso delle spese sanitarie, le coperture del rischio decesso e invalidità e malattia di natura professionale e non" (Pinna, 2012).

Meno noti, invece, sono i benefit non tradizionali e conosciuti nella pratica come "perquisite". come per esempio i finanziamenti personali concessi a tassi agevolati (banditi negli USA con il Serbans Oxley Act); la possibilità di usufruire della mensa aziendale (ristorante, più buoni pasto, indennità specifiche) e di particolari convenzioni di accesso a fondi sanitari, visite mediche specialistiche; corsi di formazione sovvenzionati dall'azienda; l'accesso a servizi sportivi, wellness, kinder gardens e baby sitter, servizi di assistenza ai genitori; la possibilità di poter incidere con maggiore autonomia sulle decisioni riquardanti l'equilibrio tra vita privata e attività professionale ("work life balance"), come per esempio la facoltà di scegliere più o meno liberamente dei giorni di ferie; l'automobile aziendale e il telefono mobile non solo per scopo lavorativo. A questi tipici benefit si aggiungono alcuni riservati esclusivamente al vertice aziendale, certamente proporzionati al volume d'affari della società in questione, quali: l'autista personale, l'elicottero o il jet privato, addetti alla sicurezza personale e del nucleo familiare, la consulenza legale fiscale e finanziaria, l'accesso a club privati esclusivi. Proprio la possibilità di entrare a condizioni vantaggiose in fondi pensione e sanitari sembra un'offerta particolarmente appetibile soprattutto in seguito a numerose riforme del sistema pensionistico e sanitario che hanno volutamente ridimensionato l'intervento degli enti pubblici e spinto verso la privatizzazione dei servizi previdenziali e assistenziali. D'altra parte anche gli enti privati hanno trovato la loro convenienza nell'assumere direttamente la gestione di tali elementi, potendo rivedere periodicamente le condizioni caratteristiche dei benefit per ottimizzarle nell'interesse dell'azienda e delle particolari esigenze mostrate dalla popolazione dirigenziale, senza considerare poi che è possibile beneficiare anche di vantaggi fiscali e contributivi.

Il menzionato processo di privatizzazione di alcuni servizi precedentemente amministrati dagli Stati, ha fatto sì alcuni benefit fossero affidati obbligatoriamente alle imprese, mentre altri sono distribuiti volontariamente dalle società.

98

Nella stesura del paragrafo si è fatto riferimento a: Guido Cutillo, Franco Fontana, "Manuale di executive compensation e corporate governance", Franco Angeli, 2012, Capitolo 4, pagg.65-81.

Certamente il processo di privatizzazione è a un livello d'avanzamento differente tra paese e paese (si pensi alla Cina e a quanto si diverso il regime economico rispetto a modello liberista americano ed in parte europeo). Non vanno dimenticate neanche le influenze delle caratteristiche dei mercati domestici, che solo talvolta presentano tratti comuni frutto del processo di globalizzazione. Difatti, vi possono essere importanti disparità nel grado di coperture garantito dal sistema di previdenza pubblica, nella tipologia e qualità delle prestazioni garantite dal servizio sanitario nazionale. Oltre ad offrire vantaggiose condizioni legate alle polizze assicurative nel ramo vita, sempre più frequentemente le imprese si sono cimentate nel disegnare piani pensionistici adeguati al top management, per il quale "si riscontra una difficoltà sempre crescente nel finanziamento adeguato delle prestazioni pensionistiche" (Pinna, 2012).

prestazioni flessibili e spesso personalizzate sfruttando la capacità delle società di far leva su un maggior potere contrattuale per negoziare condizioni più favorevoli di accesso ai servizi. Nel determinare l'articolazione del pacchetto di benefit da consegnare agli *executive* si seguono una serie di *step* che partono sempre dall'identificazione della strategia retributiva che giustifica la motivazione dell'inserimento di alcuni di questi piuttosto che di altri. Di solito una ragione primaria risiede nella necessità di allinearsi alle pratiche retributive in voga nel mercato di riferimento, così da erogare una remunerazione competitiva rispetto a quella promessa dai concorrenti. Ciò che consente di riprendere al meglio gli usi e costumi internazionali sui benefit è una loro misurazione ottimale. In altre parole, occorre saper

quantificare il *valore del benefit<sup>205</sup>* per il manager e sulla base di questo valutare un'ampia gamma di pacchetti di benefit articolati secondo una diversa ripartizione del finanziamento

Accanto a questa consapevolezza vi è quella che gli stessi dirigenti talvolta richiedono

Tuttavia, l'emulazione delle *best practice* a livello internazionale deve sempre fare i conti con la struttura dei costi interna, cercando di scegliere, ad esempio, quei benefit che consentono di realizzare un risparmio fiscale o in termini di trattamento contributivo. L'obiettivo in genere è quello di "rendere più efficiente il rapporto tra il reddito netto percepito dal lavoratore e il costo del lavoro sostenuto dalla società" (Pinna, 2012) non dimenticando però le preferenze<sup>206</sup> manifestate dal management riguardo le modalità di finanziamento delle stesse

\_

tra società e dipendente.

<sup>&</sup>lt;sup>205</sup> Per valore del benefit si intende "il reddito netto cioè equivalente alla retribuzione lorda che sulla base del trattamento contributivo e fiscale specifico del benefit consente al manager di acquisire sul mercato la stessa prestazione, allo stesso livello, offerto dalla società". Fonte: Guido Cutillo, Franco Fontana, "Manuale di executive compensation e corporate governance", Franco Angeli, 2012, Capitolo 4, pag. 69.

Per esempio, in Italia "un dirigente di 35 anni privilegia in genere l'acquisto di un'abitazione (quindi mutui a tassi agevolato e anticipi del TFR risultano particolarmente apprezzati), mentre un o di 55 anni è particolarmente sensibile ai profili pensionistici (pertanto sarebbe favorevole ad un incremento del contributo aziendale al fondo pensione). Fonte: Guido Cutillo, Franco Fontana, "Manuale di executive compensation e corporate governance", Franco Angeli, 2012, Capitolo 4, pag.69.

e il work life *balance* desiderato; tali esigenze vanno coniugate con le finalità del piano di incentivazione.

Simili decisioni devono essere prese dalla *governance* aziendale e, per la loro delicatezza e per l'impatto sull'efficacia del sistema di incentivazione, è necessario che gli organi preposti (la *Remuneration Committee* e altri organismi correlati) si preoccupino di procedere ad una costante gestione e revisione dei livelli e delle tipologie di prestazioni elargite sulla base del *feedback* raccolto presso la popolazione dei dipendenti.

Talvolta accade che i lavoratori non riescano a valutare e apprezzare veramente il contenuto dei servizi ricevuti in benefit e ciò ha comportato un sempre maggiore sforzo profuso nel cercare di comunicare in modo approfondito il contenuto delle varie voci del pacchetto dei compensi.

E pur vero che frequentemente i benefit e perquisite "variano esclusivamente in funzione della categoria di inquadramento, ma non riflettono né le esigenze né (tantomeno) le scelte personali dei dirigenti" (Pinna, 2012). Una possibile soluzione sarebbe rappresentata allora dai benefit flessibili (flexible benefit) che ribaltano l'impostazione tradizionale, in quanto la società realizza un menu di possibili prestazioni e servizi, all'interno dei quali i manager posso selezionare quelli preferiti entro un certo valore massimo totale. Il budget di spesa a disposizione di ciascun dirigente è stabilito ex ante come ammontare fisso o in percentuale rispetto alla retribuzione, potendo anche sostituire in tutto o in parte la remunerazione variabile. La fissazione del budget non può prescindere dalle considerazioni sull'entità del costo aziendale di ciascun benefit e perquisite, costo che viene dedotto dal budget disponibile. I flexible benefit forniscono una serie di tre o quattro alternative rispetto ad una rosa disponibile, in genere costituita da diversi possibili livelli di partecipazione a fondi pensione, di pagamento di premi e contributi su coperture assicurative in caso di premorienza o invalidità, tenuto conto anche dell'età e nucleo familiare; accesso a varie spese mediche, incluso il chek up personale e familiare, più coperture di long term care anche in seguito al pensionamento; una gamma più o meno estesa di vetture entro un certo range di costo; mutui immobiliari con durata e tassi personalizzati; corsi formativi presso istituzioni accademiche (come gli M.B.A) anche per i figli; servizi wellness, viaggi, spettacoli teatrali e mostre d'arte, consulenze legali e finanziarie ad personam. In questi ultimi casi però si tratta di spese private, da rimborsare all'azienda, anche se sono prestazioni acquistate in prima istanza dal datore di lavoro che può negoziare convezioni vantaggiose perché contrattate su base collettiva, cioè con un minor rapporto costo/valore ed un maggior rendimento qualità/prezzo.

La predisposizione di *flexible* benefit, poiché cerca di riflettere i gusti dei dirigenti a livello di compensi, evita anche di sprecare denaro prezioso nel riconoscimento di servizi indesiderati che, quindi, lasciano insoddisfatti.

Un ulteriore importante *step* seguito dalle società bancarie quotate in mercati che esigono l'adozione dei principi IAS/IFRS<sup>207</sup> consiste nel considerare il trattamento contabile cui sono sottoposti i costi sostenuti in benefit, ricordando a riguardo che la normativa prevede che i costi rilevati per talune specifiche prestazioni siano imputati a conto economico secondo un ammontare non coincidente con quanto speso nel corso dell'anno.

Una questione poi da non sottovalutare è quella della scelta dei fornitori dei servizi (*provider*) e di eventuali consulenti interni/esterni, che devono essere selezionati secondo procedure ben definite circa i principi, le modalità di scelta e la valutazione della loro adeguatezza nell'erogare le prestazioni.

Relativamente ai metodi di finanziamento dei pacchetti di benefit si ricorda la possibilità dell'autofinanziamento, in cui la società amministra autonomamente i contributi assumendosi i relativi rischi. In altri casi si può far ricorso ad entità esterne, come le compagnie d'assicurazione, che percepiscono i contributi dalle buste paga dei dipendenti e redigono le polizze da offrire ai dirigenti. Quando la società vuol entrare nella copertura di rischi legati a invalidità, spese per cure medico-sanitarie, per prestazioni "Long Term Care" (quelle a copertura del rischio di mancata autosufficienza) e così via, viene spesso assunta una posizione di finanziamento intermedia in cui la società, dopo essersi fatta carico di una serie di rischi, procede con il trasferimento degli stessi in regime di riassicurazione ad una insurance company. Sovente accade che le modalità e i livelli di finanziamento interno ed esterno siano imposti dai legislatori nazionali.

Dal momento che le banche oggetto del campione sono gruppi costituiti da numerose conosciate estere, si vuole qui porre l'attenzione sulla necessità di strutturare un processo di gestione dei benefit omogeneo a livello globale, basato su degli elementi comuni concordati a livello centrale. "In particolare i primi due elementi che debbono essere monitorati sono: la verifica dell'assolvimento degli adempimenti previsti a livello locale e la coerenza dei benefit concessi rispetto al mercato" (Pinna, 2012). Occorre da un lato guardare alla legge e ai contratti collettivi nazionali che prevedono tutta una serie di prestazioni che devono essere obbligatoriamente garantite, dall'altro non bisogna tralasciare gli obiettivi di competitività fissati dalla *holding*, che determina le disposizioni da seguire riguardo ai criteri di "rendicontazione contabile, la stima dei costi futuri, la definizione e il monitoraggio del livello di finanziamento ottimale, gli aspetti di natura fiscale e la gestione e il monitoraggio del

-

<sup>&</sup>lt;sup>207</sup> Lo IAS 19, rivisto nel 2011, disciplina la rendicontazione contabile dei benfit, quali prestazioni garantite a favore dei dipendenti. La disciplina ha lo scopo di agevolare la comparabilità dei bilanci, stabilendo una modalità uniforme di rilevazione e misurazione del valore dei benefit. Il principio riconosce che talvolta si debbano rendicontare costi diversi da quelli sostenuti effettivamente durante l'anno per il finanziamento dei servizi erogati. Tali costi si articolano in due sottocomponenti: il "service cost" e il "net interest cost". Il primo è considerato come costo operativo, il secondo di natura operativa o finanziarie. Inoltre il principio impone tutta una serie di disclosure sul quadro regolamentare, la descrizione di eventuali rischi anomali e responsabilità del gruppo, eventuali modifich apportate al programma ecc. Per un approfondimento sull'articolazione delle componenti di costo e le disclosure si veda: Guido Cutillo, Franco Fontana, "Manuale di executive compensation e corporate governance", Franco Angeli, 2012, Capitolo 5, pagg.73-75.

patrimonio"<sup>208</sup>, (ossia l'entità del patrimonio da accantonare rispetto alla passività nascente dalle prestazioni effettuate). L'uniformità deve riguardare i budget predisposti ed anche il processo di rendicontazione contabile (e successivo monitoraggio), che deve essere sviluppato sulla base di principi uniformi che coniughino le specificità contabili di ciascun paese con quelle dei programmi che si intendono implementare. Importante è l'accettazione delle regole contabili da parte di tutte le società di revisione contabile interpellate. Tra l'altro anche in occasione di future modifiche dei suddetti principi proposto dagli organismi internazionali quali IASB, FASB, IFRIC ecc., devono essere prontamente recepite.

Il livello di finanziamento e i relativi rendimenti devono essere accordati con le strategie dettate dalla casa madre, che stabiliscono anche i contributi minimi e massimi annuali; il trattamento dei deficit e dei surplus relativi al programma di benefit varato e revisionato; la modalità di valutazione dei rischi dei vari patrimoni gestiti.

La disciplina fiscale cui sono soggetti i benefit appare una questione di straordinario rilievo nel caso di gruppi multinazionali, in quanto a qualsiasi livello centrale o locale, occorre riuscire a sfruttare i benefici di natura fiscale. La scelta concernente il volume e alla qualità di benefit da assegnare è fondamentale per il suo impatto sui redditi percepiti e sul costo del lavoro. Infatti, qualora si decida di incrementale il numero di benefit soggetti a condizioni di fiscalità agevolata sostituendoli a quelli che non godono dei medesimi esoneri fiscali, si ottiene un aumento del reddito netto percepito dal dipendente e una diminuzione delle prestazioni pensionistiche differite maturate dai sistemi previdenziali pubblici in futuro

L'incapacità di fissare una governance globale del sistema di benefit per le società che operano mediante sussidiarie internazionali comporta l'insorgere di rischi considerevoli come:

- i rischi di mancata conformità, se i programmi avviati nei vari Stati non rispettano le norme predisposte dalla Legge, dai contratti nazionali collettivi, dagli accordi societari ecc;
- i rischi strategici, quando i servizi garantiti dalle sussidiarie locali si discostano dai principi e dalle politiche retributive della funzione/divisione HR o dalle consuetudini del mercato del lavoro domestico:
- i rischi operativi, derivanti da un monitoraggio assente o superficiale dei programmi di benefit esistenti e di quelli di nuova costituzione;
- i rischi finanziari, quando si palesa la necessità, al fine di soddisfare le necessità di retribuzione degli executive, di ricorrere a finanziamenti di natura straordinaria in situazioni di congiuntura sfavorevole e contrazione dei ricavi.

-

<sup>&</sup>lt;sup>208</sup> Guido Cutillo, Franco Fontana, "Manuale di executive compensation e corporate governance", Franco Angeli, 2012, Capitolo 5, pag. 76

In futuro i benefit sembrano occupare una posizione sempre più preponderante nel pacchetto retributivo non solo dei dirigenti, ma di tutti i dipendenti.

# 2. Gli indicatori di misurazione della performance e del valore creato<sup>209</sup>

Quando si determina l'ammontare della remunerazione variabile un momento essenziale è rappresentato dalla scelta dei parametri che sono utilizzati per captare la performance in base alla quale vengono erogate le somme di entità variabile. Questo rappresenta un passaggio cruciale nel processo di costruzione del pacchetto retributivo, in quanto è l'appropriatezza di tali indicatori nel cogliere gli sforzi effettivi profusi dal manager che motiverà il management verso il perseguimento degli obiettivi societari.

La capacità di premiare il management aziendale rispetto al conseguimento di risultati predefiniti è cruciale soprattutto nelle società ad azionariato diffuso (quelle del mondo anglosassone), caratterizzate dalla presenza di una miriade di piccoli azionisti portatori di interessi divergenti e riconciliabili probabilmente in un'unica finalità, che è quella della massimizzazione del profitto. Rispetto a tale comune obiettivo i manager devono essere responsabilizzati e ricompensati. Nelle società che presentano un capitale sociale posseduto da pochi grandi azionisti che ne detengono la maggioranza (modello nipponico-tedesco, ma spesso anche italiano e francese), gli shareholder riescono ad attuare un monitoraggio più efficace dell'operato dei dirigenti. I sistemi di remunerazione diventano allora fondamentali per fare in modo che le decisioni del vertice aziendale vengano prese non solo nell'interesse degli azionisti di controllo, ma anche in quello degli azionisti di minoranza (Bozzi, De Mutiis, 2012). Anche in questo caso la scelta di appropriati indicatori in base ai quali valutare la performance è essenziale per premiare quei dirigenti che implementano piani industriali che producano ricchezza per tutti gli azionisti. D'altra parte la scelta di parametri errati può non solo distruggere valore, ma anche innescare comportamenti perversi frutto della spinta a perseguire unicamente il profitto personale. Ciò accade tipicamente nel mondo finanziario nel caso di "bonus commisurati all'ammontare del credito erogato alla clientela e dai conseguenti incentivi a massimizzare, in assenza di un parametro che tenga conto della rischiosità di tali affidamenti, la quantità a discapito della qualità degli impieghi"210.

Già nel capitolo precedente si è osservato come la normativa nazionale e sovrannazionale (le direttive europee, le Guidance della Fedral Reserve, la Financial Service Authority, JFSA, APRA e numerose banche centrali come quella olandese, italiana ecc.) sono intervenute

Guido Cutillo, Franco Fontana, "Manuale di executive compensation e corporate governance", Franco Angeli, 2012, Capitolo 6, pag. 83.

Nella stesura del paragrafo si è fatto riferimento a: Guido Cutillo, Franco Fontana, "Manuale di executive compensation e corporate governance", Franco Angeli, 2012, Capitolo 5, pagg. 82 – 98.

direttamente per disciplinare la struttura dei parametri di misurazione della performance, al fine di sensibilizzare tali misure rispetto ai molteplici *rischi* dell'attività finanziaria e alla possibilità di creare valore nel *lungo termine* in maniera sostenibile<sup>211</sup>.

Dunque, la considerazione dei rischi e la prospettiva di lungo termine sono le nuove linee guida nella strutturazione della remunerazione variabile. Quest'ultima, infatti, è stata introdotta inizialmente con uno scopo non molto lontano dalle linee guida precedentemente menzionate: ossia superare i problemi d'agenzia tra azionisti e manager, derivanti dalle asimmetrie informative (che ostacolano una facile valutazione da parte degli azionisti) e dal problema del *free riding* nel monitoraggio degli *executive*. Ciò fornisce da una parte un notevole disincentivo a sostenere tali costi del *monitoring* per tutti i soci; dall'altra rappresenta un apprezzabile incentivo per i dirigenti a comportarsi in modo più o meno discrezionale, poiché sicuri di non essere controllati<sup>212</sup>. Nel 1776 Adam Smith sosteneva a tal proposito che:

"Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour, and very easily give themselves a dispensation from having it.

Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company"<sup>213</sup>.

I pensieri di Adam Smith in realtà anticipavano l'idea di agganciare parte della retribuzione totale all'andamento della performance manageriale per attenuare il problema d'agenzia. In questo risulta cruciale la scelta dei benchmark per la misurazione e valutazione della attività dei dipendenti.

Innanzitutto occorre identificare l'oggetto della performance.

Oggi si tende sempre meno a ritenere che tale oggetto possa essere genericamente rappresentato dalla massimizzazione del valore per gli azionisti e si è portati a individuare una serie di fattori specifici in grado di rivelare il reale impegno profuso nello svolgimento delle mansioni e dei compiti previsti dal ruolo. È essenziale che i suddetti fattori possano essere significativamente influenzati dalla attività del personale, così da incrementare ulteriormente l'incentivo a indirizzare i propri comportamenti in modo proficuo. Ciò implica che i parametri scelti debbano variare a seconda dell'ambito di responsabilità e di gestione, secondo un principio noto come *goal congruence*. In questa prospettiva sembra coerente far dipendere una porzione non indifferente del *compensation package* degli *executive* dal

212 Michael C. Jensen e William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, October, 1976, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360, disponibile su: <a href="http://hupress.harvard.edu/catalog/JENTHF.html">http://hupress.harvard.edu/catalog/JENTHF.html</a>.

213 Comp. in an interpretable of the comp.

<sup>&</sup>lt;sup>211</sup> Per esempio, si veda sul punto la CDR III, Direttiva 2010/76/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 24 novembre del 2010

<sup>&</sup>lt;sup>213</sup> Come i servitori di un uomo ricco, loro (i dirigenti) sono adatti a concentrare l'attenzione su piccole questioni, non per onorare il loro padrone e molto facilmente si guardano bene dal farlo. La negligenza e l'adulazione, perciò, devono sempre prevalere nella gestione degli affari di una simile società. Fonte: Michael C. Jensen, William H. Meckling, "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, V. 3, No. 4, October 1976, pagg. 305-360.

valore di mercato dell'impresa ("stock based value"); mentre è opportuno che per i dirigenti di divisione si consideri la quota di mercato conquistata per la linea di prodotto o l'area geografica di pertinenza. Seguendo questa strada i manager di livello operativo inferiore, dovrebbero essere premiati per la loro capacità di ridurre i costi, di migliorare le qualità delle relazioni con la clientela, di strutturare e pubblicizzare prodotti finanziari innovativi ecc. Tuttavia, anche quando si torna a considerare la massimizzazione del prezzo delle azioni come parametro basilare per la determinazione della remunerazione variabile, si può riflettere sul fatto che il CEO e gli altri executive in realtà non sono completamente in grado di influenzarne la dinamica, tanto più che le quotazioni soffrono spesso di sbalzi dovuti all'umore degli agenti del mercato, talvolta non giustificabili razionalmente, oppure sono influenzate dall'andamento del settore nel complesso.

La consapevolezza che la valutazione esogena espressa dai mercati finanziari non è perfetta ha indotto ad affiancare alcune misure di redditività di origine contabile, e quindi endogena, nella valutazione dell'output dell'attività dirigenziale.

Ora, una volta scelto il benchmark di riferimento quale indicatore di performance in accordo col principio di *goal congruence*, si procede con la costruzione di tutte le misure dettagliate che devono possedere una serie di requisiti ideali (Bozzi, De Mutiis, 2012): la capacità di cogliere l'effettiva creazione di valore sostenibile nel lungo periodo; devono incorporare i rischi materiali che si possono concretizzare nello svolgimento dei compiti assegnati; devono essere oggettivi e non manipolabili, né essere fonte di incentivi verso comportamenti perversi.

Gli indicatori di performance individuale (che traggono origine dalle misure di rilevazione dell'andamento economico, finanziario e patrimoniale e aziendale), sono tradizionalmente distinti in due macrocategorie (Bozzi, De Mutiis, 2012):

- grandezze assolute, espresse in termini monetari che quantificano i risultati in termini assoluti (per esempio, la capacità di raggiungere un certo ammontare in dollari del margine di interesse)
- *grandezze percentuali*, ossia rapporti tra valori che esprimono in genere il "grado di efficienza" delle prestazioni e delle risorse utilizzate.

#### Un'altra macro spartizione è tra:

 misure contabili (accounting-based), basate su voci di stato patrimoniale e conto economico del periodo passato (se riferite solo all'esercizio appena concluso, si parla di misure di tipo "puntuale"), che risentono sovente delle regole contabili e quindi posso anche essere molto distaccate dal valore economico effettivo. In genere, queste vengono utilizzate per i piani di incentivazione di tipo cash based; - *misure finanziarie (market-based),* basate su elementi valutati e contrattati sui mercati, per cui solitamente vengono usate nei piani di incentivazione di tipo *stock based* e solo per le società quotate.

Una categoria relativamente nuova, ma di estremo rilievo, è rappresentata dalle "adjusted performance measures", ossia le misure che tengono conto dei rischi supportati nell'adempimento del proprio ruolo organizzativo e assumono la logica del principio "rischiorendimento", per cui la remunerazione percepita dovrà adeguatamente ricompensare il soggetto per i maggiori/minori rischi assunti.

Tra le misure prevalentemente impiegate nei piani di incentivazione a breve termine di possono annoverare: l'EBITDA, il fatturato, l'utile netto, il livello di qualità dei servizi, l'utile operativo, il *cash flow*, vari obiettivi individuali specifici, l'EVA e il TSR. Tra gli indicatori adoperati per cogliere i risultati nel lungo termine si riconoscono ancora: l'EBITDA, l'EVA, il TSR, l'utile netto ed il livello di qualità dei servizi<sup>214</sup>.

Di seguito si presentano alcune delle misure più utilizzate<sup>215</sup> per rilevare le performance degli *executive* e quantificarne la remunerazione variabile.

# 2.1 I parametri di matrice contabile: EBITDA, EBIT, ROI, ROE ed EPS<sup>216</sup>

L'EBITDA è il reddito operativo, ottenuto sottraendo ai ricavi i costi operativi. L'EBITDA considera unicamente la capacità di compiere una gestione ordinaria che dia luogo a risultati economici positivi, ma non considera gli oneri fiscali né quelli non monetari (come accantonamenti e svalutazioni). L'EBIT, invece, va inteso come reddito lordo, il quale tiene conto di rettifiche e accantonamenti, ma non dell'imposizione fiscale. Se l'EBITDA si configura come reddito operativo, ossia come espressione dei ricavi e costi "strettamente attinenti alle politiche e alle caratteristiche della gestione aziendale" dall'altra parte l'EBIT riflette il peso della gestione finanziaria ed extracaratteristica, che comprende "per esclusione, tutti i costi e i ricavi che promanano da impieghi (elementi dell'attivo patrimoniale) extra [...]: cioè valori extracaratteristici" 218.

Sottraendo all'EBIT gli oneri tributari è possibile determinare il risultato netto, positivo (profitto) o negativo (perdita).

<sup>&</sup>lt;sup>214</sup> Guido Cutillo, Franco Fontana, "Manuale di executive compensation e corporate governance", Franco Angeli, 2012, Capitolo 6, pag. 89.

Gli indicatori sono stati selezionati secondo quanto proposto in: Guido Cutillo, Franco Fontana, "Manuale di executive compensation e corporate governance", Franco Angeli, 2012, Capitolo 6, pag. 90-97-

Nella stesura del paragrafo si è fatto riferimento a: Guido Cutillo, Franco Fontana, "Manuale di executive compensation e corporate governance", Franco Angeli, 2012, Capitolo 6, pag. 90-92.

Carlo Caramiello, Fabrizio Di Lazzaro, Giovanni Fiori, "Indici di bilancio, Strumenti per l'analisi della gestione aziendale", Giuffrè Editore, 2003, Capitolo 7, pag. 260.

<sup>&</sup>lt;sup>218</sup> Carlo Caramiello, Fabrizio Di Lazzaro, Giovanni Fiori, "Indici di bilancio, Strumenti per l'analisi della gestione aziendale", Giuffrè Editore, 2003, Capitolo 7, pag.263.

A partire da questi margini reddituali fondamentali nel conto economico è possibile ricostruire due indicatori di redditività quali il ROI (*Return on Investments*) e il ROE (*Return on Equity*). Come suggerito dalle due sigle, il ROI esprime in termini percentuali la redditività del capitale globalmente investito, sia quello apportato a titolo di debito, sia del capitale di rischio. Dunque, a prescindere dalla struttura finanziaria, il ROI individua qual è il rendimento generato da ogni unità di moneta investita.

$$ROI = \frac{Reddito\ Operativo}{Capitale\ Investito}$$

Il ROE invece, focalizza l'attenzione unicamente sul capitale di rischio (*equity*) ed esprime quant'è il rendimento generato da ogni unità di moneta reinvestita (a titolo di autofinanziamenti) o direttamente investita dagli azionisti (il capitale sociale apportato).

$$ROE = \frac{Risultato\ netto}{Capitale\ di\ Rischio}$$

Tutte le misure assolute (EBITDA e EBIT) e relative (ROI e ROE) sinora richiamate hanno natura consuntiva: sono atte a cogliere le performance storiche ma non quelle prospettiche e, quindi, possono essere adoperate come base per la premiazione di risultati passati, ma possono essere meno efficaci nell'orientamento di comportamenti futuri. Inoltre, sono indicatori di calcolo immediato, noti nella prassi contabile aziendale, ma presentano l'indubbio svantaggio di risentire delle convenzioni contabili fissate dal legislatore domestico e sovrannazionale che possono comportare l'ottenimento di valori in realtà diversi dal quelli effettivi, in quanto sovente la contabilizzazione avviene in base al principio della competenza economica (e finanziaria). Non va neppure ignorato il fatto che i differenti standard contabili internazionali (IAS/IFRS, US GAAP, ASBEs e CASs<sup>219</sup> ecc.) possono generare delle difficoltà di comparazione di grandezze che sono nominalmente sovrapponibili, ma in realtà differenti nel modo con cui sono state costruite.

Ulteriori limiti all'utilizzo di tali misure nella gestione della retribuzione del personale possono esser date dalla loro facile manipolabilità da parte dei manager, i quali possono opportunisticamente rimandare l'avvio di progetti di investimento che comportano costi iniziali il cui peso andrebbe a peggiorare il valore assunto da tali misure. Per questa via si

Fonte: Paolo P. Biancone, "La gestione del business in Cina, Contabilità e bilancio d'impresa: gli standard in Cina", 24 Novembre 2011, Torino, disponibile su: <a href="http://images.to.camcom.it/f/Estero/13/13447">http://images.to.camcom.it/f/Estero/13/13447</a> CCIAATO 25112011.pdf.

<sup>&</sup>lt;sup>219</sup> Il sistema contabile cinese si basa sull'Accounting System Business Enterprise e i Chinese Accounting Standards. I primi costituiscono la spina dorsale del sistema contabile e si applicano a tutte le società operanti nel territorio Cinese siano esse straniere o nazionali, quotate o non quotate, private o pubbliche, ad eccezione delle imprese di piccole dimensioni, piccole istituzioni finanziarie, cooperative locali e le entità senza scopo di lucro per le quali sono stati emessi i CASs. Quest'ultimi rappresentano l'equivalente degli IFRS e hanno ad oggetto la contabilizzazione di eventi, transazioni, e altri fatti di rilievo.

potrebbe rinunciare a progetti che generano apprezzabili rendimenti futuri, poiché si perde il valore del tempo: tali misure adottano una prospettiva temporale appiattita sull'anno, cioè considerano tutte quelle componenti di reddito positive e negative che hanno contabilizzazione immediata e in quest'ottica non pesa l'attualizzazione futura dei ricavi, di cui invece si terrebbe conto qualora si utilizzassero misure quali i flussi di cassa scontati (Discounted Cash Flow, DCF Model). Inoltre, si ha una considerazione scarsa o assente de: la politica dei dividendi, che rappresentano la traduzione monetaria immediata della partecipazione degli azionisti alla ricchezza creata; il ruolo dei beni materiali extracontabili (per esempio, il valore del portafoglio clienti, o il valore dei un'articolazione territoriale capillare, i c.d. sportelli bancari); i rischi non colti (esplicitamente) dai documenti di bilancio. Infine, si segnala l'EPS (Earning per Share), come rapporto tra l'utile netto d il numero delle azioni:

$$EPS = \frac{Utile\ Netto}{Numero\ medio\ di\ azioni\ in\ ciroclazione}$$

È un indicatore particolarmente apprezzato dalla comunità finanziaria nelle vesti di azionisti e investitori. Il suo utilizzo frequente è sintomo della propensione ad adoperare misure basate sull'utile contabile per l'incentivazione a lungo termine, anche se rimangono tutti gli aspetti critici precedentemente elencati.

#### 2.2 I ratios di mercato e il prezzo delle azioni secondo il modello "Gordon-Growth"

Si è accennato precedentemente al fatto che la prassi internazionale ha valutato il prezzo delle azioni, come un fondamentale indicatore cui accordare la remunerazione variabile da corrispondere al mercato, il quale offre una valutazione "impersonale" circa la capacità di un'impresa di generare ricchezza. L'impersonalità è stata spesso intesa come oggettività e questa si è tradotta nella teoria dei mercati efficienti, definendosi in tal modo tutti i mercati in cui i prezzi degli asset negoziati rispecchiano il loro effettivo valore intrinseco.

Il valore intrinseco di una società può essere calcolato attraverso metodi basati sull'attualizzazione di flussi di cassa, in cui il prezzo è ottenuto come valore attuale dei dividendi (Dividend Discount Model, DDM) o di flussi di cassa *levered* (attualizzati al costo del capitale di rischio) o *unlevered* (attualizzati al costo medio ponderato del captale, WACC); oppure si ricorre a tecniche di valutazione relative basate su multipli di mercato come: il Price/Earnig ratio (P/E); il Price/Chash Flow ratio (P/CF); il Price/Book Value ratio (P/BV) e il Price/Sales ratio (P/S). Quando vi è coincidenza tra i prezzi così ottenuti e le

quotazioni rilevate nei listini, si dice che il mercato è "fairly valued" e quindi caratterizzato da efficienza<sup>220</sup>, altrimenti si parlerà si sopravalutazione o sottovalutazione da parte del mercato. La prima categoria di metodologie si basa sulla determinazione di un cash flow nel cui calcolo è possibile includere (approccio leverd) o meno (approccio unlevered) gli interessi passivi sul capitale preso a debito. Tuttavia, la derivazione di questi flussi è ottenuta a partire da grandezze contabili e quindi non è scevra dalle stesse critiche sul piano dell'efficacia come parametro per la valutazione della performance.

Vale la pena, invece, soffermare l'attenzione sulla determinazione del prezzo azionario (*stock value*, "V") in base al DDM, metodo che ha il principale pregio di essere *forward looking*, cioè tiene in considerazione tutti i flussi di cassa da e verso gli s*hareholder* (quindi dividendi in senso stretto, riacquisizione di azioni da parte degli azionisti ecc.) e fornisce una misura prospettica del valore dell'impresa. Infatti, i dividendi sono stimati in base ad un tasso si crescita (*growth rate*, "g"), che può essere costante o variare nel tempo, e sono attualizzati in base al costo del capitale di rischio ("k")<sup>221</sup>, nonché il tasso di rendimento atteso dagli azionisti.

Tipicamente:

$$Vj = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

"D<sub>t</sub>" identifica i dividendi stimati per ciascun periodo, in base ad un tasso di crescita per la società "g", anch'esso stimato tenuto conto delle prospettive di rischio e plausibilmente in constante evoluzione da periodo a periodo. Tuttavia, introducendo una forzatura di non poco conto e ipotizzando di operare in un mercato libero da turbolenze e fluttuazioni di notevole entità, si può pensare di bloccare il *growth rate* ad un valore costante, così da semplificare notevolmente la costruzione dell'equazione sopraindicata. Dunque, si avrà che il prezzo all'epoca t è pari a:

$$Pt = \frac{D_{t+1}}{k - a}$$

dove,  $D_{t+1}$  è dato dal prodotto  $D_t$ \*(1+g) e costituisce un dividendo che si prevede di ricevere sempre al termine di ciascun esercizio. Ovviamente come si nota dalla formula matematica esposta, affinché il modello restituisca valori non impossibili (cioè il denominatore sia diverso da zero) è necessario inserire un'ulteriore ipotesi: il tasso di rendimento richiesto dagli investitori dell'*equity market* sia maggiore rispetto al tasso di crescita. Un'ipotesi piuttosto

<sup>220</sup> Frank K. Relly e Keith C. Brown, "Analysis of investments & Management of Portfolios", South Western, Cengage Learning, 2012, Capitolo 11, pag 318-319.

Frank K. Relly e Keith C. Brown, "Analysis of investments & Management of Portfolios", South Western, Cengage Learning, 2012, Capitolo 11, pag. 321.

forte e non sempre riscontrabile nella realtà. L'esemplificazione è stata proposta da Gordon nel suo modello e si basa sull'idea che il prezzo delle azioni ricavato endogenamente in modo prospettico sia:

- funzione diretta di un tasso di crescita costante g, cioè all'aumentare di "g", V incrementa:
- funzione inversa del tasso di rendimento richiesto dal mercato azionario k, quando "k" aumenta, il valore dello stock si riduce;
- funzione diretta dei dividendi stimati.

Certamente il modello perde di efficacia e di senso se la società non paga dividendi o in presenza di un mercato fortemente instabile dove vi è un'elevata probabilità di fallire una previsione verosimile della dinamica futura dei dividendi.

Proseguendo, se si dividono entrambi i membri dell'equazione per gli "earnings" ("E"), si può riscrivere la formula per il multiplo di mercato P/E ed evidenziare la relazione positiva tra il prezzo delle azioni e il payout ratio (D/E= Dividend per Share/ Earnig per Share), che rappresenta pure una misura di forte interesse per gli azionisti per dedurre la percentuale di partecipazione ai guadagni societari realizzati. Quindi, si può scrivere:

$$\frac{P_t}{E_t} = \frac{\frac{D_{t+1}}{E_{t+1}}}{k - g}$$

In tal modo è possibile ottenere una stima del valore del Price Earning ratio (P/E), che secondo autorevoli lavori accademici (Campbell, Shiller 2001) ha avuto la notevole capacità di predire l'andamento futuro del mercato azionario.

Infatti, i due professori dell'Università di Yale nel 2001 avevano rielaborato alcune informazioni relative all'andamento del (adjusted) P/E e del Dividend Yield (DY= D/P). Queste predicevano una parabola discendente del mercato azionario per i decenni avvenire. Ciò è proprio quello che si è verificato con la bolla speculativa e il crollo del mercato borsistico a seguito dello scandalo delle "dot.com" della comunicatione d

Il modello di calcolo delle azioni elaborato da Gordon ha il pregio di definire il prezzo delle azioni secondo una tecnica scevra da condizionamenti contabili e orientata verso il futuro, sebbene fondato su ipotesi robuste e stime non sempre verosimili, per lo meno non valide per tutti i mercati/settori industriali. Tuttavia, richiamando il lavoro di Campbell e Shiller si è voluto mettere in luce come a partire dai valori del P/E ricavati tramite il modello di Gordon, si è avuta la capacità di cogliere il trend futuro dell'*equity market*, e questa rappresenta

.

John Y. Campbell and Robert J. Shiller, "Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook: An Update", March 2001, COWLES FOUNDATION DISCUSSION PAPER NO. 1295, YALE UNIVERSITY, disponibile su: http://cowles.econ.yale.edu/

un'informazione di straordinario rilievo ai fini del calcolo delle remunerazioni variabili se si vogliono incentivare comportamenti futuri che influenzino, limitino o enfatizzino certe dinamiche attese per il mercato azionario.

Molto vicino al prezzo delle azioni come indicatore attuale o prospettico della performance aziendale è poi il TSR, il Total Shareholder Return, una misura particolarmente in voga nelle istituzioni finanziarie anglosassoni.

Ad una generica epoca t, il TSR è definito mediante il seguente rapporto:

$$TSR = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

dove  $P_t$  è il valore della quotazione all'epoca t,  $P_{t-1}$  è il prezzo rilevato all'inizio del periodo di riferimento e  $D_t$  rappresenta il dividendo corrente.

Come si può notare, la formula è composta dalle due possibilità di guadagno azionario per gli investitori: il *current yield* ( $D_{t'}$   $P_{t-1}$ ) ossia il rendimento, e il capital gain (o "loss" se  $P_{t-1} > P_{t}$ ) dato dal rapporto: ( $P_{t}$  -  $P_{t-1}$ )/  $P_{t-1}$ , realizzato all'atto della vendita del titolo sul mercato. Il TSR rappresenta perciò una misura diretta e completa del valore creato, che consente di "attenuare il rischio, presente invece nei piani di incentivazione basati sul prezzo azionario, di comportamenti opportunistici del management volti a ridurre l'ammontare dei dividendi distribuiti allo scopo di non intaccare il prezzo corrente dell'azione" (Bozzi, De Mutiis, 2012). Si tratta di una misura relativa della performance raggiunta, che fornisce informazioni di significato sulla posizione competitiva della società solo se utilizzata in comparazione con un benchmark basato su aziende dalle caratteristiche simili (settore di appartenenza, volume totale dell'attivo, capitalizzazione di mercato, struttura finanziaria ecc.) anche concorrenti.

# 2.3 L'EVA® come indicatore della performance manageriale orientata alla creazione di valore<sup>223</sup>

Negli ultimi anni si è andato diffondendo il convincimento che occorra massimizzare non il valore creato per gli azionisti in senso stretto, ma il valore generato a beneficio dell'intera comunità degli *stakeholders*: non si deve cercare di massimizzazione a tutti i costi il valore delle azioni, ma in senso più ampio bisogna incrementare il valore dell'impresa come entità di cui garantire sopravvivenza e sviluppo sul mercato.

111

Nella stesura del paragrafo di è fatto riferimento a: Lucio Potito, "Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese", G. Giappichelli, Torino, 2009.

Quest'ottica è stata adottata nella determinazione dell'Economic Value Added<sup>224</sup> esplicitamente pensato per "valutare le capacità manageriali in termini di nuovo valore creato, di nuova ricchezza prodotta (o distrutta)" (Potito, 2009).

L'EVA è un metodo ampiamente adottato per la stima del valore delle imprese quando basato su dati prospettici<sup>225</sup>, mentre è usato come misura della performance quando costruito per mezzo di dati storici di bilancio. Esso esprime l'abilità di generare un reddito maggiore rispetto al capitale operativo globalmente investito, cioè a prescindere dalla struttura finanziaria dell'impresa (Debt/Equity). Il reddito prodotto è identificato nella prassi contabile con il NOPAT ("Net Operating Profit after Taxes") scelto perché è un margine reddituale coerente con il capitale operativo ("Cl"). Infatti, il NOPAT è ottenuto come differenza tra i ricavi operativi monetari e i costi operativi monetari, al netto degli oneri fiscali e a lordo di quelli finanziari (interessi passivi) degli ammortamenti e accantonamenti in quanto costi di natura non monetaria. Il costo del capitale investito è il medesimo usato nel DCF unlevered, ossia il WACC<sup>226</sup>. L'EVA può essere inizialmente scritto secondo l'equazione:

$$EVA = NOPAT - (CI \times WACC)$$

Dividendo ambo i membri per il capitale investito (CI) si ottiene:

$$EVA = (ROIC - WACC) \times CI$$

Dove il ROIC è "Return on Invested Capital", pari al rapporto tra il NOPAT ed il capitale investito.

Un valore positivo dell'EVA sta a significare che è stato creata ricchezza, mentre un risultato negativo implica che è stato distrutto valore.

Tale misura di performance presenta comunque rispetto al suo utilizzo ai fini remunerativi due punti di criticità: 1) è ricavata ancora in base a grandezze contabili, facilmente manipolabili e soggette a prassi contabili arbitrarie e non sempre omogenee sul piano internazionale; 2) adopera come misura di reddito il NOPAT, che è un reddito storico rettificato, quindi non fornisce un'informazione prospettica sugli effetti delle perfomance e i piani aziendali correnti<sup>227</sup>.

<sup>&</sup>lt;sup>224</sup> L'EVA è stato elaborato per la prima volta dalla società di consulenza finanziaria e aziendale americana Stern Stewart &

Co., e illustrato nel volume G. Bennet Stewart III, The quest for value, Stern Stewart & Co.

225 Per un approfondimento sull'utilizzo dell'EVA per il calcolo del valore dell'impresa si rimanda la capitolo successivo.

226 II WACC si determina con la seguente equazione:  $r_E \frac{E}{V} + r_d \frac{D}{V} (1-T)$ , dove  $r_E \grave{e}$  il costo di mercato del capitale di rischio;  $r_D$ è il costo di mercato del capiatale di debito, E è l'equity, D è il debito, V ne è la somma (D+E) e T è l'aliquota fiscale

Guido Cutillo, Franco Fontana, "Manuale di executive compensation e corporate governance", Franco Angeli, 2012, Capitolo 6, pag. 94.

## 2.4 Gli indicatori di rischiosità: RAROC, RORAC, RARORAC<sup>228</sup>

Un recente gruppo di indicatori adoperati frequentemente nella misurazione della performance manageriale è quello delle "Risk Adjusted Performance Measures" ("RAPM"), che rappresentano allo stadio attuale "il tentativo più raffinato e avanzato di coniugare le misure di redditività con la teoria e la valutazione del rischio d'impresa" (Bozzi, De Mutiis 2012). Data l'importanza attribuita al rischio, tali indicatori si stanno facendo rapidamente strada nelle istituzioni finanziarie, dietro la spinta delle autorità di vigilanza che hanno suggerito la revisione delle strutture remunerative in funzione dei rischi materialmente assunti. Ne è scaturita un'ampia rosa di misure sviluppate dagli enti finanziari di tutto il mondo, tra le quali se ne riportano tre di ispirazione contabile e di agevole applicazione.

La prima misura è il RAROC, espresso come tasso di rendimento aggiustato per il rischio:

$$RAROC = \frac{Rendimento "Risk adjusted"}{Capitale Investito}$$

Il capitale investito deve intendersi, al solito, come somma del capitale di terzi (debito) e di quello di rischio; mentre il numeratore si ricava come differenza tra ricavi, costi e perdite attese (Ricavi –Costi – EL), incorporando nel valore dell'*expected loss* ("EL")<sup>229</sup> i rischi intrinseci nella gestione. Al numeratore si possono eventualmente sottrarre anche le imposte, ma ciò avviene raramente le per società bancarie operanti a livello internazionale, in ragione dell'eterogeneo trattamento fiscale cui sarebbero sottoposte le varie sussidiarie estere, che restituirebbero valori del RAROC molto disparati e difficilmente comparabili.

Essendo un indicatore di matrice contabile, il RAROC si calcola a partire da poste che si riferiscono all'esercizio appena concluso e quindi ha una valenza retrospettiva, particolarmente adatta a cogliere la performance del manager ex post. Tuttavia non è inconsueto l'uso del RAROC come parametro per definire i livelli di risultato attesi ex ante.

Accanto al RAROC vi è poi il RORAC definito nei seguenti termini:

-

Nella descrizione delle prime tre misure si è fato riferimento a: Guido Cutillo, Franco Fontana, "Manuale di executive compensation e corporate governance", Franco Angeli, 2012, Capitolo 6, pagg. 94-97.

L'Expected Loss è "il valore medio probabilisticamente stimato della distribuzione delle possibili perdite associate ad ogni operazione di finanziamento tenendo conto sia della delle sue caratteristiche intrinseche sia della tipologia della controparte" (Nadotti, Porzio, Previati, 2010). Generalmente intesa come la perdita che un'istituzione finanziaria si attende di subire a fronte di un credito o di un portafoglio di crediti e si calcola attraverso il rapporto dei seguenti fattori: EL= PD x LGD x EAD x M. PD è la Probability of Defalut, ossia la probabilità di insolvenza dell'istituzione ricavabile a partire dal *rating* che le è stato attribuito; LGD è la Loss Given Defalut, ossia la perdita sopportata in caso si insolvenza espressa come percentuale dell'esposizione al momento dell'insolvenza; l'EAD, l'Exposure at Default, quantifica l'ammontare dell'esposizione al momento in cui si verifica l'insolvenza; M è la Maturity, ovvero una fattore di correzione definito in base alla durata residua del credito. Fonte: Loris Nadotti, Claudio Porzio, Daniela Previati, "Economia degli intermediari finanziari", MecGrow-Hill, 2010, Capitolo 4, pag.152.

$$RORAC = \frac{Rendimento}{Capitale "Risk Adjusted"} = \frac{Reddito \ Netto}{Capitale \ assorbito}$$

Come si nota dal rapporto, l'aggiustamento per il rischio questa volta è effettuato al denominatore, dove il capitale non è quello contabile, ma è l'ammontare costituito a copertura del rischio stimato. Nelle banche tale misura è adoperata come "entry gate", cioè come soglia minima d'ingresso nel sistema di incentivazione valida per tutti i dipendenti. Ciò significa che al di sotto di un determinato valore del RORAC non si matura il diritto a ricevere alcuna ricompensa; per valori superiori si accede al bonus pool da parte di un'ampia base di impiegati, mentre per i singoli dirigenti normalmente scattano premi ritagliati su misura.

Infine, si presenta in RARORAC così calcolato:

$$RARORAC = \frac{Rendimento "Risk Adjusted"}{Capitale "Risk Adjusted"}$$

Tale metrica impone un aggiustamento per il rischio sia al numeratore che al denominatore, dove rendimento e capitale si quantificano rispettivamente come nel RAROC e nel RORAC. Ciò permette di tener conto di tutti i rischi che possono impattare sia sul reddito che sul capitale.

Affinché tali metriche basate sul rischio possano costituire un supporto efficace alla definizione dei piani di incentivazione è necessario che gli enti finanziari si dotino di opportuni sistemi di calcolo e di gestione e valutino con attenzione tutti gli interventi di "correzione per il rischio" sulle singole poste patrimoniali, dal momento che aggiustamenti "discrezionali" possono inficiare l'oggettività dell'indicatore. Per tale ragione la Remuneration Committee deve essere assistita e coadiuvata dalla Risk Mangement Committee nella strutturazione dei piani di remunerazione.

## 2.5 Le nuove metriche nella prassi bancaria: il Cash Horizon, il RoRWA e il Core Tier 1 Ratio

Si segnala, infine, l'adozione di misure nuove riscontrate nella prassi dei ventitre gruppi bancari analizzati, che in base al monitoraggio di tali metriche stabiliscono l'entità dei compensi da elargire. Si tratta di tre indicatori derivabili dallo Stato Patrimoniale.

Innanzitutto si ricorda il "Cash Horizon", un parametro adoperato per captare il rischio specifico di liquidità, al fine di considerare pienamente non solo la solidità finanziaria e del capitale, ma anche il livello del rischio di liquidità rispetto al grado di propensione al rischio aziendale, nonché la capacita di adeguamento alle raccomandazioni legislative. Si tratta del

Cash Horizon, un indicatore che segnala il numero di giorni rimanenti prima che l'azienda non sia più in grado di far fronte agli impegni di liquidità. L'introduzione di tale metrica (rinvenuta nel Gruppo Unicredit) trova ancora una scarsa diffusione ed è relativamente recente, poiché deriva dalle ultime disposizioni di Basilea III sull'Horizon Liquidity Coverage. Più affermati nella prassi internazionali sono indicatori di capitale quali il RoRWA, ossia il Return on Risk Weighted Assets e il Core Tier 1 ratio.

Il primo, molto in voga in ambiente anglosassone (HSBC, Barclays, Standard Chartered ecc.) poiché imposto dalla Financial Service Authority come parametro da calcolare tassativamente, è dato dal rapporto tra il risultato al netto delle imposte ("Net Profit After Taxes) e i *risk weighted asset*, un aggregato imposto da Basilea I per tener conto del rischio di credito ai fini della costruzione del coefficiente di solvibilità<sup>230</sup>, ponderando opportunamente gli elementi dell'attivo di bilancio per coefficienti crescenti (da 0 a 200) e diversi a secondo del rischio teorico attribuito ai singoli *asset*. Dunque, il RoRWA è pari a:

$$RoRWA = \frac{Risultato\ al\ netto\ delle\ imposte}{RWA}$$

Il Core Tier 1 ratio, infine, è indicatore introdotto con Basilea III a partire dalla definizione del *Tier 1* o patrimonio di base, un aggregato di straordinaria importanza per comprendere il sistema globale di capitalizzazione delle banche, nonché l'affidabilità degli istituti creditizi. Si ricorda che il Tier 1 si alimenta per mezzo delle seguenti voci: capitale sociale, riserve, utili non distribuiti e alcuni strumenti innovativi di capitale che, in caso di necessità, interrompono la distribuzione delle cedole per andare a rimpinguare il capitale primario della banca, ma vi restano al di fuori: le azioni proprie, l'avviamento, le immobilizzazioni immateriali e le perdite dei vari esercizi (compreso quello in corso) e le rettifiche di valore operate sul *trading book* (il portafoglio di negoziazione). Dividendo il Tier 1 per gli impieghi ponderati per il rischio si ottiene il Core Tier 1 Ratio, che spiega con quali risorse "primarie" la banca può garantire i prestiti che effettua alla clientela e i rischi che possono derivare da sofferenze, incagli e altri crediti deteriorati.

Secondo diversi osservatori uno dei più stabili contributi al rafforzamento internazionale del sistema bancario nel corso di quest'ultima crisi è stato l'incremento delle soglie di Core Tier 1 Ratio imposte con i nuovi standard di Basilea III<sup>231</sup>.

<sup>231</sup> Fonte: www.borsaitaliana.it

-

<sup>&</sup>lt;sup>230</sup> Si veda sul punto: Roberto Ruozi, "Economia della banca", Egea, 2011, Captiolo 2, pag. 28.

## 3. Riflessioni conclusive sulle criticità delle nuove strutture remunerative e degli indicatori

In quest'ultimo paragrafo si vogliono richiamare alcuni degli elementi critici che hanno determinato l'evoluzione delle prassi remunerative internazionali e del quadro degli indicatori utilizzati per valutare le performance manageriali.

Si è osservato come recentemente il focus a livello mondiale è stato posto sul rafforzamento della componente di remunerazione variabile, che costituisce il sistema di incentivazione manageriale, tanto che la stessa remunerazione fissa (salary) viene ormai determinata in funzione di quella variabile. Sempre più, infatti, lo stipendio di base non viene più semplicemente determinato solo in funzione della posizione rivestita e con riguardo per la differenziazione spaziale e geografica del costo della vita, ma viene fissato per permettere una politica flessibile della componente variabile, che potrebbe al limite non essere pagata. Se questa prassi sembra non essere in linea con l'idea che la retribuzione debba essere proporzionale ai risultati conseguiti a livello individuale e aziendale, in realtà occorre riflettere sul fatto che gli sforzi profusi negli ultimi anni nella revisione dei pacchetti retributivi hanno avuto più che altro l'obiettivo di arginare le prassi che avevano indotto l'eccessiva assunzione di rischi per massimizzare i risultati conseguiti nel breve termine ("shorterminism"). Questo è stato l'intento teorico che ha portato alla moltiplicazione di strumenti remunerativi che assolvessero a tale compito. Di fatto però, come si osserverà nel capitolo seguente a volte la pratica è stata ben diversa, sebbene la parziale omogeneizzazione delle regole introdotta dal FSB e dal G20 nel 2009, abbia reso questa strada appena più praticabile.

Un certo accordo sul piano internazionale è stato trovato sulla questione che a fronte dei fallimenti più clamorosi delle istituzioni finanziarie (si pensi a Bearn Sterns e Lehman Brothers) non fosse logico né socialmente accettabile pagare svariati miliardi ai manager responsabili degli avvenimenti che hanno scatenato la crisi del 2008. I rewards for failure costituiscono una pratica da debellare e nell'ambiente finanziario internazionale, dove incomincia a diffondersi l'idea che la remunerazione sia un mezzo essenziale per realizzare gli obiettivi di efficacia ed efficienza organizzativa. Tale presupposto è stato alla base della proliferazione di una serie di varianti retributive nell'ambito delle forme di compensazione variabile, per le quali appare ormai riduttivo affermare la riconducibilità a tre categorie fondamentali: cash, azionaria e obbligazionaria.

I recenti fallimenti, i mutati principi contabili internazionali, l'ingegnerizzazione degli strumenti finanziari e le riforme dei codici di *governance* hanno rappresentato la spinta propulsiva per la strutturazione dei nuovi elementi del *compensation package*, e soprattutto delle forme di retribuzione variabile di lungo termine (come i nuovi piani monetari e i *deferred bonus*), dopo

che quelle a breve termine (i bonus tradizionali) sono stati criticati per la loro iniquità, perché rendono più ardua la previsione e la pianificazione del costo del lavoro in un orizzonte temporale ampio e poiché necessitano di una "manutenzione continua", dal momento che devono essere costantemente allineati con la produttività, i costi e i ricavi di mercato. Tra l'altro molto spesso è stato osservato che tale allineamento non si verifica e che i bonus sono stati più che altro utilizzati come metodo per realizzare la pace sociale interna, essendo corrisposti a tutti i dipendenti indipendentemente dai risultati conseguiti.

La componente variabile a lungo termine, invece, supera la logica della distribuzione al profitto periodale ed evita la partecipazione a risultati spesso frutto di eventi contingenti, non realmente controllabili da parte dei manager, permettendo invece una partecipazione al valore complessivamente creato da progetti di investimento intrapresi nell'ottica di uno sviluppo multiperiodale.

Quindi, la prima criticità che le moderne società finanziare e industriali hanno dovuto affrontare è consistita nella costruzione di un adeguato sistema di *performance management* atto a stabilire i criteri per la selezione delle misure di performance.

Oltre ai citati strumenti *non-equity based* o *cash* (piani monetari e bonus differiti), la maggiore fantasia si è scatenata sugli strumenti azionari: gli equity based e gli equity linked o cash settled. Alla prima categoria appartengono le note stock option, stock grant e restricted share che rappresentano le forme di remunerazione a lungo termine più diffuse nella prassi delle banche internazionali, come si vedrà meglio nel prossimo capitolo. Alla seconda categoria si è visto che appartengono strumenti innovativi come le phantom option e le performance unit, che tuttavia non hanno preso troppo piede nella prassi degli istituti finanziari, perché fortemente collegati alla performance societaria e quindi percepiti come "scomodi" da parte dai manager che devono talvolta profondere qualche sforzo in più per accaparrarsene. Certamente le stock option e gli stock grant possono produrre guadagni inaspettatamente elevati che permettono ai dirigenti di beneficiare di un andamento particolarmente fortunato dei mercati azionari, senza aver effettivamente contribuito all'apprezzamento del titolo sul mercato stesso; d'altra parte i guadagni collegati a tali mezzi retributivi possono non concretizzarsi mai poiché è stato fissato un prezzo d'esercizio dell'opzione irragionevolmente elevato oppure perché il periodo di maturazione del diritto (vesting period) è talmente distante nel tempo da vanificare la speranza di essere ricompensati in tempi brevi delle proprie prestazioni. Sia in uno scenario che nell'altro il potere demotivante di opzioni e grant è tale che non si può ritenere che tali strumenti siano ottimali ai fini dell'agganciamento delle retribuzioni con la performance aziendale. Anche quando sono state apportate importanti modifiche agli elementi che li caratterizzano (il phased e performance vesting o l'indicizzazione delle opzioni ai risultati interni, "indexed stock option"), poi non se n'è osservata una diffusione effettiva nella prassi internazionale: si pensi al caso delle opzioni

americane che vengono esercitate alla prima data utile e al fatto che nessuno dei gruppi bancari esaminati del presente lavoro sia ricorso alle *indexed stock option*, che vanficano la possibilità di godere degli apprezzamenti inattesi dei titoli azionari.

Oltretutto, vale la pena riflettere su un altro svantaggio delle forme di retribuzione basate sulle opzioni: ossia l'effetto di diluizione del capitale sociale. Infatti, a fronte della stessa somma con la quale si intende ricompensare i manager, occorre emettere molte più opzioni che azioni, e le opzioni una volta esercitate porteranno ad una maggiore annacquamento del capitale sociale. Proprio per rispondere a tale problema si sono sviluppati strumenti quali le restricted share e stock grant, fortemente dipendenti dai risultati conseguiti, e piuttosto diffusi nella prassi internazionale. Allo stesso scopo rispondono anche le opzioni fantasma (phantom option) che simulano, come le performance unit, i payout di un piano opzionario, senza che le azioni siano state emesse effettivamente. Ma l'irrealizzabilità di capital gain reali sul mercato azionario ha reso tali strumenti scarsamente appetibili.

Tra le forme di retribuzione in voga nei tempi moderi si sono visti anche i benefit (e i perquisite) che hanno trovato recentemente una larga diffusione perché rispondono all'esigenza di personalizzazione del pacchetto retributivo. Le ragioni della vasto successo a livello internazionale non risiedono solo nel fondamentale contributo al miglioramento del work-life balance dei singoli lavoratori, ma anche a ragioni di convenienza dal punti di vista fiscale, (le stesse motivazioni che tra l'altro hanno portato alla diffusione delle stock option con emissione di azioni sotto la pari per ottenere un vantaggio d'imposta). L'ampia diffusione di tali meccanismi retribuitivi, che consentono un riconoscimento più efficace della performance, risiede anche nelle riforme dei sistemi pensionistici in numerosi Paesi e nei processi di privatizzazione che ormai attribuiscono ai singoli datori di lavoro l'erogazione di servizi un tempo garantiti dallo Stato. Tuttavia, si anticipa che l'evidenza relativa all'ammontare dei benefit non trova ancora coerenza nel settore bancario globale, non tanto per la tipologia, piuttosto standardizzata, quanto per il loro volume: a volte questi costituiscono una componente irrisoria, altre volte diventano più importanti dei bonus a breve termine. Tuttavia, in linea generale, si può affermare che le prassi remunerative sono fortemente industry specific, per cui si è riscontra una tendenza sistematica nell'industria bancaria a guardare al modo con cui i concorrenti strutturano i pacchetti retributivi dei propri dipendenti. Infatti, è certamente più omogenea l'evidenza sull'utilizzo delle forme di retribuzione di tipo *equity*.

Un'ultima questione sulla quale si vuole richiamare l'attenzione è il sistema del *performance management*, ossia il complesso dei meccanismi e delle metodologie che portano all'identificazione ai criteri si selezione delle misure di performance, che rappresentano una scelta cruciale per l'efficacia del sistema retributivo rispetto ai comportamenti manageriali che si intendono ottenere. Almeno tre principi devono essere rispettati nel processo di

selezione degli indicatori: 1) il contenimento dell'assunzione di rischi (e di qui il ricorso agli indicatori risk-adjusted come RAROC, RORAC, RARORAC e il Cash Horizon); 2) l'adozione di un'ottica di lungo termine (e quindi l'uso dell'EVA e del TSR): 3) la goal congruence, ovvero la coerenza tra i premi remunerativi, gli obiettivi sui quali si viene responsabilizzati e l'effettiva capacità di influenzare certi risultati. Inoltre, nel settore bancario alcuni indicatori che rivelano la capacità di mantenere un capitale solido a fronte dei rischi assunti e di derivarne un certo rendimento (si pensi al RoRWA e al Core Tier 1 ratio) si sono fatti sempre più strada tra i parametri di valutazione della performance. Purtroppo allo stato attuale nessuna delle metriche esposte è esente da criticità. Gli indicatori di mercato possono soffrire di stati inspiegabili di euforia o depressione vissuti dal mercato e non controllabili da parte dei manager; gli indicatori di natura contabile (EBIT, EBITDA, ROE, ROI ed EVA) risentono di prassi contabili nazionali arbitrarie e disomogenee, che le holding dei gruppi bancari multinazionali si affaticano a conciliare per costruire delle misure, invece, omogenee a livello globale, non solo nominalmente ma nella loro effettiva sostanza. Inoltre, tali metriche sono fondate su dati storici e quindi non permettono di costruire il piano dei compensi in modo prospettico. Per superare tale limite si è allora proposto il modello di "Gordon-growth", proponendo il calcolo del Price Earning Ratio, a partire dal prezzo non di mercato, ma da quello ricavato internamente noti dati come i dividendi, il tasso di crescita e il rendimento equo del capitale di rischio. Il modello è stato proposto perché supera la criticità dell'orientamento ai risultati storici e permette di predire l'andamento futuro dell'azienda sull'equity market, come fatto da Campbell e Shiller (2001), quando hanno anticipato la bolla delle "dot.com".

## CAPITOLO IV

## L'evidenza empirica a livello globale sulle strutture e le dinamiche retributive nel settore bancario

#### Introduzione

Obiettivo del presente capitolo è osservare quali sono le prassi retributive effettivamente seguite dai alcuni fra i principali gruppi bancari al mondo. Per ciascuno di essi, infatti, si passeranno in rassegna i principi fondamentali che animano la politica retributiva e l'articolazione degli elementi del "pay mix", proposta secondo il differente orizzonte temporale in cui vengono effettuati i pagamenti e la tipologia di strumenti concretamente utilizzati. Si discuterà poi il trend in crescita o in diminuzione osservato per l'andamento complessivo della retribuzione degli executive e degli eventuali casi in cui sono stati rilevati taluni picchi retributivi anomali.

Il capitolo termina con una discussione analitica sull'orientamento retributivo e le tendenze, relativamente a tipologie dei compensi e indicatori di performance, che sono stati concretamente osservati, rispetto a quelli noti dalla teoria remunerativa illustrata nel precedente capitolo.

## 1. Premessa all'analisi empirica

L'analisi dell'articolazione della struttura remunerativa adottata dai numerosi gruppi bancari oggetto di valutazione, si focalizza sui *top executive*, ossia coloro che occupano posizioni dirigenziali al vertice della piramide organizzativa. Dunque, si identificheranno i top dirigenti con ruolo amministrativo e gestionale (i c.d. "Chief Executives"), mentre non si approfondirà l'articolazione della remunerazione dei manager facenti parte di vari consigli e commissioni adibite al controllo e alla supervisione sulla gestione (genericamente, "Supervisory Board"). Si anticipa che le caratteristiche delle forme di remunerazione sono state oggetto di un ampio processo di revisione nel 2009 con l'emanazione dei Principi e degli Standard del FSB. Ne deriva che l'analisi svolta sul triennio 2009-2011 risulta cruciale dal punto di vista dell'evoluzione dei principi e delle strutture di *compensation*.

## 2. La struttura dei compensi nei gruppi bancari dell'Eurozona

Il presente paragrafo indaga in dettaglio la struttura della remunerazione dei CEO e del gruppo degli executive dei gruppi bancari europei selezionati nel campione. Quindi, si considererà il vertice dirigenziale delle holding bancarie, mentre si tralasceranno le dinamiche retributive degli executive pur in posizioni apicale, ma capo delle varie sussidiarie. Tuttavia, in questa sede si vuole accennare al fatto che il volume della remunerazione corrisposta ai senior manager e agli altri dirigenti delle subsidiaries è piuttosto corposo e sovente si superano alcuni milioni di euro soprattutto relativamente al valore della remunerazione variabile e dei benefit. Perciò la quantità degli emolumenti attribuiti agli executive non può essere considerata come una rappresentazione delle spese sostenute per la remunerazione dei dirigenti di livello senior, che certamente costituiscono un ammontare ben più importante in aggregato nell'ambito dei costi del personale. Tuttavia lo scopo dell'analisi del presente elaborato è quello di indagare l'evoluzione della qualità e del livello della retribuzione di coloro che prendono le decisioni strategiche che impattano sul comportamento economico e sull'attitudine verso i rischi di tutti gli altri i manager subordinati. La disamina dell'andamento della remunerazione degli executive per ciascuna banca procederà per Stato di appartenenza.

#### Germania

Si è detto nel secondo capitolo che in Germania è il Supervisory Baord a determinare e revisionare le politiche e i piani di *compensation*. In particolare una profonda ristrutturazione degli elementi della *pay structure* è stata attuata a partire dal 2009. L'organo di controllo redige il Remuneration Report in accordo con quanto indicato dal Codice di commercio tedesco (HGB), il German Accounting Standard 17 "Reporting on Executive Body Remuneration" e le raccomandazioni del codice tedesco di Corporate Governance.

La Deutsche Bank (DB) rende noto nei suoi Compensation Report<sup>232</sup> che la remunerazione totale del *Management Board* è ripartita nel modo seguente:

- componenti retributive non correlate con la performance, ossia il salario di base erogato mensilmente e altri benefit secondo le tipologie viste nel precedente capitolo;
- componenti retributive correlate con la performance, caratterizzata unicamente da incentivi di lungo termine differiti o meno.

Per l'anno 2009 queste sono consistite nel pagamento di un bonus, come "restricted incentive awards" (sono "target bonus" corrisposti sulla base del raggiungimento del

<sup>&</sup>lt;sup>232</sup> Le informazioni riportate sono state tratte da: Deutsche Bank, Mangement Report, 2009, 2010, 2011.

ROE pianificato<sup>233</sup> e limitati entro un certo "cap"<sup>234</sup>); un incentivo di medio termine ("MIT", elargito sulla base del raggiungimento di un rapporto-obiettivo tra il proprio TSR ed il TSR medio di un gruppo di banche concorrenti<sup>235</sup> calcolato per un periodo "rolling" di due anni); più un "bonus divisionale" ai membri del Board che hanno operato nella CIB Group Division, definito in relazione al Net Income Before Tax della divisione, ad un set prestabilito di altri goal, al rischio e alla performance individuale. I MIT sono stati poi gradualmente rimpiazzati (iniziando dal 2010) con i "Long-Term Performance Award" ("LTPA"), ossia forme di incentivazione a lungo termine soggette a differimento e strutturate in base a target precisi, tra cui il rapporto tra i TSR precedentemente menzionato e distribuite su un periodo di rolling di tre anni. In particolare, se il TSR della DB è inferiore a quello medio del gruppo di concorrenti selezionati, è ridotto il pagamento del LTPA, che viene poi cancellato se il TSR si mantiene al di sotto del minimo prestabilito<sup>236</sup>. Tali incentivi sono differiti in forma azionaria (o in strumenti "equity-linked") per almeno il 50%, la restante parte è monetaria. Le azioni differite ("restricted equity award", in questo caso: LTPA e "division bonus"), sempre nel 2009, erano distribuite in base al prezzo delle stesse al momento della loro consegna. A partire dal 2010 allo scadere del vesting period si è aggiunto un ulteriore "holding period", terminato il quale è possibile disporre pienamente delle azioni ricevute.

A cominciare al 2009 una porzione molto più ampia della retribuzione variabile, rispetto a quanto registrato negli anni precedenti, è stata sottoposta a differimento (più del 60% del compenso totale, di cui almeno il 50% in strumenti azionari). La remunerazione differita ha assunto la forma di pagamenti in moneta e di azioni con funzione di incentivazione a lungo termine, eventualmente cancellati in caso di mancato raggiungimento di dati obiettivi, di perdite indotte, di violazione della regolamentazione o *impairment* finanziario. L'assegnazione della componente differita avviene guardando alla performance di gruppo e individuale e, per coloro che dovessero assumersi dei rischi, non è possibile implementare delle strategie di copertura degli stessi.

-

<sup>&</sup>lt;sup>233</sup> Con riferimento ai bonus è stato deciso che l'ammontare per gli anni avvenire fosse stabilito in base a due fattori: 1) il ROE medio dell' anno in corso e previsto per l'anno successivo previsto; 2) il valore attuale del ROE rispetto ad un moltiplicatore cui è collegato.

<sup>&</sup>lt;sup>234</sup> I Bonus sono limitati ad un massimo del 150 % del "cap" stabilito e solo al raggiungimento di prescritti obiettivi. La somma variabile così ottenuta può poi essere incrementata o ridotta del 50% da parte del *Supervisory Board* in base alla performance individuale e ad alcuni indicatori di rischio; di conseguenza il bonus massimo pagabili è pari al 225% del "cap"; inoltre è soggetto a obbligatoriamente ad un parziale differimento. Il cap è detto "target figure", ossia 1,150,000 per un membro del Management Board member e € 4,000,000 per il presidente.

Sono sei le banche considerate nel confronto: Banco Santander , BNP Paribas, Barclays and Credit Suisse, Goldman Sachs e J.P. Morgan Chase

<sup>&</sup>lt;sup>236</sup> Si segnala che nel Mangement Report del 2009 in quest'eventualità era stata proibita la somministrazione dei LTPA. La disposizione interna è sta quindi resa più morbida nel Report del 2010.

Della porzione di remunerazione variabile che matura immediatamente (fino al 40% del totale variabile), massimo il 50% è corrisposto immediatamente e almeno il 50% è sottoforma di "Equity Upfront Awards", aventi un periodo di maturazione di tre anni subordinato alla creazione di valore nel lungo termine, il quale è quantificato attraverso il valore delle azioni di DB.

La remunerazione variabile non può mai essere illimitata e anche in casi di eventi eccezionali è necessario stabilire un tetto.

I severance payment (indennità di licenziamento) sono garantiti in caso di abbandono prematuro su inizitiva personale e la loro entità non può eccedere la minore delle ultime due retribuzioni annuali; se l'abbandono della società avviene in conseguenza di un cambio manageriale il pagamento non può superare il minore dei tre stipendi ricevuti negli anni precedenti.

L'ammontare totale della retribuzione del Management Board (esclusi i benefit) nel 2010 è stata pari a € 32,434,836, in diminuzione rispetto al 2009 (€ 34,174,619), di cui € 9,412,500 come salario di base (in crescita rispetto al 2009: € 5,950,000), € 17,816,227 le componenti "performance-related" con incentivi di lungo termine, (€ 18,637,350 nel 2009) e € 5,206,109 è stato elargito a titolo di "performance-related component" senza incentivi di lungo termine, € 9,587,269 nel 2009. In più i benefit, sono stati diminuiti a € 795,338. Infatti, erano pari a € 849,346 nel periodo precedente. In generale la retribuzione (compresi i benefit) per il 2009 ha toccato gli 11.3 miliardi di euro, comunque già in calo del 14% rispetto a quanto registrato prima del 2007.

Dunque, la remunerazione totale è stata pari a € 33,230,174 per il 2010, € 35,023,965 per il 2009.

Per l'anno finanziario 2011 la remunerazione al netto dei benefit è stata pari a € 26,444,081, di cui € 8,550,000 come retribuzione fissa e € 17,194,081a titolo di remunerazione variabile con incentivi di lungo termine collegati con la performance: € 700,000 (2010: € 5,206,109) rappresentano il compenso "performance-related" a breve termine. I benefits ammontavano a € 879,591. Ne è derivata una retribuzione totale di € 27,323,672 in calo rispetto a quella dei due anni precedenti.

In grafico che segue illustra l'evoluzione delle dinamiche retributive nel triennio 2009-2011.

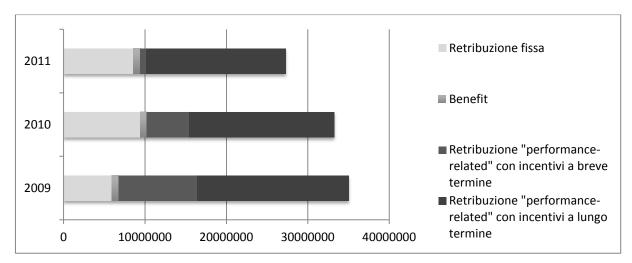


Figura 1. Dinamica retributiva del Management Board della Deutsche Bank nel triennio 2009-2011. Fonte: elaborazione propria su dati di Deutsche Bank.

Per di più, il maggior gruppo mondiale per total asset propone un "compensation ratio (CR)" calcolato nel modo seguente:

$$CR = \frac{Compensation + Benefit}{\text{Total Net Interest Income before provision for credit losses} + \text{ Non Interest Income}}$$

Il CR per il 2009 era pari al 40,5% (mentre era del 70,6% nel 2008). Il CR è stato pari al 44,4% per il 2010 e nel 2011 è nuovamente sceso al 39,5%.

Si accenna brevemente al caso della Commerzbank, secondo gruppo tedesco per totale dell'attivo, il quale ha fissato un tetto retributivo massimo pari a 500,000 euro totali per i propri *executive* e che quindi ha visto corrispondere una remunerazione variabile pari a zero per il 2009, 2010 e 2011. Ciò è avvenuto in ossequio ai provvedimenti imposti dalla legge "Soffin" e il provvedimento sarà esteso indefinitamente se il Gruppo non restituisce almeno la metà della ricapitalizzazione di cui ha beneficiato o se gli interessi sull'iniezione di capitale ricevuta non sono pienamente ripagati<sup>237</sup>.

#### Francia

Il gruppo BNP Paribas<sup>238</sup> nell'Annual Report del 2009 rende noto che le politiche di compensation hanno subito un adeguamento in considerazione nel mutato asseto regolamentare in materia sia a livello nazionale che internazionale. Coerentemente viene subito segnalato un abbassamento del *compensation ratio* per la divisione CIB (Corporate & Investment Banking) dal 40% nel 2008 al 27,7% del 2009.

\_

<sup>&</sup>lt;sup>237</sup> Commerzbank, Annual Report, 2011.

Le informazioni e i dati riportati di seguito sono stati tratti da: BNP Paribas, Annual Report, 2009, 2010, 2011.

Con riferimento ai *corporate officers* si nota la ripartizione tra remunerazione fissa, variabile (60% della retribuzione totale) e i benefit già osservata per Deutsche Bank.

Nonostante il gruppo francese sia rimasto piuttosto solido rispetto agli scossoni portati dalla crisi, si è deciso comunque di adottare pienamente i nuovi principi e standard internazionali a partire dalla determinazione del bonus pool che tiene conto anzitutto dei rischi insiti nel mercato CIB, dei costi di liquidità, dei costi dei rischi, delle imposte e della parte della remunerazione che invece si tende collocare in azioni. Per determinare i bonus individuali si tiene conto di metriche di performance quantitative e qualitative (tra cui ad esempio la condotta, lo spirito di squadra, l'osservanza delle regole, la capacità di leadership e decision making ecc.). La valutazione della performance individuale e collettiva è effettuata per la definizione del valore dei bonus soggetti a differimento. I parametri quantitativi utilizzati sono: il tasso di crescita dell'EPS, il reddito operativo e di reddito lordo target.

Inoltre, la remunerazione variabile prevede la possibilità di clawback ed è indicizzata all'andamento sul mercato del prezzo delle azioni BNP Paribas.

Ad eccezione del Chief Operating Officer, nessun executive gode di *golden parachute*, mentre tutti sono intitolati a ricevere le indennità al termine della carriera lavorativa o in caso di acquisizioni e fusioni che inducano un cambiamento dell'assetto di controllo del Gruppo. La dinamica retributiva del triennio per BNP Paribas può essere così schematizzata:

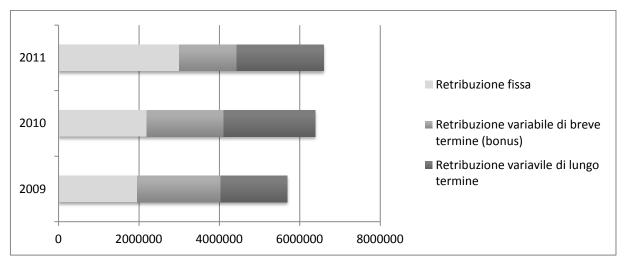


Figura 2. Dinamica retributiva dei Corporate Officers di BNP Paribas nel triennio 2009-2011. Fonte: elaborazione propria su dati di BNP Paribas.

Il grafico a barre mostra una crescita costante durante il triennio sia della componente fissa, sia di quella variabile a breve e a lungo termine. La prima ha assunto gradualmente i seguenti valori: € 1,958,172, € 2,195,000 e € 3,004,167.

La quota variabile distribuita in *cash* annuali è invece diminuita passando da € 2,076,426 nel 2009 a € 1,913,339 e € 1,435,719 nei due anni a seguire. La componente differita è stata al contrario incrementata (€ 1653809; € 2,276,008; € 2,152,829 nel 2009, 2010 e 2011). Tale

quota a lungo termine è stata alimentata tramite stock option e performance share, strumenti azionari soggetti al trattenimento in portafoglio per un certo numero di anni.

Il Crédit Agricole<sup>239</sup> riporta gli elementi della remunerazione del proprio board secondo la normativa espressa dal proprio Codice di commercio, il codice di Corporate Governance per le società quotate AFEP/MEDEF e le raccomandazioni dell'autorità per il mercato finanziario (AMF) nel 2008.

Nuove politiche di compensation sono state implementate a partire da Dicembre 2009. Queste hanno avuto lo scopo di riconciliare la domanda proveniente da un mercato sempre più competitivo con le aspettative degli azionisti, dipendenti, clienti e sono state tali da consentire al Gruppo di esprimere la propria aspirazione a rivestire un ruolo dominante nei mercati finanziari nazionali e internazionali.

Similmente a quanto accade per il maggior gruppo francese appena descritto, la remunerazione totale di ciascun executive si articola nei seguenti elementi fondamentali:

- la retribuzione fissa (indicata al lordo delle tasse);
- la retribuzione variabile, di cui metà è basata su "target economici" 240 e l'altra metà su target non economici come (la capacità di gestione, il grado di soddisfazione della clientela, il valore creato per la società). Quando il target è superato si matura il diritto a ricevere un bonus compreso tra il 20% e il 50% del target.

La valutazione della performance è condotta individualmente (con tecniche come il "MBO"), ma anche collettivamente.

La componente variabile a lungo termine si compone di azioni (per almeno il 50% di tale quota variabile) con lo scopo di incentivare la l'abilità di superare i parametri quantitativi prestabiliti e si compone anche di incentivi di lungo termine (non sempre quantificabili materialmente se distribuiti come benefit) e pagamenti a termine della carriera.

In particolare, si riporta che per il triennio considerato non sono state riconosciute né stock option né sono statti istituiti i perfomance share plan, quindi le azioni assegnate e le opzioni esercitate si riferiscono ai piani avviati negli anni precedenti.

Con riferimento alla quota variabile a breve termine non differita, è previsto che questa sia in parte corrisposta nell'anno n+1, rispetto all'anno di valutazione, e in parte nei sei mesi successivi guardando all'andamento delle quotazioni societarie. I prezzi non sono l'unico parametro; si segnala l'agganciamento della performance anche al FReD Index. Si considerino poi i seguenti elementi:

<sup>240</sup> I paramtri quantitativi sono: il fatturato, il Cost/Income ratio, il reddito operativo lordo meno – costo del rischio + azioni

dell'equity – entità contabili.

<sup>&</sup>lt;sup>239</sup> I dati e le informazioni ricavati sono stati tratti da: Crédit Agricole, Registration document annual report, 2009, 2010,

- fees, raccolte dalla gestione di particolari divisioni, per esempio quelle "CIB" e "LCL";
- "benefit in kind", che consistono in pagamenti effettuati in fondi pensione e nella fornitura di un'abitazione tra quelle possedute dalla società ("company housing"); vi sono poi altri fringe benefit come l'automobile aziendale e l'autista. Si contano anche i servizi di child care per incoraggiare la politica nazionale delle nascite, di cui però si avvantaggiano tutti i dipendenti (ad esempio i piani "CESU");
- altre somme corrisposte eccezionalmente.

Si segnala la frequente presenza di una "clausola di non competizione", che vieta di svolgere direttamente o indirettamente al termine del rapporto contrattuale, attività concorrenziali presso altri istituzioni finanziarie. Per i membri del *board* che vi aderiscono è riconosciuta come premio una retribuzione mensile pari al 50% dell'ultimo salario percepito.

Nei report annuali pubblicati<sup>241</sup> emerge che è stata esborsata una somma totale pari a € 3,703,488; in crescita nel 2010 (€ 4,992,881) e in diminuzione nel 2011 (€ 3,417,183). Nei tre anni, partendo in ordine cronologico dal 2009, sono stati spesi a titolo di remunerazione fissa: € 3,341,236; € 2,646,784 e € 2,820,000 nel 2011. Dunque, il trend è stato in calo. Stessa dinamica è stata osservata per la remunerazione variabile *riconosciuta* a breve termine, compresa quella maturata (non da parte di tutti i membri del *board*) in virtù dell'andamento delle azioni, che ammontava a € 1,389,054 nel 2009; € 1,058067 nel 2010 e € 960,000. La quota variabile a breve pagata nel 2009 è stata pari a zero; nel 2010 si attestata a € 375,565 e nell'anno successivo i corrispettivi pagati a breve sono stati pari a € 835,872. La frazione soggetta a differimento ha avuto la seguente dinamica, sempre in ordine cronologico: € 0 nel 2009, € 1,648,200 e € 1,440,000 nel 2010 e 2011.

Infine sono statti retribuiti nei tre anni: €158,002, € 260,803 e € 132,378 come "fee" di partecipazione alle riunioni consiliari; € 208,185, € 221,933 e € 379,396 di benefit pagati (che possono coincidere o meno con quelli maturati (talvolta di entità superiore).

\_

Nel riportare i dati numerici si farà riferimento alla remunerazione effettivamente pagata (che non sempre coincide con quella maturata pro-rata o su base annuale).

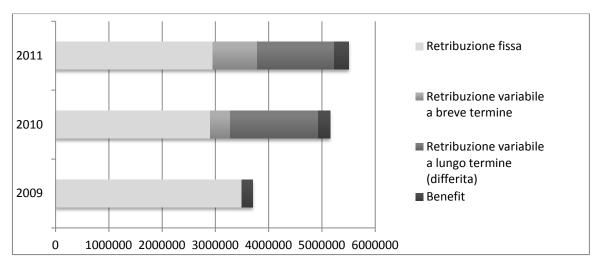


Figura 3. Dinamica retributiva degli Executive Corporate Officers di Crédit Agricole nel triennio 2009-2011. Fonte: elaborazione propria su dati di Crédit Agricole.

Con l'eccezione della componente variabile differita (maturata), i dati schematizzati nel grafico, riportano le somme effettivamente pagate e non quelle maturate, comunque indicate nel testo.

#### Olanda

Il maggior Gruppo bancario olandese è ING<sup>242</sup>. In esso il pacchetto remunerativo degli executive è determinato secondo quanto approvato dall'assemblea generale dei soci. Nel 2009 l'Executive Board e il Supervisory Board proposero una revisione dei principi di compensation e la Remuneration Committee intraprese una politica di compensation coerentemente riveduta e corretta applicata a partire dal 2010.

Con la definizione "retribuzione totale diretta" il gruppo ha voluto identificare i due principali pilastri remunerativi: il salario di base e i compensi variabili. Questi due elementi sono quantificati quardando le tecniche in voga le società finanziarie e non finanziarie comprese nel Dow Jones EURO STOXX 50 Index, tutte appartenenti a Paesi facenti parte dell'Unione Economica e Monetaria dell'UE. ING mantiene i livelli remunerativi leggermente al di sotto della mediana dell'ammontare retributivo di tali compagnie.

Rimangono al di fuori della "total direct compensation" gli emolumenti pensionistici e gli altri benefit.

La remunerazione variabile non può superare il 100% del salario di base<sup>243</sup>, di cui il 40% in cash, un altro 40% in azioni<sup>244</sup> ed il restante 20% se i parametri di performance sono superati ben oltre le aspettative. Particolare enfasi è stata posta sul rafforzamento della quota variabile con funzione di incentivazione nel lungo periodo in una prospettiva di allineamento

<sup>&</sup>lt;sup>242</sup> Si farà riferimento ai dati riportati dal Gruppo bancario olandese in ING Group, Annual Report del 2009, 2010 e 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>243</sup> Il valore degli strumenti azionari è determinato in modo tale da non superare tale soglia.

Questo 80% cumulativo era pari invece al 200% nel 2009 e negli anni precedenti. Il totale 100% era pari al 350% del salario fisso.

con i rischi aziendali, attraverso i meccanismi del differimento, le clausole di clawback (non utilizzate fino al 2009) e la previsione di piani azionari con *vesting period*. In particolare i *performance share plans* dipendono ("conditionally granted") dalla dinamica del TSR societario su base triennale.

Sia la remunerazione variabile a breve sia quella a lungo termine si articolano in somme monetarie e in strumenti azionari, ma la prima non può costituire oltre il 40% della quota variabile totale, quindi la seconda deve essere almeno pari al 60%.

Sono elargiti prestiti personali vantaggiosi a tassi che vanno dal 3,4% al 4,6%.

Il salario fisso riconosciuto ai membri dell'Executive Board è stato pari complessivamente a €2,042,000 nel 2009, €2,853,000 e €2,666,000 rispettivamente nel 2010 e 2011. Nulla è stato corrisposto a titolo di retribuzione variabile, né in *cash*, né in azioni. Il grafico sottostante illustra quanto è stato riscontrato.

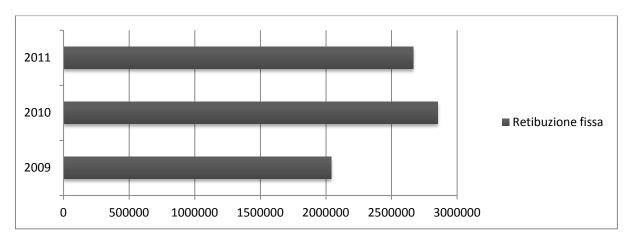


Figura 4. Dinamica retributiva dell'Executive Board di ING Group nel triennio 2009-2011. Fonte: elaborazione personale su dati di ING Group.

Si vuole porre l'attenzione sul fatto che si sta considerando solo il consiglio composto dagli *executive*, mentre per il *senior management* più in generale la quota variabile del pacchetto retributivo è stata significativamente diversa da zero.

#### Spagna

\_

Il Banco Santander<sup>245</sup> a partire dal 2009 ha stabilito secondo la Bylaws due principi cardine: a) la componente più significativa del pacchetto retributivo degli executive è rappresentata dalla remunerazione fissa; b) la componente variabile deve essere tale da non incoraggiare un' "inappropriata assunzione dei rischi". Quest'ultima nel 2009 è stata riconosciuta in parte in denaro (73%) ed in parte in azioni differite (27%).

<sup>&</sup>lt;sup>245</sup> I dati e le informazioni ripartati sono stati tratti da: Banco Santander, Report on the director remuneration policy, 2009, 2010 e 2011.

La quota *cash* del bonus (parte variabile) nel 2009 è rimasta ai livelli del 2008, ossia pari a € 15,540,000, anche se comunque in calo del 14% rispetto agli anni precedenti. Questa è stata determinata in base a: target di profitto a lordo delle tasse ("PBT", Profit Before Tax, eliminando la componente reddituale straordinaria), alla capacità di gestione dei rischi e all'efficiente uso del capitale a disposizione. Per il 2010 si è osservato un calo dei bonus in cash del 21,8% (€ 11,917,000).

Le azioni differite sono state concesse in parte attraverso i performance share plans. Queste sono state riconosciute in vista del raggiungimento di predefiniti valori del TSR e dell'EPS e subordinatamente alla creazione di valore nel lungo termine (il periodo di monitoraggio e differimento è di tre anni, con vesting di un terzo alla fine di ogni anno). Costituiscono il "bonus differito" invece, le azioni con scopo di incentivazione a lungo termine attribuite in funzione dei "Piani di investimento vincolati ad un bonus differito in azioni". Si tratta di piani secondo cui i membri dell'executive board sono tenuti ad investire il 10% della loro retribuzione annua lorda in azioni societarie entro i limiti previsti dai soci nell'ambito dell'assemblea generale. La continuità nella prestazione della propria attività lavorativa alle dipendenze del gruppo per tre anni consecutivi abilita alla percezione delle azioni ricevute. Inoltre, a partire dal 2009 per maturare tale diritto occorre non essere stati coinvolti in una performance finanziaria deludente, per gli effetti che questa ha potuto avere sulle azioni di cui sono beneficiari; né aver violato regole comportamentali che abbiano accresciuto i rischi o deteriorato la qualità degli asset aziendali. Il bonus differito per il 2009 è stato pari a € 934,000; € 6,362,000 nel 2010. I piani di azioni differite, invece, hanno raggiunto un valore di € 6,782,000 sempre nel 2010.

Sono distribuiti essenzialmente benefit pensionistici, più altri benefit di natura assicurativa destinati al coniuge e/o ai figli in caso di morte o sopravvenuta incapacità lavorativa del beneficiario. Il benefit pensionistico è atto a garantire almeno il 100% dello stipendio annuo lordo più il 30% dello stipendio medio ricevuto negli ultimi tre anni. Sono previste anche indennità di licenziamento, ma non quando il dirigente recede volontariamente dal proprio contratto di lavoro. I benefit maturati sono risultati in ordine cronologico per il triennio pari a: € 280,809; € 285,654; € 296,277.

Lo stipendio fisso riconosciuto per il 2009 è stato complessivamente di € 10,543,000; il 2% in più nel 2010 (€ 10,753,000) e per il 5,7% in aumento nel 2011 (€ 11,362,000). Nel 2011 la remunerazione variabile per € 21,879,000 ha manifestato la seguente articolazione: il 40% per metà in cash bonus immediato e per metà in azioni immediate, per un totale di € 8,752,000; il 60% in bonus e azioni differite: € 13,128,000.

Quanto riportato è rappresentato nel seguente grafico:

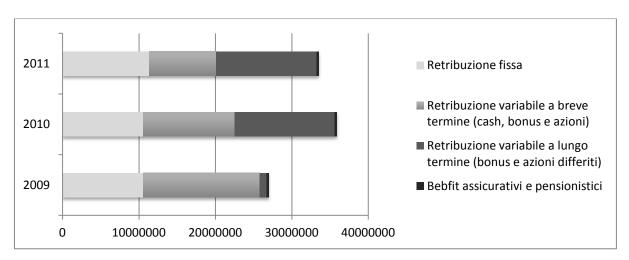


Figura 5. Dinamica retributiva del Board of Directors del Banco Santander nel triennio 2009-2011. Fonte: elaborazione propria

Il secondo gruppo spagnolo, BBVA<sup>246</sup> agisce nell'ambito del medesimo quadro regolamentare del gruppo bancario appena analizzato e conseguentemente stabilisce una politica retributiva improntata a principi di trasparenza, competitività, creazione di valore nel lungo termine e all'assunzione prudente e responsabile dei rischi.

All'interno del Board of Directors sono applicate pratiche retributive differenti a secondo che si tratti di membri *executive* o meno. Agli amministratori esecutivi è attributo un particolare "premio" così come previsto dall'articolo 50-b) della Bylaws per tutti i senior manager. In accordo con quanto suggerito dalla Bylaws, la struttura compensativa si caratterizza per tre elementi fondamentali:

- la remunerazione fissa riconosciuta per il ruolo e le responsabilità connesse alla natura del loro incarico assegnato. Questa è determinata in modo competitivo rispetto agli stipendi offerti dai maggiori gruppi bancari europei e americani;
- la remunerazione variabile ordinaria collegata al raggiungimento di risultati finanziari di interesse per gli azionisti, quali in profitto economico<sup>247</sup> del Gruppo aggiustato secondo parametri economici e non contabili, il cost/income ratio, il "net attributable profit" ed il TSR. Questa complessivamente non può superare il 200% della remunerazione fissa
- la remunerazione variabile pluriennale che prevede la consegna di azioni ("Long-Term Share Remuneration Plan") in base alla quantità di valore creato nel medio e lungo termine ed in funzione di target di performance individuali. Almeno il 50% della

\_

<sup>&</sup>lt;sup>246</sup> I dati e le informazioni sono stati ricavati da: BBVA, Report on the Remuneration Policy of the BBVA Board of Directors, 2009, 2010 e 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>247</sup> Il profitto economico non è quello contabile, ma il reddito generato al di sopra del rendimento di mercato del capitale per il mercato e identificato con l'EVA. Si tratta di prendere l'"adjusted profit" e sottrarre il ROI registrato per ciascuna divisione e dividendolo per il costo del capitale investito, ossia il tasso di rendimento atteso dagli azionisti. Il profitto economico e' dato dalla differenza p positiva tra il rendimento ed il costo del capitale investito. Al profitto economico si applica un moltiplicatore per decidere della retribuzione dei singoli dirigenti, pari a un range compreso tra 0%-25% del valore target del bonus a seconda del grado di raggiungimento degli obiettivi.

retribuzione è in azioni differite. Il valore generato è misurato attraverso il raffronto del proprio TSR<sup>248</sup> con quello di altre 18 banche<sup>249</sup> concorrenti a livello mondiale. Solo il 40% delle azioni emesse per il programma 2010-2011 sono liberamente trasferibili, mentre il 30% diviene disponibile dopo un anno ed il restante 30% dopo due anni.

- i benefit pensionistici al termine della carriera lavorativa o in caso si sopravvenuta disabilità (per un ammontare non superiore all'85% dello stipendio medio degli ultimi due anni) o ancora, in caso di morte, da corrispondere agli eredi entro il 50% dello stipendio dello scomparso; vi sono poi i classici altri benefit come l'automobile, i premi assicurativi ecc.;
- piani per la consegna di azioni differite (per i dirigenti del board non executive).

I dati numerici relativi al salario fisso per il triennio sono stati i seguenti: € 3,827,564 nel 2009 e € 3,714,260 e per 2010 e 2011.

Relativamente alla retribuzione variabile si considerino invece tali valori, sempre in ordine cronologico: € 5,624,619, € 4,900,312 e € 1,635,596.

La retribuzione variabile a lungo termine è in numero di azioni (375,735 assegnate per il 2009, € 195,000 e).

Infine, i benefit pensionistici maturati per il 2009 sono ammontati a € 93,285,816, di cui €13,511,256 pagati all'uscente dirigente e segretario della Società. Nel 2010 l'onere pensionistico è stato pari a €14,550,777 per il Presidente e Chief Operating Officer e per lo stesso € 16,831 nel 2011.

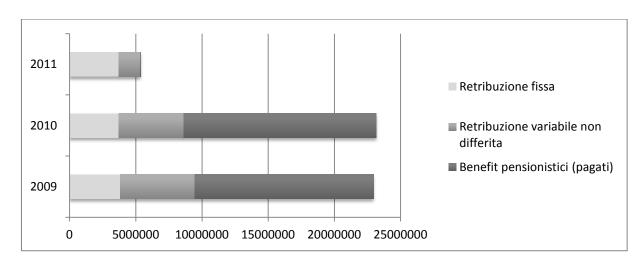


Figura 6. Dinamica retributiva del Board of Executive Directors del Gruppo BBVA per il triennio 2009-2011. Fonte: elaborazione propria su dati di BBVA.

-

<sup>&</sup>lt;sup>248</sup> Per evitare che il TSR possa essere influenzato da fluttuazioni stagionali o anomale del livello dei pezzi , se ne costruisce una media mobile con i prezzi delle ultime 31 sessioni borsistiche.

<sup>&</sup>lt;sup>249</sup> Le banche considerate sono: Banco Santander. BNP Paribas, Credit Agricole, Societe Generale, Intesa Sanpaolo, Unicredit, Deutsche bank Commerzbank, HSBC, Berclys, Lloyds Banking Group, Royal Bank of Scotland, Credit Suisse, UBS, Citigroup, Bank of America, JP Morgan Chase, Welss fargo

#### Svizzera

In Svizzera sono presenti due dei primi quaranta gruppi bancari mondiali per volume totale dell'attivo UBS e Crédit Suisse.

UBS<sup>250</sup> riafferma i due citati principi cardine: allineamento dei riconoscimenti retributivi con la sostenibilità della performance; l'assunzione appropriata e controllata dei rischi legati allo svolgimento del proprio ruolo organizzativo, nonché un miglior allineamento con gli interessi degli *shareholder*. Ciò richiede la capacita di mantenere i dipendenti focalizzati sull'obiettivo della creazione di valore nel lungo termine. Tale finalità è realizzata soprattutto mediante 1) il differimento di parte dei bonus corrisposti per almeno tre anni per tutti gli impiegati, cinque nel caso del Group Executive Board (GEB); 2) riducendo le forme di retribuzione basate su meccanismi di *leverege* finanziario a partire dal 2009; 3) la proibizione del pagamento di *golden parachute* (ivi inclusi gli speciali contribuiti a fondi pensionistici).

I membri di vertice societario, oltre a vedersi riconosciuto come di consueto un salario fisso, ricevono un bonus a discrezione del *Board of Directors* in base al budget messo a disposizione per il bonus pool, calcolato in funzione della performance rilevata per tale gruppo di executive. Almeno il 76% dell'ammontare del bonus è differito, mentre il restante 24% è pagato immediatamente in cash ("Cash Bonus Plan", CPB), entro il limite massimo di 2 milioni di dollari o franchi svizzeri. Si ricorda che il CEO nel 2009 rinunciò spontaneamente al suo bonus.

Il 40% della quota differita del bonus è in forma monetaria con un *vesting period* di 2 anni e corresponsione subordinata al raggiungimento di determinati valori del ROE del Gruppo (oltre 6% si accresce l'ammontare non liberamente disponibile). Il rimanente 60% del bonus differito è pagato in azioni, di cui il 20% nell'ambito del "Performance Equity Plan" (PEP e distribuite in base a precisi obiettivi in termini di profitto economico e TSR<sup>251</sup>; il 40% è dato attraverso il "Senior Executive Equity Ownership Plan" (SEEOP) con *vesting period* rispettivamente a tre e cinque anni e agganciati ad un "adjusted EBITDA"<sup>252</sup>.

Inoltre un minimo di 200,000 azioni per tutti gli executive (300,000 per il CEO) devono essere necessariamente mantenute in portafoglio per tutta la durata della carica,

I benefit, in linea con quelli dei dipendenti di livello inferiore, si sostanziano nella partecipazione a fondi pensione a condizioni più vantaggiose.

Sia la quota in cash sia quella in azioni sono cancellate nel caso in cui le performance dei dirigenti abbiano danneggiato la condizione economico-finanziaria e patrimoniale del Gruppo.

-

<sup>&</sup>lt;sup>250</sup> Le informazioni e i dati riportati provengono dagli Annual Report pubblicati dal UBS nel 2009, 2010 e 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>251</sup> Il TSR è rilevato per le società facenti parte del Dow Jones Bank Titans 30 Index per tre anni.

<sup>&</sup>lt;sup>252</sup> Si tratta di un reddito operativo a lordo delle tasse aggiustato per tener conto di fattori quali: i crediti posseduti ed i costi di ristrutturazione il profitto o le perdite dall'attività di investimento o disinvestimento, il goodwill connesso alle operazioni monetarie di cambio e certi altri costi unici non ricorrenti e non direttamente controllabili.

Sia al GEB che al Board of Directors sono garantiti prestiti personali.

Venendo ora ai dati numerici si è osservato che:

- la retribuzione fissa ha toccato livelli pari a € 15,166,691 per il 2009, € 19,336,470 e € 25,025,989 per i due anni successivi, dunque in crescita;
- i bonus cash immediati hanno avuto un trend in calo: € 20,749,467 e € 17,970,641 nei primi due anni e € 14,860,999 nel 2011.
- i bonus differiti e la quota differita maturata a fronte dei PEP e SEEOP hanno assunto valori di: € 73,287,473; € 67,783,247 e € 52,186,885;
- per i benefit "in kind" e quelli pensionistici si sono registrate le seguenti somme: € 2,339,191; € 1,540,551 per il 2010; € 2,868,898 per il 2011.

Il grafico che segue fornisce un'illustrazione delle quantità analizzate.

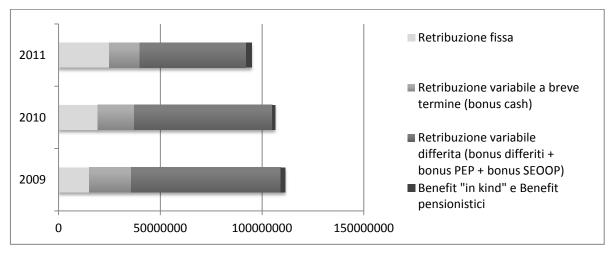


Figura 7. Dinamica retributiva del Group Executive Board di UBS nel triennio 2009-2011. Fonte: elaborazione propria su dati di UBS.

Arrivando alla trattazione della dinamica retributiva del gruppo degli *executive* di Crédit Suisse<sup>253</sup> si nota un'uguale enfasi posta sulla necessità di assicurare da una parte l'allineamento dell'operato del management del vertice aziendale con gli obietti strategici aziendali e quelli specifici degli *shareholder*, dall'altra la capacita di attrarre e trattenere i dirigenti di maggior talento e competenze. E' stata quindi stabilita una remunerazione variabile direttamente collegata con i risultati conseguiti dal Gruppo. L'intero ammontare della componente variabile per il 2009 è stato differito, mediante "Scaled Incentive Share Unit" (SISU)<sup>254</sup> e "Adjustable Performance Plan" (APP) che prevedono l'assegnazione di somme cash. Il valore degli APP può lievitare o contrarsi a seconda dell'andamento futuro

<sup>&</sup>lt;sup>253</sup> I dati e le informazioni riportati provengono da: Crédit Suisse, Annual report, 2009, 2010 e 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>254</sup>Le ISU o "Incentive Share units" attribuiscono "stock grant" più azioni aggiuntive in caso di picco positivo dei corsi. L'incremento medio dei prezzi permette a sua volta di indentificare un moltiplicatore tramite il quale decidere il volume dell'ulteriore premio azionario. Le SISU sono simili alle ISU, eccetto per il *vesting period* di quattro anziché di tre anni e per la componente di leva che, in funzione dell'andamento medio del ROE, può incrementare o deprimere il numero delle azioni riconosciute.

dei profitti e perdite rettificati dell'area di business di pertinenza del dirigente (Private banking, Investment banking o Asset Mangement). Il *vesting period* degli APP è di tre anni. Anche per il Crédit Suisse si richiede che un certo numero minimo di azioni rimanga nel portafoglio del beneficiario. In particolare, si parla di almeno 350,000 azioni per il CEO e 150,000 azioni per il resto dei dirigenti; 50,000 e 20,000 per gli executive che controllano le

La quota variabile è stata poi ridotta in considerazione dei bonus corrisposti in denaro per il 2008 e per un ulteriore 5% in risposta alla leva fiscale introdotta nel Regno Unito.

Nell'identificare gli obiettivi di performance cui agganciare l'andamento della retribuzione variabile sono stati definiti obiettivi finanziari e non finanziari. Il loro grado di raggiungimento va confrontato non solo rispetto a quanto determinato dal gruppo ma anche rispetto a quanto fatto dai competitor. I parametri di performance per il monitoraggio del lievello degli obiettivi raggiunti sono costruiti con una serie di fattori quali: i risultati finanziari, in termini di efficienza, crescita, i rischi e il livello di adeguatezza del capitale. Vi sono poi metriche non finanziarie come la *compliance* rispetto a quadro regolamentare; la quota di mercato e la *customer satisfaction*; il feedback degli investitori e degli azionisti; il controllo dell'ambiente circostante; la corporate responsability.

Relativamente al salario fisso si sono registrate le seguenti cifre per il triennio 2009-2011: € 9,130,000; € 23,790,000 e € 23,200,000, con un trend complessivamente crescente.

La quota variabile a breve termine (in cash più i dividendi derivanti dai possessi azionari) ammontavano a: € 3,770,000; € 11,220,000 e €3,550,000 ( nel 2011 solo dividendi).

Il valore delle azioni differite (SISU e APP, PAF2 nel 2011) è stato stimato per il triennio per € 150,310,000; € 146,980,000 e € 55,070,000, quindi in diminuzione. In particolare, si vuole porre l'accento sull'introduzione del 2011 dei PAF2, ossia delle "Partner Asset Facility", obbligazioni strutturate a reddito fisso che riflettono i rischi assunti nello svolgimento di attività di trading su future, swap e altri derivati. Si tratta di strumenti finanziari non nuovi nell'esperienza finanziaria internazionale, ma il loro utilizzo ai fini remunerativi risulta essere piuttosto innovativo.

Infine, i benefit pensionistici e gli altri benefit (servizi di *child care*, disponibilità di abitazioni ecc.) hanno assunto cifre di: €3,640,000; €4,060,000 nel 2009 e 2010; e € 2,770,000 nell'anno seguente.

Il grafico a barre evidenzia i dati rilevati.

aree di business sopra menzionate.

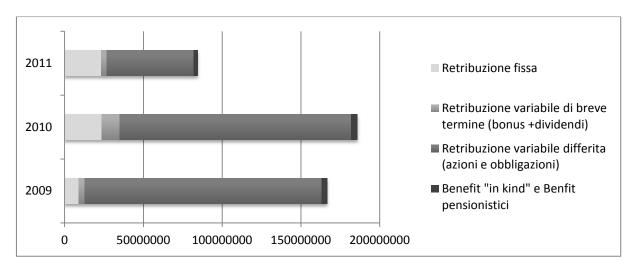


Figure 8. Dinamiche retributive dell'Executive Board di Crédit Suisse per il triennio 2009-2011. Fonte: elaborazione propria su dati di Crédit Suisse.

#### Svezia

La Svezia ospita uno tra i più grandi gruppi bancari al mondo per volume totale dell'attivo di bilancio: il Gruppo Nordea. La holding nei Report annuali<sup>255</sup> descrive gli elementi caratteristici della remunerazione dei propri dipendenti. In particolare, per il CEO e il Group Executive Management ("GEM") sono state messe in luce le seguenti componenti fondamentali:

- il salario fisso caratterizzato da un tendenziale aumento (in ordine cronologico): € 5,509,049; € 5,602,713; € 6,866,055
- la retribuzione variabile riconosciuta come compenso per la partecipazione alle riunioni consiliari e con riferimento a obiettivi prestabiliti a livello di gruppo, di unità di business e individuale. La remunerazione a breve termine non può eccedere il 35% della quota fissa e può essere corrisposta (in cash, azioni o strumenti correlati alla dinamica dei corsi azionari) solo in casi eccezionali, limitatamente all'assunzione di nuovi executive e solo per il primo anno di contratto. Questa è soggetta a trattenimento, differimento o a una cancellazione.

I programmi d'incentivazione a lungo termine ("LTIP") si basano sulle *performance* share e le azioni tradizionali e prevedono l'effettuazione di pagamenti, a fronte di un investimento iniziale del dirigente, sulla base del raggiungimento di predeterminati valori del TSR e del "risk adjusted" EPS, tali parametri per il 2012 sono stati sostituiti dal RAROC. Le somme distribuite non possono mai superare il limite del 50% del salario, hanno quindi un "cap".

- benefit di natura monetaria o non monetaria, tra i più frequenti quelli pensionistici, l'automobile e l'abitazione;

-

<sup>&</sup>lt;sup>255</sup> Per l'analisi si è fatto riferimento agli Annual Report di Nordea degli anni 2009, 2010 e 2011.

- indennità di licenziamento ("severance payments") che non possono comunque superare le ventiquattro mensilità dello stipendio fisso.

Si rende noto che la maggior parte dei membri del GEM (ad eccezione del CEO) hanno deciso volontariamente di rinunciare, per il 2009, 2010 e in parte per il 2011, alla parte variabile del proprio pacchetto e lasciare immutato ai livelli dell'aprile 2008 il proprio stipendio fisso fino alla fine del 2010. Infatti, nel triennio analizzato la quota variabile a breve è rispettivamente pari a: € 1,392,874; € 588,563 e zero nel 2009. Gli "LTIP" ammontavano a € 896,729 e € 966,956 per 2009 e 2010; a € 652,274 per il 2011. Infine i benefit hanno raggiunto valori di: € 212,038; € 304,556 e € 245,191 nel 2011.

Il grafico evidenzia le dinamiche retributive osservate:

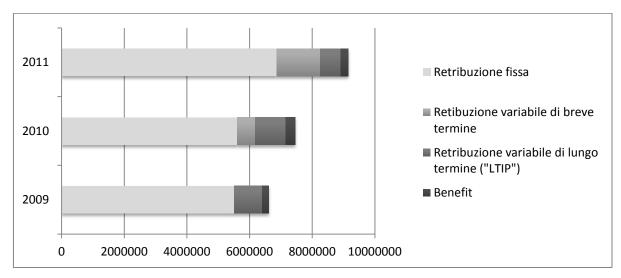


Figura 9. Dinamica retributiva del Group Executive Management di Nordea per il triennio 2009-2011. Fonte: eleaborazione propria su dati di Nordea.

#### Italia

L'Italia rientra trai i Paesi ospitanti i primi cinquanta maggiori gruppi bancari al mondo per

volume totale dell'attivo di bilancio con due nomi importanti: Unicredit e Intesa San Paolo. Partendo dal Gruppo Unicredit<sup>256</sup>, si è osservato che le ragioni che animano la strutturazione di un *compensation package* equilibrato risiedono anzitutto nella sostenibilità del valore creato, realizzata mediante un collegamento diretto tra remunerazione e performance e attraverso la proibizione di *golden parachute* e indennità di licenziamento a fronte del mutamento dell'assetto di controllo. Vi sono poi altre finalità della politica retributiva come la

<sup>&</sup>lt;sup>256</sup> I dati e le informazioni trattate sono stati desunti da: Unicredit, Relazioni e bilancio consolidato, 2009, 2010 e 2011.

competitività<sup>257</sup> della retribuzione stessa, l'attrazione e la fidelizzazione del personale-chiave per la società.

Per rendere sostenibile non solo i compensi, ma anche la performance sono all'uopo previsti i consueti meccanismi di differimento per valutare l'impatto delle decisioni manageriali nel lungo periodo; le clausole clawback e *malus* per punire i comportamenti che hanno danneggiato la redditività; la valutazione della performance individuala e collettiva mediante indicatori quantitativi (*Creazione di Valore, Profittabilità, Qualità del Credito, Efficienza*) e qualitativi (*Reputazione, Soddisfazione della Clientela, Compliance, Efficacia delle Funzioni*) la misurazione del profitto creato congiuntamente al suo impatto sui rischi; l'effetto dei piani azionari implementati sulla composizione del capitale sociale.

La componente fissa assume un rilievo preponderante. Lo scopo è ridurre i comportamenti eccessivamente orientati al rischio, scoraggiare iniziative focalizzate sui risultati di breve termine, e permettere un approccio più flessibile all'incentivazione variabile.

Nell'ambito del sistema di incentivazione di breve termine si segnala l'esistenza dell' "Executive Development Plan" (EDP) che rappresenta il punto di partenza per la valutazione degli executive. Tale piano prevede alla fine di ogni anno l'attribuzione di un premio al livello di raggiungimento degli obiettivi di *performance* e di profittabilità sostenibile di Gruppo.

All'incentivo erogato viene applicato un fattore di profittabilità sostenibile di Gruppo ("*group gate*" o soglia), che garantisce un collegamento forte e diretto tra i premi riconosciuti e il reddito di Gruppo ponderato per il rischio e per il costo del capitale. Solo quando le condizioni del *group gate* sono soddisfatte, il premio viene assegnato, in caso contrario si ha assiste a una riduzione dell'incentivo. Gli incentivi hanno comunque dei limiti massimi (150% del bonus target).

La valutazione della performance avviene su base multi-prospettica ("performance screen") badando agli obiettivi di operatività e sostenibilità<sup>259</sup>, rispetto ai quali è responsabilizzato ciascun top manager, misurati tramite parametri quali: il profitto economico, il rapporto tra il reddito operativo netto e l'attivo totale, il Cash Horizon. Per considerare l'opportunità o meno di pagare i bonus nel 2001 ("Bonus Opportunity Plan") si sono considerati altri due parametri:

<sup>&</sup>lt;sup>257</sup> Per mantenere la competitività della remunerazione interna, Unicredit guarda alle pratiche in voga presso altri gruppi internazionali concorrenti (Banco Santander, Barclays,Banco Bilbao Vizcaya Argentaria,BNP Paribas, Citigroup, Credit Agricole, Credit Suisse, Deutsche Bank, HSBC, Intesa Sanpaolo,JP Morgan Chase,Royal Bank of Scotland, Société Générale, UBS) secondo la tecnica del "peer group benchmarking" implementata anche da tutti gli altri gruppi bancari sinora analizzati.

<sup>258</sup> Il group gate è definito mediante indicatori di performance quali il ROE rettificato, il Core Tier One Ratio e l'Utile Netto.

Dal report 2010 sulla politica retributiva di Unicredit si apprende che: "Gli obiettivi operativi, con un peso sulla valutazione complessiva dal 30% al 50%, misurano la nostra capacità di generazione di valore e la redditività del business e tipicamente includono indicatori quali Economic Profit e misure di performance relativa (ad esempio Net Operation Profit su Tangibile Asset, NOP/TA). Gli obiettivi di sostenibilità con un peso sulla valutazione complessiva dal 50% al 70%, riflettono una visione di creazione di valore per gli stakeholder di lungo termine considerando indicatori quali la soddisfazione dei clienti (interni ed esterni), la qualità del credito, l'implementazione di progetti strategici di miglioramento o efficientamento". Alle misure usate nel 2009, nel 2010 si è aggiunto un indicatore del rischio specifico di liquidità, il Cash Horizon.

il Core Tier 1 Ratio per misurare la solidità della banca in termini di qualità del patrimonio; il Return on Tangible Equity per misurare il ritorno dell'investimento per gli azionisti rispetto al costo del capitale e al tasso privo di rischio.

Gli indicatori di misurazione della performance a breve termine in un'ottica multiprospettica sono: il profitto economico ed il valore degli attivi ponderati per il rischio (*RWA*, *Risk Wieghted Asstes*) utilizzati per remunerare il rischio dell'investimento degli azionisti senza eccedere i livelli di rischio atteso dalla banca. Questa valutazione multi-prospettica consente un'appropriata differenziazione nei livelli di pagamento al fine di premiare le prestazioni migliori.

Per allineare l'incentivo ai risultati aziendali di lungo periodo, una frazione significativa della retribuzione variabile è differita<sup>260</sup> su un periodo di tre anni: si tratta dei "Long-Term Incentive Plan" (*performance stock option* e *performance share*) studiati come sistema di ricompensa delle responsabilità dirigenziali di rilievo strategico e in un'ottica di fidelizzazione dei dipendenti dalle competenze determinanti. Il periodo di *vesting* è stabilito a tre anni, con un approccio *cliff vesting* in cui la remunerazione è determinata e riconosciuta sulla base della *performance* verificata alla fine del terzo anno del periodo di riferimento. Il profitto economico ed il TSR<sup>261</sup> sono gli indicatori usati per la rilevazione del valore generato nel lungo termine.

Non è permesso ricorrere a strategie di *hedging* a copertura del rischio di prezzo relativo agli strumenti azionari, altrimenti si vanificherebbe la finalità di allineamento della detenzione azionaria con la *performance* di Gruppo.

I dipendenti possono usufruire di *benefit* integrativi rispetto ai piani previdenziali istituzionali, per tutelare la propria salute e quella dei familiari durante la loro vita professionale e all'epoca del pensionamento. Inoltre, sono offerte condizioni speciali di accesso a diversi prodotti bancari e ad altri servizi connessi.

La dinamica retributiva osservata è riportata nel grafico sottostante.

<sup>261</sup> IL TSR rilevato e' quello di gruppo raffrontato con I TSR ripostati dalle società bancarie comprese nell'indice European Stoxx Banking Sector.

140

<sup>&</sup>lt;sup>260</sup> E' differito il 40% per i *Senior Executive* e, con riferimento agli altri *Executive* gestiti nell'ambito del sistema, per incentivi superiori a € 100,000, condizionatamente alle *performance* future misurate dal *group gate* dei 2 anni successivi al primo anno di pagamento.

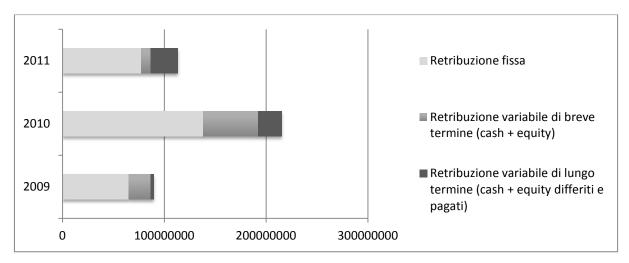


Figure 10. Dinamica retributiva dell'Executive Board del Gruppo Unicredit nel triennio 2009-2011. Fonte: elaborazione propria su dati di Unicredit.

Il grafico a barre mostra il seguente quadro retributivo:

- la retribuzione fissa ha registrato un picco nel 2010 (€ 138,196,000) rispetto al 2009 (€ 65,243,000) e al 2011 (€77,445,000). Tale picco si spiega con la liquidazione al CEO uscente:
- i bonus in cash e in azioni con scopo di incentivazione a breve termine hanno registrato il medesimo picco nel 2010 (€ 54,102,000) rispetto ai valori assunti nel 2009 e 2011, rispettivamente: € 21,304,000 e € 9,197,000 (solo in cash nel 2011);
- gli incentivi differiti in denaro e strumenti *equity* pagati (non maturati) sono stati pari a: € 3,052,000; € 23,162,000 e in crescita a €26,834,000 nel 2011.

Passando al secondo gruppo italiano, Intesa San Paolo<sup>262</sup>, si rilevano i medesimi principi riscontrati in Unicredit per la realizzazione di un più corretto bilanciamento tra remunerazione fissa e variabile dei propri dipendenti.

Intesa Sanpaolo adotta un modello di governance dualistico come Deustche Bank. Relativamente ai membri del Consiglio di Gestione fino al 2009 si poteva distinguere un compenso fisso correlato alla carica di Consigliere di € 150.000 annui; un compenso, anch'esso stabilito in misura fissa su base annua, per le cariche di Presidente e di Vice Presidente e di Consigliere Delegato<sup>263</sup> (rispettivamente: € 1,200,000; € 200,000 e € 350.000); un'ulteriore somma fissa, su base annua, a favore del Consigliere Delegato, anche in funzione del ruolo di Chief Executive Officer (€1,500,000), ed il riconoscimento di una cifra integrativa annua in relazione a determinati parametri dei Budget a disposizione, oltre agli importi relativi ai benefit assicurativi e al trattamento previdenziale integrativo per 300,000 euro.

\_

<sup>&</sup>lt;sup>262</sup> Le informazioni e i dati son statti ricavati da: Instesa Sanpaolo, Relazione sulla gestione e gli assetti proprietari, del 2009, 2010 e 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>263</sup> Si precisa che in caso di cumulo degli incarichi viene assegnato unicamente il compenso fisso più elevato.

Dal Report 2010 emerge un riconoscimento di un compenso fisso su base annua (€150.000, non cumulabili con l'integrazione prevista per la carica di Vice Presidente) fatto a ciascuno dei cinque Consiglieri esecutivi facenti parte delle commissioni.

Sempre nel 2010 il Consiglio di Sorveglianza ha deliberato a favore del Vice Presidente Vicario un ulteriore compenso in misura fissa (Euro 150.000), in ragione di un particolare incarico conferitogli dal Consiglio di Gestione per la cura, d'intesa con il Consigliere Delegato e in coordinamento con il Presidente del Consiglio di Gestione, dello sviluppo delle relazioni internazionali e dei progetti di internazionalizzazione della Banca e del Gruppo.

In più è stata esborsata una somma variabile solo per i Consiglieri di Gestione con funzione esecutiva a fine mandato a fronte del raggiungimento di alcuni risultati di medio periodo individuati nell'ambito del Piano d'Impresa triennale. Tuttavia, l'applicazione dei criteri e dei parametri individuati dal Consiglio di Sorveglianza ha comportato la decurtazione del 50% degli emolumenti del Consigliere Delegato e del Direttore Generale per la quota variabile relativa al 2008. Con riguardo ai compensi di tutti i Consiglieri di Gestione e del Management, non è stata più corrisposta la componente variabile a medio termine connessa con il Piano d'Impresa 2007-2009, conseguentemente agli effetti sulla situazione reddituale e patrimoniale comportati dal rilevante mutamento del contesto economico e finanziario.

La frazione retributiva variabile annuale per il Consigliere Delegato è dipesa dal conseguimento di un valore positivo dell'EVA di Gruppo nonché dal raggiungimento di parametri di redditività(Cost/Income), liquidità, qualità del credito (Rettifiche Nette su Crediti)<sup>264</sup>, solidità patrimoniale, capacità di gestione dei rischi, efficienza operativa (Proventi Operativi Netti), secondo valori strettamente correlati alle previsioni di Budget.

La componente variabile è elargita *una tantum* ed è pari a un'annualità della remunerazione. Il 33% di tale importo è oggetto di corresponsione differita di tre anni dall'esercizio di riferimento. Essa può anche ridursi significativamente sino ad azzerarsi in caso di performance inferiore alle previsioni o negative. Per i Consiglieri di Gestione esecutivi, si prevede il riconoscimento di un compenso variabile in misura predeterminata e pari a una percentuale della componente fissa, con un massimo del 20%.

Nel 2011 i membri del consiglio di gestione hanno rinunciato a € 70,000 (per il Vice presidente) e altri € 60,000 destinati al resto degli executive. Il Consigliere Delegato e gli altri Consiglieri di Gestione *non* sono beneficiari di alcun piano di stock option.

\_

<sup>&</sup>lt;sup>264</sup> Si considera anche un ulteriore indicatore di controllo quale la verifica qualitativa delle politiche di accantonamento a presidio della rischiosità del credito, basate sulla perdita attesa e la condotta confrontando i complessivi accantonamenti su crediti effettuati con i relativi dati previsionali.

Non sussistono accordi che prevedano il pagamento di indennità in caso di dimissioni o di licenziamento senza giusta causa, né quando il rapporto di lavoro termina a seguito di un'offerta pubblica di acquisto.

I benefit includono al solito soprattutto pagamenti di premi assicurativi e quote di fondi pensione.

## 3. La dinamica retributiva nei gruppi bancari del mondo anglosassone

Il presente paragrafo ha lo scopo di analizzare gli elementi ed il trend della retribuzione del gruppo degli executive delle maggiori banche del mondo anglosassone, dunque per la Gran Bretagna si considereranno HSBC e Barclays; JP Morgan Chase & Co e Goldman Sachs per gli Stati Uniti; infine, si procederà con la descrizione delle dinamiche remunerative presso la Royal Bank of Canada, la National Bank of Australia e la Commonwealth Bank of Australia.

## Regno Unito

HSBC<sup>265</sup>, primo gruppo bancario inglese e secondo al mondo per volume totale dell'attivo nel 2011, si è posto l'obiettivo di strutturare un pacchetto retributivo altamente competitivo<sup>266</sup> articolato in tre parti fondamentali (il salario, i bonus e gli incentivi di lungo termine)<sup>267</sup>, di cui una larga fetta è differita ed erogata in base alla performance. Infatti, il punto di partenza fondamentale per l'attribuzione dei bonus sta nella misurazione del contributo alla performance individuale e di gruppo valutato mediante il monitoraggio del grado di raggiungimento di una serie di obiettivi finanziari e non finanziari relativi ai risultati economico-finanziari, ai processi, alla clientela, all'apprendimento e innovazione così come indicati dalla Balanced Scorecard.

I bonus possono arrivare fino a quattro volte il salario di base e sono sia differiti sia pagati immediatamente. La quota differita è consegnata *restricted share* e almeno il 50% del bonus (differito o meno) matura in 6 mesi, mentre una porzione tra il 40 e il 60% ha un *vesting* period di tre anni. Per il 2009 il volume dei bonus è stato interamente differito e ha assunto un valore pari a £ 33,100,000.

Nel 2011 è stato lanciato un piano di incentivazione a lungo termine per i dirigenti di vertice basato su *performance share* (GPSP, "Group Performance Share Plan") con *vesting period* 

<sup>265</sup> Le informazioni e i dati riportati sono stati tratti da: HSBC, Annual Reports and Accounts 2009, 2010 e 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>266</sup> HSBC guarda alle pratiche retributive dei gruppi bancari concorrenti quali: Paribas, Citigroup, Deutsche Bank, JP Morgan Chase&Co, Standard Chartered and UBS, scelte poiché caratterizzate da simile dimensione, ampiezza e caratteristiche del business.

<sup>&</sup>lt;sup>267</sup> Gli elementi retributivi si applicano a tutti gli executive, con eccezione del Presidente del Gruppo, S. K. Green, che ha richiesto di ricevere solo il salario fisso.

quinquennale, che una volta assegnate devono essere obbligatoriamente mantenute in portafoglio fino all'età del pensionamento. Gli incentivi differiti nel lungo periodo possono arrivare fino a sette volte il valore del salario. Le performance share sono riconosciute in funzione del raggiungimento di prescritti valori dell'EPS<sup>268</sup>, del TSR<sup>269</sup> e del profitto economico (EVA, espresso come differenza percentuale tra il ROI di gruppo e il costo del capitale). In più si considera l'entità della crescita dei ricavi e la loro composizione, l'efficienza dei costi, la performance dei crediti, i dividendi, il tasso di rendimento della liquidità investita e obiettivi non finanziari come il valore del brand equity, il contributo alla reputazione del Gruppo, "people and communication", ossia il miglioramento dell'efficacia dei processi di partecipazione e responsabilizzazione dei dipendenti. Le azioni sono ottenute gradualmente man mano che sono soddisfatte le condizioni di performance statuite. Il monitoraggio dura tre anni e, se i risultati non sono ottenuti nella misura desiderata, i compensi previsti sono perduti. Sono stati introdotti recentemente i meccanismi di clawback. Al solito, si prevedono "benefit in kind" che comprendono le spese di assicurazione medica e altre coperture assicurative, consulenza commercialistica, l'abitazione personale. l'automobile aziendale e la copertura delle spese di viaggio.

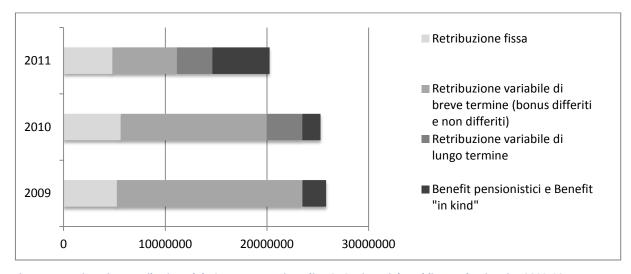


Figura 11. Dinamica retributive del Group Executive di HSBC Financial Holding nel triennio 2009-2011. Fonte: elaborazione propria su dati di HSBC.

\_

Più propriamente viene calcolato l'"Incremental EPS" che incorpora in se' il tasso di crescita dell'earning per share. Il parametro è calcolato su base triennale come somma degli EPS differenziali, ottenuti sottraendo all'EPS dell'anno corrente il valore dell'EPS dell'anno base.

<sup>&</sup>lt;sup>269</sup> Il TSR è calcolato rispetto ad un gruppo di banche competitor assunte come benchmark di riferimento. In particolare, si utilizza il metodo FFMC (Free Float Market Capitalization) che attribuisce diversi pesi alle banche del campione di confronto a seconda del loro flottante. In tal modo la percentuale di azioni che possono essere riscattate dipende in parte (per il 20%) dall'ottenimento di valori del TSR superiori a quelli dei concorrenti, in parte (rispettivamente per il 40%) dalla quota di EPS e profitto economico prodotto rispetto agli obiettivi prefissati.

Il diagramma a barre evidenzia un volume pressoché costante del salario fisso nel triennio (£ 5,251,000, £ 5,621,000, £ 4,807,000). I bonus<sup>270</sup>, interamente differiti nel 2009, hanno mostrato una dinamica decrescente evolvendo da un valore di £ 18,248,000 nel 2009 a £ 14,380,000 e £ 6,346,000 nel 2010 e 2011. I piani di performance share hanno restituito azioni per un valore di £ 3,474,000 nel 2010 e successivamente di £ 3,474,000<sup>271</sup>. Infine, i benefit pensionistici e di altra natura generica hanno raggiunto cifre durante il triennio di £ 2,336,000; £ 1,809,000 e £ 5,645,000.

Presso il colosso finanziario Barclays<sup>272</sup> vigono i principi, già osservati nella prassi degli altri gruppi bancari, orientati all'attrazione e trattenimento dei leader, all'allineamento degli emolumenti rispetto alla mole ingente di rischi assunti e di responsabilizzazione verso decisioni che portino ad una performance sostenibile nel tempo e che abbiano come fulcro di interesse gli azionisti e i clienti. Con queste finalità generali è pensato il pay mix dei dirigenti di massimo livello.

Tra le componenti erogate in forma monetaria vi è la retribuzione fissa, che riflette il valore di mercato dell'individuo e della posizione ricoperta, e il bonus cash annuale, che premia la performance del Gruppo, del business e del singolo individuo.

Tra gli elementi differiti (minimo il 60% del pacchetto, ovvero il 72% per il CEO) vi è anzitutto la porzione a lungo termine del bonus (nel 2011 in calo del 40% rispetto al 2010<sup>273</sup>), attribuita attraverso azioni differite solo in caso di conseguimento dei prescritti valori del ROE. Tali bonus, così come gli "LTIP" sono soggetti a clawback. Inoltre, il bonus pool è diminuito del 25% rispetto al 2010 ed è sceso dal 33% al 28% del reddito lordo.

Complessivamente i bonus possono arrivare ad un massimo del 250% il salario di base, mentre i piani di incentivazione a lungo termine (LTIP) possono raggiungere il 500%.

Vi sono poi gli ESAS ("Executive Share Award Mix"), azioni che divengono disponibili per il 20% dopo 3 anni e per il 10% dopo 5 anni, ma non sono condizionate alla performance. L'utilizzo degli ESAS è stato gradualmente ridotto per far spazio a nuovi piani di azioni per la creazione di valore ("Share Value Plan"). Sono soggetti, invece, a condizioni performance i PSP ("Performance Share Plan"), piani di incentivazione a lungo termine con vesting period triennale costituiti da azioni garantite ("stock grant"), amministrate da una società terza fiduciaria e che possono toccare un valore al massimo pari al 150% il salario fisso. I PSP sono legati all'andamento del TSR, del profitto economico cumulato su tre anni ("EP", nel

<sup>&</sup>lt;sup>270</sup> Il valore dei bonus proposto considera il metodo di calcolo richiesto dalle "UK Listing Rules", le norme britanniche sulla quotazione delle società presso il London Stock Exchange.

271 Nell'Annual Report di HSBC del 2009 non è segnalato alcun valore maturato relativo agli incentivi GPSP per il 2009,

dunque si è assegnato un valore pari a zero a questa categoria di incentivi.

Le informazioni e i dati spiegati sono stati desunti da Barclays, Annual Report, 2009, 2010 e 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>273</sup> Il CEO e il Presidente del Gruppo hanno espresso la loro volontà di rinunciare a partire dal 2009 al riconoscimento del bonus annuale.

2009) e del RoRWA. Quest'ultimo indicatore è il "Return on risk weighted asset" <sup>274</sup>, utilizzato perché considerato il primo fattore determinante il ROE e perché collegato al multiplo di mercato "price to book value" (P/BV), che dà informazioni sul prezzo al quale sono contrattate le azioni di Barclays senza essere influenzato dall'attuale leva finanziaria della società.

Nel 2009 è stato azzerato il valore dei riconoscimenti a lungo termine, per cui gli incentivi di lungo periodo maturati per l'anno sono stati rimandati di altri due anni.

Tra l'altro, gli executive possono accedere anche agli "Sharesave", piani opzionari che danno loro la possibilità di acquistare i titoli della banca ad un prezzo scontato rispetto al prezzo corrente di mercato, realizzando così un risparmio ("save"). Accanto a questi si segnalano i piani "Sharepurchase" riservati ai dipendenti residenti in UK e i "Global Sharepurchase" per gli impiegati anche di giurisdizioni estere e che prevedono l'acquisto di azioni entro una spesa massima di 1,500 sterline. Questi sono pensati per i dipendenti di grado inferiore, ma vi possono accedere anche gli executive. Infine, si menzionano gli "ISOP" ("Incentive Share Option Plan") che garantiscono il riconoscimento di opzioni al prezzo di mercato (al momento dell'attribuzione) ad un numero circoscritto di individui. Quando sono incontrati certi requisiti in termini di EP (profitto economico) e TSR le opzioni divengono immediatamente esercitabili. Dunque, in questo caso non c'è vesting period. Inoltre, le opzioni sono esercitate obbligatoriamente all'epoca del pensionamento, mentre i diritti opzionari decadono in caso si abbandono volontario e prematuro della società.

Tutti gli elementi differiti hanno lo scopo si conferire *flessibilità* al pacchetto retributivo, che può così dilatarsi o restringersi in funzione dell'effettivo impegno profuso nell'esercizio delle mansioni e permettere un migliore allineamento con le condizioni generali del mercato.

Completano il quadro i benefit pensionistici e gli altri benefit visti per i gruppi bancari precedentemente analizzati; così come sono pure previste le indennità di licenziamento. Il grafico sottostante illustra i dati retributivi rilevati per gli Executive Directors<sup>275</sup> di Barclays.

 $^{275}$  Si segnala che a partire dal 2010 Mr Bob Diamond è divenuto il nuovo CEO.

\_

<sup>&</sup>lt;sup>274</sup> Il RoRWA è il rendimento dell'attivo medio ponderato per il rischio di credito.

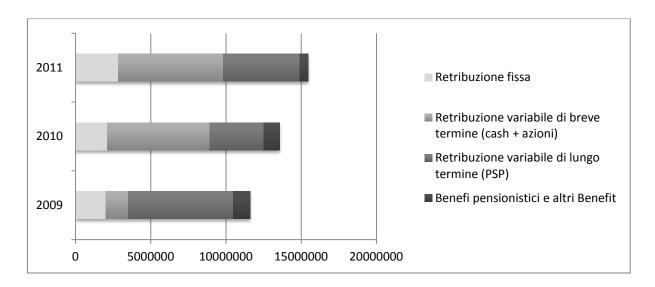


Figura 12. Dinamica retributiva degli Executive Directors di Barclays nel triennio 2009-2010. Fonte: elaborazione propria su dati si Barclays.

#### Stati Uniti d'America

Il Board e la Compensation & Management Development Committee di JP Morgan Chase & Co<sup>276</sup>si sono cimentati negli anni nella costruzione di programmi retributivi equilibrati che assolvessero al compito fondamentale di attrarre, motivare trattenere i migliori talent, focalizzandosi su piani che promuovessero la profittabilità di lungo termine coerentemente con le strategie di lungo periodo.

Il primo Gruppo bancario statunitense fa sapere, nei report redatti secondo le norme SEC, che le proprie decisioni retributive non sono basate invece sui risultati conseguiti nel breve. Ne deriva che un'elevata percentuale del *compensation package* è costituta da strumenti azionari che maturano dopo un certo numero di anni. Tali strumenti vengono attribuiti al senior management in base al raggiungimento di prescritti valori del ROI, tenendo conto di alcune altre misure "risk adjusted" e della creazione del valore nel lungo termine. Si cerca di ottimizzare il link tra remunerazione manageriale e performance andando a evitare tutte quelle forme di incentivazione che facciano propendere per un'eccessiva assunzione di rischi, così da allinearsi alle nuova regolamentazione internazionale (FSB).

La banca statunitense redige la sua politica e i suoi piani di compensation guardando ai principali competitor<sup>277</sup> e ad altri grandi industrie<sup>278</sup> che popolano vari settori economici

\_

Le informazioni e i dati riportati sono stati tratti da: JP Morgan Chase & Co, Notice of 2011 Annual Meeting of Shareholders and Proxy Statement, 2009, 2010 e 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>277</sup> I concorrenti presi in considerazione per il settore finanziario sono: American Express, Bank of America, Citigroup, Goldman Sachs, Morgan Stanley and Wells Fargo, Barclays, BNY Mellon, Credit Suisse, Deutsche Bank, Discover Financial Services, Fidelity, HSBC, T. Rowe Price and Vanguard.

Le società non finanziarie monitorate sono: GE, IBM, Walt Disney, Pfizer, Boeing, Hewlett-Packard, Procter & Gamble, Chevron, IBM, Time Warner, Cisco, Johnson & Johnson, United Technologies, Comcast, Merck Walmart, Disney, Oracle, 3M, ExxonMobil and Pepsico.

secondo la consueta tecnica di benchmarking remunerativo. Inoltre, la performance viene rilevata non solo in un confronto esterno con gli executive di altrettanto elevato calibro, ma anche stabilendo una serie di misure di performance per valutare il contributo individuale in termini di controllo di gestione, risk management, innovazione, abilità di leadership e di investimento in progetti profittevoli e, infine, per indagare l'effettiva capacità di influenzare la dinamica finanziaria del Gruppo, espressa attraverso il livello e la qualità degli utili, il tasso di crescita dei ricavi, le spese manageriali, il capitale e il rendimento sul capitale e la gestione della liquidità.

JP Morgan adotta il Total Reward System che si articola in un mix appropriato di elementi retributivi fissi (il salario) e variabili, quest'ultimi erogati in denaro e incentivi di breve e lungo termine basati su azioni. Più del 90% della remunerazione totale nel 2011 è stato variabile, di cui oltre il 65% erogato in strumenti *equity*, collegati alla performance di lungo periodo mediante il monitoraggio dei prezzi delle azioni JP Morgan di indicatori "risk adjusted". Tra questi vi sono innanzitutto le opzioni, trattenute per i primi 10 anni in misura pari al 75% (per il Ceo e i membri della "Commissione Operativa") o al 50% per i membri dell'Executive Committee.

Tra gli strumenti *equity* vi sono le "RSU" ("Restricted Share Units") che maturano (vesting period) per metà dopo due anni e per l'altra metà dopo tre. Accanto a queste vi sono i "SAR" (Stock Appreciation Right") che divengono esercitabili per il 20% l'anno durante un quinquennio e devono essere detenute per almeno altri cinque anni dal momento in cui sono attribuite. In generale per tutti gli executive è previsto che per i primi 10 anni dopo il riconoscimento azionario se ne trattenga in portafoglio almeno il 50% (75% per il CEO e trascorsi i primi 10 anni occorre che questo mantenga un altro 50% delle azioni ordinarie); inoltre permangono gli stessi divieti di *hedging* e *short sale* mediante i titoli acquisiti. In tal modo la società ritiene di realizzare un *matching* più efficace tra interessi manageriali e interessi dei soci.

Gli incentivi *cash* a breve termine possono essere differiti fino ad un milione di dollari ("non-qualified deferred comensation") per essere investiti in azioni, fondi a rendimento fisso e obbligazionari. A partire dal 2009 si è cercato d incrementare il salario fisso e ridurre gradualmente la componente di incentivazione a breve termine, aumentando al contempo la quota variabile a lungo termine corrisposta in forma di partecipazione al capitale sociale (almeno il 75% per gli executive). Infatti, il salario fisso è lievitato gradualmente durante il triennio: da \$1,892,302 nel 2009 a \$ 2,983,333 e \$ 3,595,834 nei due anni successivi. I bonus hanno avuto una dinamica più altalenante (\$ 22,826,200 e \$ 30,240,000 nei primi due anni), ma sono stati complessivamente ridotti nel 2011 (\$ 22,100,000). Infine i compensi azionari e opzionari hanno subito un rimarcabile incremento nel 2010 (da \$ 28,531,386 a \$ 89,118,350) per poi attestarsi a 58,100,459 dollari.

Nel 2009 sono state introdotte le clausole di clawback e rafforzati i meccanismi che stabilivano la restituzione e/o cancellazione degli incentivi e delle azioni differite (compensi maturati o meno) a fronte di performance deludenti o dannose per le attività materiali e per la reputazione societaria (si parla di "recovery provision" e di "protection based vesting" in caso si totale cancellazione delle RSU); ovvero quando i risultati sono stati rilevati in base a metriche di performance inappropriate.

Inoltre, sono proibiti i *golden parachute* o qualsiasi altro programma che preveda speciali indennità di "licenziamento" (*severance payment*), come quelle a fronte di cambiamenti di controllo societario. Sono ammessi sono pagamenti ordinari al termine del normale contratto di lavoro e per un valore massimo pari allo stipendio annuale. Non vi sono nemmeno benefit speciali che possono essere riconosciuti rispetto a quelli normalmente previsti per gli altri dipendenti, tra cui i più volte citati contributi a piani pensionistici e pagamenti assicurativi. Dunque, non sono contemplati altri contributi speciali a fondi pensione, né contribuiti straordinari in piani di risparmio, né ulteriori cure mediche e odontoiatriche; né automobili o partecipazioni a club riservati, né consulenze finanziarie e pagamenti di imposte.

Vi sono poi benefit riconosciuti solo al CEO, tra cui l'uso privato dell'aereo e dell'automobile societaria; il costo della sicurezza personale; il costo dei premi assicurativi per assicurazioni base sulla vita, che ammontavano per il triennio a \$ 265,708 (2009); \$579,624 (2010) e \$143,277 (2011). In realtà il pagamento dei premi assicurativi e i contributi ai fondi pensione (maturati e non pagati, perciò non inclusi nel conteggio) sono riconosciuti anche agli altri manager e ai dipendenti gerarchicamente subordinati.

Nel 2010 il CEO Mr Dimon ha percepito solo il proprio salario fisso e gli incentivi "equity" nella forma di restricted share e come apprezzamento degli stock rights; mentre si ricorda che nel 2009 non ha ricevuto alcun incentivo (né cash bonus, né restricted stock e né opzioni o stock appreciation right), nonostante il Gruppo ne abbia elogiato l'eccezionale leadership degli anni post crisi, soprattutto per la capacità di continuare a creare valore per il Gruppo attraverso acquisizioni strategiche di straordinaria importanza come quella di Bearn Sterns e Washington Mutual.

Il grafico riassume i dati retributivi osservati per gli executive (membri dell' "Operating Committee") di JP Morgan Chase & Co.

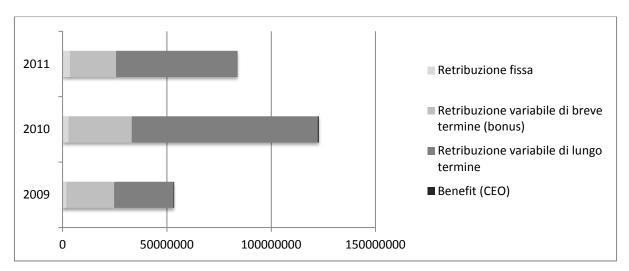


Figura 13. Dinamica retributiva degli Executives (Operating Committee Memebers) di JP Morgan Chase & Co nel triennio 2009-2011. Fonte: elaborazione propria su dati di JP Morgan Chase & Co.

Presso Goldman Sachs<sup>279</sup> sono stati riscontrati analoghi principi di *compensation* rispetto a quelli che animano la politica retributiva attuata da JP Morgan, soprattutto per quanto concerne il monitoraggio e la gestione dei rischi e l'allineamento con gli interessi di continuità operativa nel lungo periodo propri degli *shareholders*.

Tali obiettivi vengono realizzati sempre riservando maggiore spazio nel pacchetto retributivo ai compensi variabili di lungo termine basati su strumenti azionari (le RSU) e mediante i consueti meccanismo di clawback e *recovery* degli incentivi distribuiti ma "non meritati". Queste clausole si applicano anche ai piani di incentivazione a lungo termine ("LTIP"), agganciati all'andamento del ROE medio e dell'incremento medio del BVPS ("Book Value Per common Share") negli ultimi quattro anni. Accanto alle RSU, ossia le *restrected share*, vi sono poi i bonus a breve termine ed il consueto salario di base, attributi secondo le logiche viste per gli altri gruppi bancari esaminati. Lo stesso dicasi per i benefit e le indennità di fuoriuscita (*severance payment*).

Si segnala, una particolarità, ossia il programma "GS Gives" partito nel 2009 e valido per i Partecipating Manging Directors, categoria più ampia di *senior manager* che comprende anche gli executive. Tale iniziativa è consistita in una riduzione della quota destinata a titolo di retribuzione variabile a fronte della contribuzione in un fondo per donazioni a organizzazioni *no profit* impegnate nella costruzione e organizzazione di comunità, nella creazione di posti di lavoro e opportunità d'istruzione per i meno abbienti.

Il grafico sottostante evidenzia le somme fisse e variabili riconosciute ai "NEOs" ("Named Executive Officers") di Goldman Sachs.

<sup>&</sup>lt;sup>279</sup> I dati e le informazioni riportati sono stati ottenuti da un'analisi di: The Goldman Sachs Group Inc., Notice of Annual meetings of shareholders, 2009, 2010 e 2011.

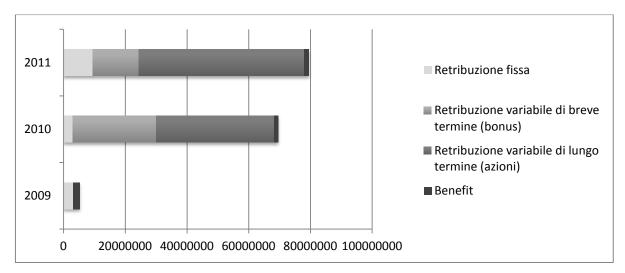


Figura 14. Dinamiche retributive degli Executive di Goldman Sachs nel triennio 2009-2011. Fonte: elaborazione propria su dati di Goldman Sachs.

Dunque, ciò che emerge è un'evoluzione molto netta della dinamica retributiva. Nel 2009 è stato corrisposto solo il salario fisso per \$ 600,000 a ciascuno dei cinque executive insieme ai benefit (assicurazione sulla vita, per disabilità, le cure mediche e odontoiatriche, i servizi di consulenza fiscale, l'automobile e altri contributi) che ammontavano complessivamente a \$ 2,263,352. Nei due anni successivi, invece, la componente variabile è stata ripristinata facendo lievitare fortemente il pacchetto retributivo. Nel 2010 sono stati pagati bonus per 27 milioni di dollari e nel 2011 per 15 milioni. Negli stessi anni i riconoscimenti azionari arrivavano rispettivamente a \$ 38,250,065 e \$ 53,550,365, mentre nulla è stato monetizzato dalle opzioni. I benefit del biennio 2010-2011 si sono contratti a \$ 1,426,027 e \$ 1,607,629, comprendendo anche la variazione di valore dei piani pensionistici.

#### Canada

All'indomani dell'emanazione dei principi da parte del FSB, la Royal Bank of Canada (RBC),<sup>280</sup> si è affrettata subito a rivedere la struttura remunerativa dei propri executive, apportando tre cambiamenti fondamentali: a) il *vesting period* dei programmi di stock option è stato fissato per il 50% di queste a 3 anni e per il restante 50% a 4 anni: b) l'introduzione di clawback con cui si ottiene la restituzione degli incentivi già pagati o il ritiro delle azioni/opzioni assegnante ma non acquistate; c) l'accrescimento della frazione dello stipendio soggetta a differimento almeno per il 45% dei bonus che assumono la forma di strumenti azionari differiti ad un minimo di tre anni.

L'obiettivo della politica di compensation della RBC è quello di attrarre i manager di comprovato talento per aiutare il Gruppo bancario canadese a perseguire il suo obiettivo di svolgere una funzione leader nel mercato finanziario domestico ed in parte nel mercato del

\_

<sup>&</sup>lt;sup>280</sup> Informazioni e dati relativi a RBC sono stati tratti da Royal Bank of Canada, Notice of Annual Meeting of Common Shareholders Management Proxy Circular del 2009, 2010 e 2011.

capitale statunitense, così come nell'area del *wealth management* e nella distribuzione di servizi bancari di eccellenza. Oltre alla *retention* dei dirigenti di maggior talento, la RBC adotta principi remunerativi volti a realizzare un miglior allineamento con gli interessi degli azionisti e rispetto ai rischi assunti nello svolgimento della propria attività costituendo un sistema di incentivazione elastico basato su riconoscimenti che si incrementano o restringono a seconda della performance rilevata per ciascun top manager. In particolare, ciò che assicura un collegamento più efficace tra performance e remunerazione è innanzitutto l'agganciamento del *bonus pool* non al volume dei ricavi, ma a misure come: l'utile ("*earning*"), un TSR minimo secondo l'utilizzo di una tecnica piuttosto interessante, nota come "*stress testing*" con la quale si calcola il valore del bonus in diversi possibili scenari di performance finanziaria. Inoltre, si prevede un tetto all'ammontare erogabile quantificato in base ad un accorto monitoraggio delle capacità di leadership e di altre misure finanziarie, operative, strategiche e di rischiosità volte a coglierne i risultati anche in comparazione (*peer group*<sup>282</sup>) con quanto registrato con altre banche leader del settore.

La retribuzione degli *executive* è strutturata in modo tale che mediamente l'86% di questa sia "a rischio" ("pay *at-risk"*), cioè non garantita e tale da riflettere l'influenza che questi dirigenti hanno sulla performance finanziaria della banca. Conseguentemente una porzione rilevante è differita e focalizzata sulla generazione di valore nel lungo termine. Tale porzione è compresa tra uno e otto volte (per il CEO) lo stipendio fisso medio degli ultimi tre anni.

Dunque, gli elementi che definiscono il *compensation package* del team dei top manager sono:

- Il salario fisso che remunera responsabilità, capacità, conoscenze ed esperienze Per il 2009 sono stati esborsati \$2,900,000; in aumento nel 2010 e il 2011, rispettivamente \$3,600,000 e \$3,798,350.
- Gli incentivi basati sulla performance annuale.
- Gli incentivi basati sulla performance di medio termine, erogati in base al raggiungimento degli obiettivi e in comparazione con gli executive del peer group. Possono assumere la forma di bonus cash o di bonus differiti, detti "STI" o Short term incentive plan, di cui si è fatto un uso maggiore a partire dal 2010. Per quantificare gli STI si ricorre ad un moltiplicatore della performance di business con cui calcolarne il valore e si stabilisce un obiettivo in termini di utile al netto delle imposte (Net Profit After taxes, "NPAT"), di ROE, EPS e profitto economico, il grado di leva operativa e le iniziative di cost management, quota di mercato. In più si tiene conto di fattori

<sup>281</sup> Esiste anche un *back testing* per la verifica della *performance ex post* e consiste nella valutazione delle azioni differite.

<sup>&</sup>lt;sup>282</sup> Il *peer group* e' costituito dalle seguenti banche: Bank of Montreal, The Bank of Nova Scotia, Canadian Imperial Bank of Commerce, Manulife Financial Corporation, National Bank of Canada, Sun Life Financial Inc., The Toronto-Dominion Bank. In particolare, la RBC fa riferimento all' "Hay Group Performance Index" per parametrare la retribuzione del CEO al valore prodotto nella prospettiva degli shareholder. Questo indice compara la crescita di TSR, ROE ed EPS agli incentivi erogati in base alla performance per i CEO delle banche del *peer group*.

qualitativi quali: la soddisfazione della clientela, l'abilità di migliorare la partecipazione e la fidelizzazione dei dipendenti, il valore e la reputazione del brand. Il target bonus oltre ad essere moltiplicato per un *business multiplier* è calcolato anche applicando un *individual multiplier*, entrambi tra compresi tra lo 0% e il 200%. Infine è possibile convertire parte del proprio STI in "Deferred Share Unit" ("DSU"), ossia azioni riscattabili solo al momento dell'abbandono della società o all'epoca del pensionamento sulla base dell'andamento del prezzo delle azioni ordinarie della banca quotate sul Toronto Stock Exchange (TSX). L'uso delle DSU è cresciuto dal 50% al 50% dal 2009 al 201. 12,345,000 dollari è stata la spesa complessiva per il 2009, mentre nel 2010 e 2011 sono stati esborsati rispettivamente \$ 10,190,000 e \$ 9,340,107.

- Gli incentivi basati sulla performance di lungo termine che hanno lo scopo di trattenere il personale e allinearne il comportamento con gli interessi degli azionisti, articolati in performance share e restricted share differite. Le prime sono riconosciute dopo tre anni in base all'andamento della quotazione di mercato sul TSX, applicando un fattore modificativo per la quantificazione del payout azionario, definito in base a soglie minime del TSR e del ROE. Sono stati versate cifre complessivamente costanti: \$ 16,295,000 nel 2009; \$ 14,890,000 e \$ 16,476,363 negli anni successivi. Gli incentivi di lungo periodo nella forma di stock option, oltre ad avere gli obiettivi dei piani di medio periodo, cercano di indirizzare verso l'incremento del valore della società nei decenni avvenire. Delle stock option emesse nel 2009, il 50% matura dopo tre anni e le azioni diventano disponibili a partire dal quarto anno. Il prezzo d'esercizio è fissato in base al prezzo medio di cento azioni ordinarie per cinque giorni consecutivi o è pari al prezzo di chiusura del giorno immediatamente precedente a quello in cui l'opzione viene assegnata. L'uso delle opzioni è diminuito dal 50 al 40% tra il 2009 e il 2010. I pagamenti in stock option nel triennio sono stati pari a \$ 12,295,000; \$ 9,920,000 e \$ 5,501,121.
- I benefit pensionistici, *perquisite*<sup>283</sup> a copertura di spese di trasporto, parcheggio e consulenza finanziaria, più altri benefit (cure mediche e odontoiatriche, polizze assicurative ecc.). Le cifre pagate in benefit sono state: \$ 2,258,093; \$ 1,119,823 e \$ 1,881,002 nel 2011.

Mentre gli incentivi di medio e lungo periodo sono garantiti, gli STI ed il bonus monetario non sono attribuiti necessariamente, ma sono fortemente dipendenti dall'andamento economico finanziario del gruppo.

-

<sup>&</sup>lt;sup>283</sup> Gli executive della divisione RBS capital Market non partecipano ai programmi di "perquisite".

Inoltre, relativamente agli strumenti azionari è fatto divieto di vendita allo scoperto di azioni non possedute, cosi come è proibito entrare in una transazione monetaria equivalente alla creazione di un'opzione call o put sui titoli RBC.

Severance payment sono previsti quando è il dirigente ad abbandonare volontariamente la società e in questo caso sono pari allo stipendio più gli STI fino ad un massimo di due anni successivi. A partire dal 2010 tale pagamenti sono cancellati per valore non riscosso/non maturato degli strumenti azionari all'epoca della cessazione del rapporto di lavoro. Nel caso in cui non ci sia volontarietà allora è corrisposto il salario annuale, al quale si somma un eventuale bonus annuale.

Il grafico sottostante ripropone le dinamiche dei compensi osservate.

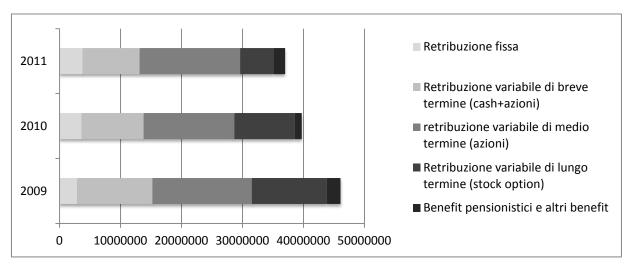


Figure 15. Dinamiche retributive del Group Executive della Royal Bank of Canada nel triennio 2009-2011. Fonte: elaborazione propria su dati di Royal Bank of Canada.

I principi che governano la compensation structure del secondo gruppo canadese, Toronto Dominion Bank<sup>284</sup>, ricalcano quelli più volte osservati nella prassi internazionale del settore bancario: l'allineamento con gli interessi gestionali espressi dagli azionisti, il livello di employee engagement, l'efficace presidio dei rischi aziendali<sup>285</sup>, l'agganciamento con la performance aziendale, sempre tenendo conto delle specificità delle condizioni operative dell'area geografica di responsabilità, la competitività dei pacchetti retributivi rispetto a quelli disegnati dai gruppi bancari rivali: l'obiettivo della banca canadese è quello di fissare una

<sup>285</sup> La retribuzione in base alla mole di rischi assunti viene determinata mediante misure quali: la previsione di scenari economici di stress scenarios, l'evidenza sui comportamenti riferita dall'internal audit, il value-at-risk, indicatori del rischio operativo, della liquidità, del capitale, delle perdite sui finanziamenti e del grado di concentrazione e qualità dell'attivo.

<sup>284</sup> I dati e le informazioni riportati sono ricavati da: Toronto Dominion Bank Group, Annual Report, 2009, 2010 e 2011.

remunerazione target in linea con la mediana dei compensi registrati presso le sue dirette concorrenti<sup>286</sup>.

Il salario di base costituisce una porzione limitata (compresa tra il 14% e il 42%) dei compensi totali, in quanto una quota considerevole della remunerazione (per il CEO fino al 70%) è "a rischio" (compensation at risk), ossia non garantita, articolata nel bonus cash a breve termine e in strumenti azionari (stock option, restricted share e performance share) con periodo di vesting minimo di tre anni (cliff vesting dopo quattro anni per le stock option). La remunerazione variabile non è garantita, ma al contrario può essere ridotta o cancellata completamente (clawback) dal pacchetto retributivo quando non siano incontrati i parametri di performance stabiliti ex ante. In genere, l'HR Committee procede a fine anno ad una correzione delle somme in misura pari al 20% in più o in meno rispetto a quanto preventivato. In particolare, le metriche più normalmente utilizzate per la valutazione dei risultati conseguiti si distinguono in misure interne ed esterne. Tra le prime vi sono: il NIAT ("Net Income After Tax") proprio e del segmento di business corrispondente presso altri istituti finanziari concorrenti; il CEI, ossia il "Customer Exeperience Index", con il quale si intende captare il livello di custmer loyalty, monitorando il numero dei clienti che raccomanderebbero la banca a un proprio collega; la destinazione di una percentuale dello stipendio in beneficienza. Tra le metriche esterne vi sono indicatori relativi di performance che portano ad una modifica dei compensi del +/- 20%; più indicatori di rischio, che introducono un ulteriore aggiustamento del +/- 15%. Per gli incentivi differiti in forma azionaria, il principale parametro osservato è l'andamento delle quotazioni della Toronto Dominion Bank sul "TSX" (Toronto Stock Exchange) e prevedono tutti un periodo di trattenimento del titolo o dell'opzione nel proprio portafoglio per un periodo minimo. La stessa regola si applica per la remunerazione differita in forma liquida.

I benefit, "perquisite" e i programmi pensionistici previsti per gli executive non differiscono da quelli delineati per il resto dei dipendenti.

I dati retributivi osservati per il gruppo bancario canadese sono stati riassunti graficamente.

\_

<sup>&</sup>lt;sup>286</sup> Le concorrenti annoverate nel gruppo di benchmark sono: Bank of Montreal, Scotiabank, Canadian Imperial Bank of Commerce, PNC Financials, Royal Bank of Canada e US Bank Corp. Sono escluse le istituzioni finanziarie americane diversificate, come Wells Fargo, Citibank e Bank of America.

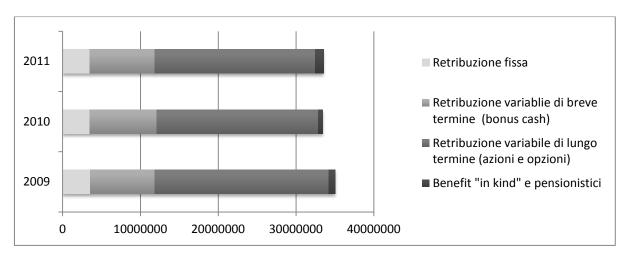


Figura 16. Dinamica retributiva degli Executive di Toronto Dominion Bank nel triennio 2009-2011. Fonte: elaborazione propria su dati di Toronto Dominion Bank.

Dal diagramma a barre sopra riportato emerge una lieve riduzione dei compensi totali (meno 4,4%) riconosciuti ai top manager esecutivi tra il 2009 e il 2011. Il salario fisso ha registrato la prima contrazione (\$ 3,574,924; \$ 3,519,100; \$ 3,493,400). I bonus *cash*, invece, sono stati incrementati soprattutto nel 2010 (\$ 8,258,578; \$ 8,582,580; \$ 8,373,336); lo stesso p accaduto per i benefit (\$880,318; \$ 584,426 e \$ 1,090,272) che hanno registrato l'aumento maggiore nel 2011 (+23,8% rispetto al 2009), nonostante l'iniziale abbassamento subìto nel 2010. un trend opposto hanno assunto le somme pagate in strumenti differiti di tipo *equity*, passati da \$ 22,367,149 percepiti nel 2009 a \$ 20,747,537 e \$20,594,686 guadagnati nei due anni successivi.

#### Australia

Alla National Bank of Australia ("NAB")<sup>287</sup> la Commissione per la remunerazione ha rivisto interamente il proprio sistema di valutazione e ricompensa non appena il FSB si pronunciò nel 2009, inducendo ad adottare una politica basata sui principi di creazione di valore nel lungo termine e di competitività. Inoltre, la suddetta politica è stata nuovamente rivista nel 2011 per adeguare le attività operative svolte da NAB in UK al quadro regolamentare della nazione ospitante.

La remunerazione nel gruppo è basata sulla Total Reward Methodology, che prevede tutti i seguenti elementi: a) la remunerazione fissa stabilita in base a confronti con l'esterno<sup>288</sup> e al set di abilità, expertise, performance individuale e al bagaglio di esperienze, compresa tra l'80% e il 120% dello stipendio fisso medio del mercato; i "Short-Term Incentive" ("STI") che

<sup>&</sup>lt;sup>287</sup> Le informazioni e i dati riferiti sono stati tratti da: National Bank of Australia, Annual Financial report 2009, 2010 e 2011.
<sup>288</sup> Le società con le quali NAB si raffronta sono i 25 istituti finanziari dell'Australian Stock Exchange (ASX 25) o le aziende dell' ASX 50, quando le prime non forniscono dati sufficienti ai fini comparativi.

riflettano la performance sia individuale (evidenziata dalla "scorecard"<sup>289</sup> personale) che quella di gruppo, il collegamento con i risultati della banca (espressi da tre misure fondamentali: i *cash earnigs*, il ROE ed il ROTAE<sup>290</sup>), e sono caratterizzati da parziale differimento: sono corrisposti come *performance share* o *restrected share*; c) i "Lon-Term Incentive" ("LTI") attribuiti solo agli impiegati *senior* in funzione del conseguimento di obiettivi sfidanti, espressi ancora una volta in termini di *cash earning*, ROE e TSR e Total Business Return (TBR), una misura composita costruita con i *cash earning* e il ROE. Questi infatti, sono riconosciuti nella forma di *performance rights*<sup>291</sup>, *share* e *option* (le opzioni solo per il 2008), soggette ad un *vesting period* minimo di tre anni. Naturalmente durante il differimento, le azioni corrisposte nell'ambito degli STI o LTI non possono essere negoziate sul mercato. Durante il triennio il Gruppo ha cercato di incrementare la quota di incentivi a breve termine

Durante il triennio il Gruppo ha cercato di incrementare la quota di incentivi a breve termine (tra 15 e il 20% del compenso totale) e ha diminuito quella a lungo termine per coloro che possono influenzare significativamente i risultati di lungo periodo (ora compresa tra il 30 e il 40% dello stipendio complessivo).

Bonus e incentivi garantiti non rientrano nella politica remunerativa della banca australiana, poiché non rispettano la cultura interna basata sulla performance.

Vengono definiti come benefit gli ulteriori pagamenti annuali, effettuati all'epoca del pensionamento mediante ulteriori contributi monetari o azionari (premi assicurativi, contributi a fondi pensione, più altri benefit come autoveicoli, parcheggi, contributi a fondi per le spese sanitarie, consulenza fiscale personale ecc.)

<sup>&</sup>lt;sup>289</sup> La scorecard si articola nei seguenti obiettivi: a) finanziari e di risk management (in termini di ROE; coerenza con il livello di rischio supportato dal Gruppo: b) progetti strategici e qualità; c) coinvolgimento e accrescimento del livello di partecipazione degli impiegati: d) custmer satisfation.

partecipazione degli impiegati: d) custmer satisfation.

290 Return on Total Allocated Equity (ROTAE), calcolato tramite i RWA, "risk weighted assets". I cash earnigs invece sono calcolati in base a principi contabili non accettati ovunque e riflettono la performance generale del gruppo, inclusa quella delle linee di business non generatrici di ricavi. Il ROE è calcolato come rapporto tra i cash earning ed il patrimonio netto medio inclusi i vari strumenti rappresentativi del capitale proprio e aggiustato in base al numero di azioni proprie riacquistate.

<sup>&</sup>lt;sup>291</sup> I *performance rights* sono assegnati quando i risultati reddituali del gruppo sono particolarmente positivi in un mercato caratterizzato da condizioni invece avverse.

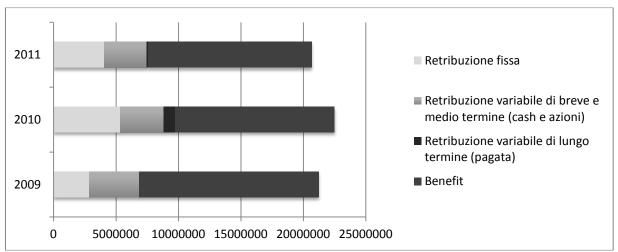


Figura 17. Dinamica retributiva del Group Executive della National Bank of Australia nel triennio 2009-2011. Fonte: elaborazione propria su dati di National Bank of Australia.

Il grafico illustra l'evoluzione del quadro retributivo nel triennio considerato:

- il salario fisso ha avuto un picco nel 2010 con \$ 5,333,705 esborsati, a fronte di \$ 2,847,427 e \$ 4,075,227 nel 2009 e nel 2011.
- gli incentivi a breve, "STI", hanno mantenuto un valore pressoché analogo nel 2010 e 2011 (\$ 3,480,779 e \$3,375,257) , mentre di poco più elevati erano nel 2009, \$ 4,029,000.
- i piani di azioni e opzioni differiti nel lungo termine hanno pagato nel 2009, 2010 e 2011 rispettivamente: \$0, \$ 941,458 e \$ 113,030.
- I benefit hanno rappresentato una porzione piuttosto consistente con numeri abbondantemente al di sopra delle 6 cifre: \$14,376,314 nel 2009, \$12,751,165 nel 2010 e \$13,100,212. La dinamica dei benefit è stata sommariamente costante.

Rimanendo in Australia, la People & Remuneration Committee della Commonwealth Bank<sup>292</sup> si è concentrata nella costruzione di un pacchetto retributivo flessibile e competitivo, ma anche equilibrato, fondato su meccanismi che spronino i propri executive al perseguimento della strategia di business della banca. Ciò significa premiare anzitutto la capacità di gestire sapientemente i rischi nell'interesse dell'investimento fatto degli azionisti.

Lo stipendio complessivo degli executive si è conseguentemente articolato nelle stesse tre componenti fondamentali viste per la NAB (remunerazione fissa, a breve e a lungo termine per un terzo del totale ciascuna, mentre fino al 2009 il salario fisso e i piani STI avevano un peso maggiore rispetto ai piani di incentivazione a lungo termine).

-

<sup>&</sup>lt;sup>292</sup> Le informazioni e i dati riportati sono stati tratti da: Commonwealth Bank of Australia, Annual Report 2009, 2010 e 2011.

Nel salario fisso sono compresi anche i benefit come il parcheggio e i servizi di *child care*, oltre ai normali contributi assistenziali e previdenziali.

Gli Short-Term Incentive sono distribuiti in parte in denaro e in parte in azioni ordinarie in base al grado di raggiungimento degli obiettivi espressi tramite la Balanced Socorecard (BSC). Gli STI sono per metà in *cash* e per l'altra metà sono differiti in azioni, ma non possono essere illimitati: al massimo assumono valori compresi tra lo zero e il 125% del salario.

Per rilevare la performance di breve periodo dal punto di vista dei rischi assunti, di usa il PACC, il Profit After Capital Charge, un indicatore "risk-adjusted" che considera non solo il profitto, ma anche anche il rischio insito nel capitale assunto per ottenere quel profitto. Al di sotto di valori specifici del PACC la remunerazione a breve è cancellata. Oltre al PACC si utilizza anche il *cash* NPAT, l'utile al netto delle imposte, e la "Profitable Growth" mentre tra le misure non finanziarie si riconoscono: la *custmer satisfatcion*, il livello di *employee enagagement* e il contributo allo sviluppo dei sistemi operativi e tecnologici.

I Long-term Incentive si articolano in piani quadriennali, nei quali per un quarto dell'incentivo si monitora la performance in relazione al livello di *custmer satisfaction* ("CS") per verificare il livello di partecipazione alla strategia di gruppo; per i tre quarti rimanenti si monitora invece il valore assunto dal TSR per cogliere il grado di soddisfacimento dell'interesse degli azionisti, rispetto ad un gruppo di banche usate come benchmark (*peer group*)<sup>294</sup>. Nel 2009 e 2010 tuttavia, la CS e il TSR avevano un peso rispettivo del 50%, mentre solo a partire dal 2011 la prima ha iniziato a contare per il 25% e il secondo a valere per il 75%. Maggiori sono i valori di CS e TSR e più grande è la porzione di azioni che possono essere svincolate e acquistate. Nel 2008 e nel 2009 furono istituiti i GLSP, "Group Leadership Share Plan", mentre nel 2010 furono varati i GLRP, "Group Leadership Reward Plan", basati sul raggiungimento di dati valori del NPAT e con durata triennale. A riguardo, è sempre proibito intraprendere strategie di *hedging* sulle azioni distribuite ai fini compensativi.

Indennità di licenziamento o a fronte di dimissioni (*termination payment*), vengono meno rispetto alle azioni assegnate attraverso i LTI e non riscattate.

I benefit possono essere a breve o a lungo termine; in forma monetaria o in strumenti di tipo *equity*; e certamente annoverano anche i contributi a piani pensionistici.

<sup>&</sup>lt;sup>293</sup> La *Profitable Growth* è l'incremento del rendimento dell'investimento azionario a fronte dell'espansione in nuove aree geografiche o all'introduzione di nuovi prodotti su mercato dove l'impresa può far leva su *asset* e capacità professionali già a disposizione.

Le istituzioni del *peer group* sono: AGL Energy Limited, AMP Limited, Australia and New Zealand Banking Group Limited, ASX Limited, Brambles Industries Limited, CSL Limited, Foster"s Group Limited, Insurance Australia Group Limited, Macquarie Group Limited, National Australia Bank Limited, Qantas Airways Limited, QBE Insurance Group Limited, Stockland, Suncorp-Metway Limited, Transurban Group, Telstra Corporation Limited, Wesfarmers Limited, Westfield Group, Westpac Banking Corporation and Woolworths Limited.

A seguito della crisi finanziaria e della contrazione della performance del gruppo, nel 2009 il CEO decise di tagliare il proprio stipendio complessivo del 10%, mentre gli executive si accordarono per ricevere il 5% in meno di quanto gli spettava.

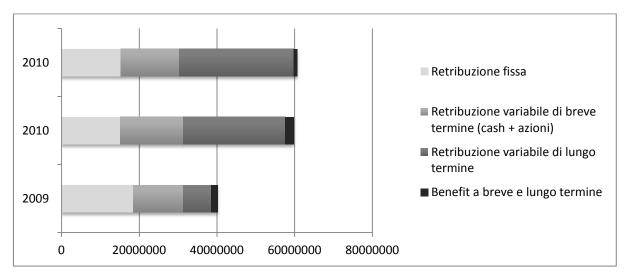


Figure 18. Dinamica retributiva del Group Executive della Commonwealth Bank of Australia nel triennio 2009-2011. Fonte: elaborazione propria su dati di Commonwealth Bank of Australia.

#### Dal diagramma a barre emerge che:

- il salario fisso percepito nel 2009 (\$18,423,219) è stato ridotto nei due anni successivi (\$15,085,409 nel 2010 e \$15,256,386 nel 2011);
- gli incentivi breve termine hanno subito un aumento (da \$12,947,916; a \$16,242,502 e \$ 15,028,400 nel 2010 e 2011);
- la porzione retributiva a lungo termine maturata e distribuita nel 2009 è stata pari a \$ 1,766,010, \$ 2,195,400 nel 2010 e \$ 966,060 nel 2011, mostrando un trend complessivamente crescente.

#### 4. L'articolazione della remunerazione delle banche di Cina e Giappone

Per quanto riguarda il continente asiatico due nazioni sono state prese in considerazione: Cina e Giappone e quattro gruppi bancari in tutto: l'Industrial and Commercial bank of China, L'Agricultural Bank of China, Mitsubishi Financial Group ed il Mizuho Financial Group.

#### Cina

Iniziando dal gigante economico d'oriente si analizzerà la dinamica della *pay structure* dell' l'Industrial and Commercial bank of China (ICBC).

Si segnala che se da una parte le *discolosure* della ICBC<sup>295</sup> sulla *governance* remunerativa sono minime ma soddisfacenti, dall'altra il contenuto relativo all'articolazione della struttura retributiva risulta essere estremamente stringato.

Tuttavia, si è riuscito ad apprendere che la banca ha l'obiettivo di mantenere una politica remunerative equa, competitiva ed in linea con la prassi internazionali in voga nel settore bancario. I fattori fondamentali tenuti in considerazione nella determinazione del pacchetto retributivo degli Executive Directors sono definiti in maniera piuttosto generale e si riportano di seguito così come illustrati nei report bancari:

- le esigenze del business
- la performance di business
- la situazione economica e del mercato
- il contributo individuale allo sviluppo del business della banca passata e futura
- la rischiosità complessiva e altri fattori non finanziari

Inoltre, per evitare l'insorgere di conflitti di interesse i dirigenti non sono coinvolti nella determinazione dei loro compensi.

Dai report annuali analizzati sono stati ricavati i seguenti dati:

- il salario fisso (compresi altri riconoscimenti generici annuali) per il 2009 è stato pari a \$ 9,982,000 e \$10,582,000 nel 2010; \$8,124,000 nel 2011.
- i bonus annuali riconosciuti a discrezione della Commissione per la remunerazione ammontavano a: \$4,900,000 per il 2009; \$5,000,000 e 3,649,000 nel 2010 e 2011; più fese di partecipazione per \$1,220,000 l'anno per i primi due anni considerati e \$865,000 per il 2011.
- i benefit (contributi a fondi pensione) hanno raggiunto valori di: \$708,000 nel 2009 e 2011, \$740,000 nel 2010.

Il grafico sottostante mostra i dati retributivi descritti per l'ICBC.

\_

<sup>&</sup>lt;sup>295</sup> I dati sono stati ricavati dagli Annual Report del 2009, 2010 e 2011 pubblicati dal gruppo ICBC.

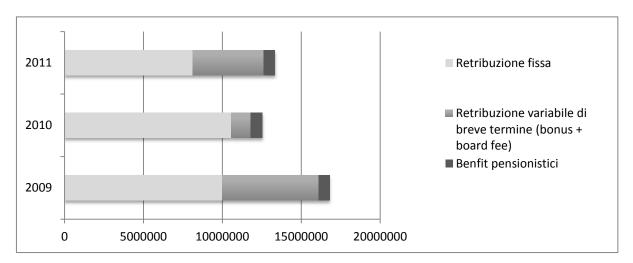


Figura 19. Dinamica retributiva degli Executive Directors del Gruppo ICBC per il triennio 2009-2011. Fonte: elaborazione propria su dati del Gruppo ICBC.

L'Agricultural Bank of China<sup>296</sup> ("ABC") segue il principio retributivo fondamentale per cui "i salari sono stabiliti in base alla performance passata e alle competenze, mentre i riconoscmenti/incentivi guardano alla performance attuale".

Il Gruppo ha implementato un'ottica "value-based" e "market oriented" per la remunerazione dei propri manager, articolata in una serie di incentivi e meccanismi di trattenimento sulle busta paga (sistemi clawback e malus) volti a guidare gli impiegati verso un costante sforzo di miglioramento della propria performance. A tal fine il colosso bancario d'oriente si è dotato di più sofisticati sistemi di performance mangement, remuneration mangament e human resources management, finalizzati ad una migliore standardizzazione del set di regole e procedure che collegano la retribuzione ai risultati conseguiti su base individuale o collettiva. In particolar nel report 2010, si rende noto che è stato adottato un sistema di performance management a ciclo chiuso ("closed-loop") basato sul seguente circolo di azioni: monitoraggio-verifica della performance principalmente mediante uso di indicatori di valore come l'EVA-uso ai fini remunerativi dei risultati derivanti dalla verifica effettuata-nuovo monitoraggio e così via ininterrottamente.

Grazie a tale metodologia è stato possibile rafforzare il sistema di incentivazione orientato alla performance per la determinazione dei riconoscimenti, delle penalità, degli avanzamenti di carriera e dei licenziamenti.

Tuttavia, ABC rende noto che per gli executive non sono stati previsti piani di incentivazione basati su azioni, per cui nessuno dei dirigenti, né il senior management detiene o negozia sul mercato azioni della banca, *stock option* o *restricted stock grant*<sup>297</sup>.

\_

<sup>&</sup>lt;sup>296</sup> Informazioni e dati sono stati tratti dagli Annual Report 2009, 2010 e 2011 e da due ulteriori documenti: Agicultural Bank of China Limited, "Final Emoluments of Directors, Supervisors and Senior Management", 2011; Agricultural bank of China Limited, "Supplement of Notice of the 2010 Annual General Meeting", 2010.

In particolare, si segnala che per la vocazione del proprio business, ABC si articola su base territoriale secondo il "doppio modello urbano e rurale", che permette di raggiungere sia la clientela concentrata nei grandi centri urbani sia quella dispersa nelle vaste aree del gigante asiatico. Per gestire in modo efficiente le complessità derivanti da una presenza ramificata anche nelle aree geografiche più remote è stata avviata una riforma del sistema distributivo; è stato arricchito il sistema di standardizzazione dei processi manageriali di redistribuzione del reddito prodotto ed è stato effettivamente promosso uno sviluppo sostenibile e sano del business, affidando un ruolo chiave ai meccanismi di incentivazione dei dirigenti. A quest'ultimi sono state gradualmente riconosciute le "rendite societarie" (enterprise annuity), la partecipazione a sistemi assicurativi, pensionistici e sanitari, piani di tutela della maternità e della disoccupazione; schemi che garantiscono l'accesso a fondi per l'acquisto di abitazioni.

Con riferimento esclusivamente agli Executive Directors si riportano le seguenti informazioni sugli elementi e l'ammontare del pacchetto retributivo:

- la retribuzione fissa è andata diminuendo da RMB 2,425,800 del 2009 a RMB 1,531,100 e RMB 1,189,100 nei due esercizi seguenti;
- i bonus collegati alla performance di breve termine hanno avuto la stessa evoluzione in calo dal 2009 al 2011: RMB 5,695,800; RMB 3,686,000 e RMB 2,941,000;
- i bonus differiti hanno mostrato ancora il medesimo trend: da RMB 2,484,000 a RMB 1,843,200 e RMB 1,270,500;
- i benefit si sono caratterizzati per un andamento più altalenante: RMB 1,758,500 nel 2009; RMB 1,115,000 nel 2010 e infine RMB 3,843,000 nel 2011.

Tali dinamiche sono evidenziate nel grafico sottostante.

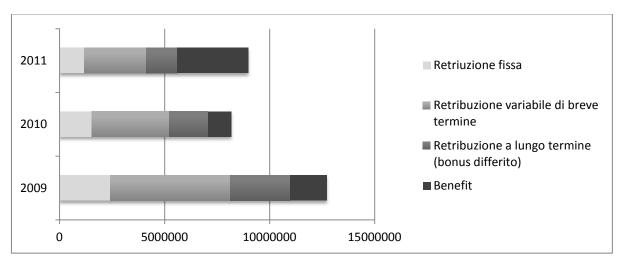


Figura 20. Dinamiche retributive degli Executive Directors di Agricultural Bank of China nel triennio 2009-2011. Fonte: elaborazione propria su dati di Agricultural Bank of China.

<sup>&</sup>lt;sup>297</sup> Al 31 dicembre 2011 risultava che solo un membro del Consiglio di Sorveglianza Mr. ZHENG Xin posedeva 500,000 azioni della banca.

#### Giappone

Per il primo gruppo bancario nipponico, Mitsubishi Financial UFJ Group<sup>298</sup>. il pay mix prevede innanzitutto la corresponsione di una retribuzione fissa. Accanto allo stipendio fisso sono previsti i piani basati sulla distribuzione di azioni, improntati all'emissione da parte della società di diritti per l'acquisto di azioni<sup>299</sup> (ossia opzioni per ottenere cento azioni con uno yen), col proposito di migliorare il contributo individuale al miglioramento delle quotazioni e del profitto. Con lo stesso obiettivo sono poi riconosciuti i bonus in *cash* quantificati in base alla performance monitorata secondo l'approccio suggerito dalla Balanced Scorecard (BSC), considerando i risultati delle attività aziendali operative insieme ai risultati quantitativi e qualitativi ottenuti dai singoli dirigenti. Le azioni sono attribuite in base al livello di anzianità e alla posizione rivestita, al grado di esperienza, nonché in funzione del contributo alla performance complessiva del Gruppo. Il *vesting period* è tuttavia molto breve (1 anno) e subordinato al mantenimento della carica alla data di esercizio del diritto azionario.

Vi sono anche piani di erogazione di severance payment ("Service Indemnity plans", SIP), considerati come pagamenti a titolo di benefit nella forma di capitale corrisposto in denaro in un'unica soluzione; mentre non è possibile richiedere che lo stesso capitale venga distribuito sotto forma di rendita. La somma è riconosciuta al momento del pensionamento o anche prima quando l'incarico è abbandonato.

Si segnala infine, il grande sforzo compiuto dal Mitsubishi UFJ per fornire compensi extra in aiuto a tutti i dipendenti vittime del disastroso terremoto che ha recentemente colpito la nazione. Il gruppo è concretamente venuto in aiuto di coloro che hanno riportati danni fisici o materiali diretti o a propri familiari.

<sup>&</sup>lt;sup>298</sup> I dati e le informazioni riportate sono state ricavete da: Mitsubishi UFJ Financial Group, Annual Report, 2009, 2010, 2011

<sup>&</sup>lt;sup>299</sup> Sono stati lanciati sei piani di opzioni su azioni tra il 2007 e il 2012 con *expiration date* comprese tra il 2037 e il 2040.

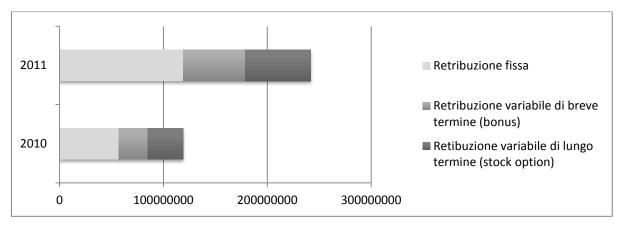


Figure 21. Dinamiche retributive dei Directors del Mitsubishi UFJ Financial Group per il biennio 2010-2011. Fonte: elaborazione propria su dati del Mitsubishi UFJ Financial Group.

Il grafico è stato elaborato con i dati pubblicati relativamente ai propri dirigenti. La descrizione degli elementi retributivi risulta essere piuttosto cospicua: tuttavia, i dati numerici relativi ai singoli *director* sono noti solo a livello aggregato per il 2009, anno in cui emerge che vi è stata una spesa complessiva di 196 milioni di yen; ¥ 119,000,000<sup>300</sup> e ¥ 242,000,000 rappresentano la spesa totale per 2010 e 2011 destinata solo, si ricorda, agli *executive* in posizione apicale.

Nel determinare la *compensation* dei propri dirigenti, la politica fondamentale implementata dal Mizuho Financial Group<sup>301</sup> consiste nel considerare come linea guida la performance di medio termine per ciascun manager, rispetto a quella dimostrata dagli executive dello stesso settore, nelle medesime condizioni economiche e sociali, ma guardando allo stesso tempo ai ruoli, alle responsabilità, al contributo al perseguimento delle strategie societarie, alla capacità di tenere sotto costante controllo i rischi.

Conseguentemente II gruppo nipponico corrisponde ai propri top dirigenti anzitutto un salario annuo di base, che nel triennio considerato ha assunto valori quali: 492 milioni di yen per il 2009; 303 milioni e 321 milioni di yen nei due anni successivi.

Lo stipendio fisso è affiancato da piani aventi ad oggetto le emissioni di *stock option* per stimolare il contributo individuale al miglioramento dei prezzi azionari e del profitto. Le azioni sono anche per il secondo gruppo nipponico attribuite in base al livello di *seniority* e alla posizione rivestita, al grado di esperienza e competenze detenute, nonché in funzione al contributo ai risultati finali del Gruppo. Il valore assunto da tale forma di remunerazione differita è stato pari a: 175 milioni, 75 e 105 milioni rispettivamente nel 2009, 2010 e 2011.

Fino al 2009 erano previste anche indennità di pensionamento, che sono state però abolite a partire dallo stesso giugno 2009, e quindi sono presenti solo nei conteggi per gli esercizi

<sup>&</sup>lt;sup>300</sup> È segnalata la remunerazione di un solo Director.

<sup>&</sup>lt;sup>301</sup> I dati e le informazioni ricavate sono stati desunti da: Mizuho Financial Group, Annual Report, 2009, 2010 e 2011.

amministrativi 2009 e 2010<sup>302</sup>. I *retirement benfit* (relativi alla pensione) per il 2010 ammontavano a ¥145,000,000 e non erano previsti altri benefit. Zero è stato anche il valore dei benefit totali nel 2011, mentre due anni prima si erano contati ¥ 21,000,000 di "altri benefit", diversi da quelli pensionistici.

Quanto detto è mostrato nel grafico sottostante.

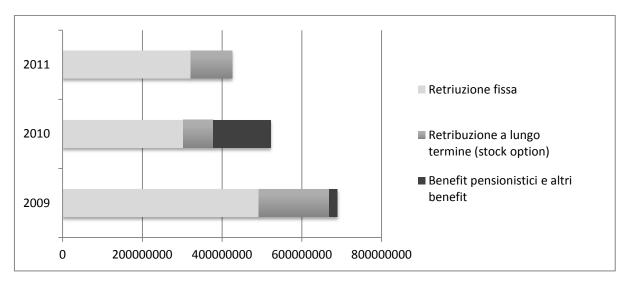


Figure 22. Dinamica retributiva dei Directors del Mizuho Financial Group per il triennio 2009-2011. Fonte: elaborazione propria su dati del Mizuho Financial Group.

#### .

## 5. Considerazioni analitiche conclusive sui *trend* retributivi, il *pay mix* e i nuovi indicatori di performance nel settore bancario globale

Il presente paragrafo parte da una disamina dei trend remunerativi generalmente osservati cercando di aggregare le banche che hanno osservato pratiche e orientamenti retributivi sovrapponibili, non solo relativamente all'andamento delle macro categorie retributive (fissa e variabile a breve e lungo termine) ma anche per quanto concerne l'utilizzo degli indicatori atti a rilevare e valutare la performance degli executive banker.

Dall'analisi svolta si è appreso che tra il trend retributivo per il 23 Gruppi Bancari esaminati non è stato uniforme. Alcuni, in particolare, hanno mostrato un andamento crescente, altri, invece, hanno operato un graduale abbassamento dello stipendio complessivo erogato ai propri top manager. Nello specifico, appartengono alla prima categoria banche come: BNP Paribas, Crèdit Agricole, ING Group, Nordea, Banco Santander, Commonwealth Bank, Goldman Sachs, ICBC e Mitsubishi Financial Group.

<sup>&</sup>lt;sup>302</sup> Si ricorda che il periodo amministrativo rilevante ai fini della redazione del bilancio annuale in Giappone si conclude a marzo di ciascun anno solare.

Le società finanziarie che invece hanno operato un tendenziale taglio degli stipendi sono state: Deutsche Bank, BBVA, Credit Suisse, HSBC, Barclyas, UBS, Royal Bank of Canada, Toronto Dominion Bank, Agricultural Bank of China e ICBC, Mizuho Financial Gruop.

Unicredit e JP Morgan Chase & Co si sono contraddistinte per un picco retributivo nel 2010 per le ragioni illustrate nei paragrafi precedenti. National Australian Bank ha mantenuto un andamento pressoché costante.

Date queste macro dinamiche si sono osservati alcuni orientamenti comuni per quanto concerne la retribuzione fissa. Alcune banche infatti, hanno cercato di aumentare la porzione del salario al fine di contenere gli incentivi a breve termine che per essere massimizzati richiedevano un'eccessiva assunzione di rischi. Tra gli istituti finanziari che hanno operato questa scelta si ricordano quelli francesi, Unicredit, Intesa Sanpaolo, RBC e casi, come quello del gruppo olandese ING, in cui la remunerazione riconosciuta è consistita unicamente nel salario fisso. Per altre banche, invece, quelle che hanno optato per un abbassamento generale degli stipendi, anche la retribuzione fissa è stata rivista in ribasso com'è accaduto, per esempio, per Deutsche Bank, la britannica HSBC, e la giapponese Mizhuo Financial.

Inoltre, il trend generale ha visto una complessiva contrazione della remunerazione variabile a breve termine (bonus), mentre per pochi gruppi (BNP, Barclays, JP Morgan, Commonwealth Bank e la cinese ICBC) gli incentivi di breve periodo hanno registrato l'andamento opposto. Questo fenomeno è stato accompagnato parimenti da tendenza all'adozione di forme di incentivazione a lungo termine. Per esempio si è visto che in Germania, alla Deutsche Bank ci sono solo incentivi variabili di lungo periodo, e uno spostamento netto verso questa forma retributiva è stato riscontrato anche per le banche nel mondo anglosassone (le britanniche, le australiane e le statunitensi). Tra queste fa eccezione la canadese RBC. Anche altri gruppi europei come Deutsche Bank, BNP Paribas, Nordea hanno ridotto questa componente, che diviene totalmente assente nel colosso bancario cinese ICBC, dove sono stati corrisposti solo bonus annuali.

Tuttavia, in risposta alle regole dettate dal Financial Stability Board, tutti i gruppi bancari internazionali hanno incrementato la remunerazione soggetta a differimento nel tempo, almeno per il 60% anche se non mancano casi in cui fino all'80% della retribuzione è stata differito. L'enfasi posta sulla necessità del differimento e sul potenziamento della quota a lungo termine è il prodotto diretto dei comportamenti distorsivi che hanno alimentato la crisi finanziaria del 2008. Infatti, è accaduto spesso di rilevare nel 2009 che alcuni executive hanno volontariamente rinunciato ai propri bonus in tutto o in parte, oppure hanno deciso di differirli. Questo è quanto accaduto in UBS, Crédit Suisse, Intesa Sanpaolo, HSBC.

L'allineamento degli interessi manageriali con la sopravvivenza nel lungo periodo, così come sperato dagli azionisti, si avvera proprio attraverso tali modifiche del mix e degli strumenti

retributivi in questa direzione. Tra l'altro il trend generale è stato anche quello che ha visto gli stessi bonus a breve termine scomporsi in una quota (solitamente intorno al 50%) cash erogata immediatamente e in una quota differita in azioni. Soprattutto, mai si contempla la possibilità di bonus illimitati, ma si propone sempre un cap che può andare al 35% (Nordea) al 250% (Barclays) del salario fisso. La quota di compensi a breve diviene sempre meno "garantita", ma prende il nome di "pay at risk", dove il rischio è quello di mancata percezione o cancellazione (clausole di "clawback", "sistemi malus" e "recovery provision") in caso di risultati deludenti, perdite, comportamenti imprudenti e irrispettosi delle regole. Se questa evidenza trova conferma a livello internazionale, non c'è tuttavia uniformità sugli strumenti che dovrebbero essere adottati per le politiche di retribuzione a lungo termine. Infatti, si sono rilevati casi di banche che hanno bandito l'utilizzo delle stock option come per l'italiana Intesa Sanpaolo, mentre molti altri istituti vi ricorrono frequentemente. Tuttavia, praticamente tutte le banche osservate hanno fatto ricorso a restricted share (soprattutto negli USA) e performance share, che hanno il pregio di vincolare la remunerazione ai risultati conseguiti nel tempo. Tra l'altro frequentemente si è riscontrata la pratica che obbliga ad un trattenimento in portafoglio dei titoli azionari e derivati a volte fino anche alla pensione e senza che vi sia possibilità di adottare strategie di hedging e short sale, che infatti vanificherebbero la finalità stessa di tali strumenti. Solo in Crédit Suisse si è fatto ricorso anche all'utilizzo di obbligazioni (piano PAF).

Non c'è uniformità anche per quanto riguarda le indennità di licenziamento (severance payment) e i *golden parachute*. Per esempio i primi sono ammessi in Deutsche Bank ma non in JP Morgan; inoltre i *golden parachute* sono stati aboliti, per esempio, in BNP Paribas, UBS e Unicredit.

Un discorso a parte meritano gli indicatori di performance. Nel capitolo precedente sono stati proposti alcuni parametri finanziari, di varia natura. L'analisi sin qui condotta ha permesso di comprendere quale sia il loro effettivo utilizzo e quali indicatori siano stati recentemente adottati.

Si è rilevato che gli incentivi di breve termine sono calcolati soprattutto in base all'andamento dei ricavi, del ROI, del rapporto "reddito operativo/total assets" e del ROE. Quest'ultimo è frequentemente usato anche per quantificare l'ammontare dei compensi a lungo termine, anche se i due indicatori fondamentali per l'effettuazione di tali calcoli sono il Total Shareholder Return e l'Earnig Per Share, oltre ai prezzi azionari, che vengono monitorati per un certo numero di anni (in genere da tre a cinque) per ricavarne una media rappresentativa e non alterata da effetti stagionali o congiunturali. Anche TSR ed EPS sono calcolati in media e raffrontati con i valori registrati dagli altri gruppi bancari leader del settore secondo la tecnica del "peer group benchmarking", in voga in tutte le banche del mondo occidentale e

anglosassone. Sempre per i compensi di lungo termine è usato l'EVA o "profitto economico" e il "profit growth"; accanto a questi l'utile netto più in generale.

Vi sono infine le nuove metriche che prendono in considerazione spesso le misure tradizionali e le aggiustano per tener conto del rischio, nascono quindi il "risk adjusted EPS" o i "cash earnings", spiegati nei paragrafi precedenti. Certamente il rischio è il fattore cardine nell'utilizzo dei nuovi parametri con cui rilevare la performance e decidere degli emolumenti. Si considerino in questo senso il Risk Weighted Assets (RWA), il RoRWA, ossia il rendimento su tali attivi ponderati per il rischio e le rettifiche nette su crediti per il rischio di credito; il Core Tier 1 Ratio; il tasso di rendimento della liquidità e il Cash Horizon per monitorare il rischio di liquidità.

Si vuole, infine, riflettere sul tema della valutazione dei risultati: tema cruciale dal momento che le misure finanziare si fondano spesso su parametri frutto di congetture, ipotesi, costruzioni contabili non sempre accettati ovunque<sup>303</sup>. Questo ha visto sorgere una serie di misure di natura qualitativa, affiancate sempre più agli indicatori finanziari più tradizionali. Si ricordano, tra le più usate: la *custumer satisfaction*, le capacità di *risk management*, il grado di coinvolgimento dei dipendenti dei processi decisionali e al loro responsabilizzazione ("employee engagement"), le abilità di leadership, i comportamenti etici e rispettosi della regolamentazione, l'attività di *corporate social responsability*.

Un altro tema su cui si vuole indugiare, a conclusione del capitolo, è quello relativo alla mancanza di uniformità nel trend dei mix retributivi osservati. Il campione degli istituti selezionati sembra essere spaccato in due gruppi, l'uno con andamenti dei compensi in crescita, l'altro che persegue una costante riduzione dei pacchetti retributivi dei propri dirigenti. I tratti comuni osservati riecheggiano le disposizioni normative dettate dal FSB, per cui si ritiene che senza di esse probabilmente non ci sarebbe stato l'importante spostamento, riscontrato invece quasi ovunque, verso le politiche di incentivazione differita a lungo termine. In genere, le banche che si chiamano fuori dal coro sono quelle cinesi per due ragioni principali: la prima, sta nei dati davvero molto stringati messi a disposizione del pubblico sull'argomento della remunerazione dei dirigenti interni; il secondo risiede nello scarso livello di *compliance* rispetto alla normativa internazionale, verso la quale la Cina deve ancora compiere importanti passi avanti.

\_

 $<sup>^{303}</sup>$  Si riconsideri in proposito il caso dei "cash earnings".

#### CAPITOLO V

# Gli indicatori di performance e l'evoluzione del valore aggiunto del capitale

#### Introduzione

Il presente capitolo si propone l'obiettivo di indagare le condizioni di redditività ed efficienza, che hanno caratterizzato i gruppi bancari selezionati nel triennio 2009-2011, e come queste abbiano contribuito alla creazione o alla distruzione di valore economico.

In particolar modo, l'analisi verrà condotta utilizzando il diagramma del valore, uno strumento schematico che permette di individuare il reddito economico aziendale e di confrontarlo con il costo di approvvigionamento del capitale. Questo lavoro propone una versione alternativa del digramma del valore, in cui il reddito economico viene calcolato secondo "l'approccio levered" basato sull'individuazione del ROE come prodotto di indicatori di redditività, efficienza operativa e della leva finanziaria, ottenuti mediante le voci tipiche dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico delle banche.

Il capitolo inizia con l'illustrazione dei margini reddituali e dei parametri che saranno utilizzati nell'analisi e prosegue con la spiegazione del metodo di calcolo del valore aggiunto del capitale di rischio mediante il diagramma del valore.

Il capitolo procede, quindi, con l'analisi puntuale di ciascun gruppo bancario, evidenziando l'attitudine degli istituti finanziari alla creazione di profitto economico. Il valore rilevato è stato, infine, confrontato con l'andamento delle retribuzioni complessivamente corrisposte agli executive, al fine di verificare se esiste o meno una correlazione tra i compensi percepiti ed il contributo fornito dagli executive bankers al miglioramento della performance economica aziendale.

#### 1. L'analisi della performance economico-finanziaria orientata al valore

Prima di procedere con l'analisi del valore condotta mediante gli indicatori di performance è necessario fare una premessa metodologica per comprendere l'effettivo andamento economico e finanziario dei gruppi bancari selezionati. Infatti, si vuole qui precisare che tali parametri sono ricavati a partire da una riclassificazione degli schemi di stato patrimoniale

(*Balance Sheet*) e Conto Economico (*Income Statement*). La finalità della riclassificazione è quella di identificare le variabili che rivelano le capacità di "sviluppo dimensionale delle attività, la redditività, l'equilibrio patrimoniale, l'efficienza nell'impiego delle risorse"<sup>304</sup>. È possibile ricavare una serie di misure che hanno valore consuntivo, cioè di riepilogo della performance patrimoniale, economica e finanziaria della società, che facilitano un'analisi comparativa della stessa sotto il profilo spazio-temporale, ossia rispetto ai concorrenti e agli esercizi precedenti, sia in termini assoluti sia relativi.

I primi indicatori che si analizzeranno sono quelli di redditività, i quali adeguatamente composti e moltiplicati tra loro restituiscono una misura fondamentale del reddito prodotto per gli azionisti, quale il ROE. Tuttavia, si menzioneranno anche ad altri parametri di rendimento, come il RONA, giacché si intende accennare alla versione del diagramma del valore basata sull' "approccio *unlevered*".

#### 1.1 Gli indicatori di redditività, efficienza e solvibilità nell'economia bancaria<sup>305</sup>

Mediante la costruzione di "uno schema di conto economico di tipo progressivo" (Ruozi, 2011) è possibile individuare una serie di margini gestionali che permettono di cogliere il contributo delle varie aree gestionali (caratteristica, extracaratteristica e straordinaria) alla creazione del reddito d'esercizio.

Considerando che l'attività caratteristica di ogni banca è rappresentata dall'intermediazione creditizia, il primo risultato frutto della differenza tra ricavi e costi che si riferiscono a tale area porta all'individuazione del *margine d'interesse*. In genere, si tratta di sottrarre agli interessi attivi e proventi simili (sulla raccolta, impieghi in prestiti, titoli e crediti interbancari) interessi di natura passiva e altri oneri correlati, compresi i dividendi.

Accanto alla tradizionale attività creditizia le banche si occupano anche delle operazioni d'intermediazione mobiliare, oltre che assicurativa, (in Italia solo se organizzati in gruppi bancari), attraverso specifiche società assicurative affiliate. Ne deriva che una quota rilevante dei ricavi proviene dagli "altri servizi" che le banche offrono nell'ambito di tali attività di intermediazione. Sommando ai ricavi netti<sup>306</sup> da altri servizi ("*Commission and fee*") il margine di interesse si ottiene un altro risultato intermedio, il *margine di intermediazione*. Più

<sup>305</sup> Per la stesura del paragrafo si è fatto riferimento a: Roberto Ruozi, "Economia della banc"a, Egea, 2011, Capitolo 18, pagg.354-361.

<sup>&</sup>lt;sup>304</sup> Roberto Ruozi, "Economia della banca", Egea, 2011, Capitolo 18, pag.349. In particolare i parametri proposti sono quelli tipici della tradizione contabile europea e che scaturiscono dall'adozione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS. Si è operata questa scelta considerato il numero preponderante di banche europee nel campione proposto e tenuto conto anche della quotazione su borse europee di gruppi bancari extraeuropei.

<sup>&</sup>lt;sup>306</sup> Più precisamente si tratta di considerare i ricavi netti da commissioni alimentati dalla somministrazione di servizi di pagamento e mobiliari, il saldo della compravendita di titoli presenti nel portafoglio della banca. Tale compravendita genera un risultato da attività di negoziazione, di copertura, cessione e/o riacquisto e il risultato netto di attività e passività finanziarie valutate a *fair value*.

specificamente nella pratica internazionale, il margine d'intermediazione, o "non interest income", include le commissioni sulle transazioni interbancarie e nel mercato monetario, il reddito derivante dai prodotti distribuiti alla clientela; le obbligazioni bancarie; i flussi di cassa generati dagli strumenti derivati di copertura, come il portafoglio di strumenti finanziari di copertura del rischio di tasso d'interesse; il trading book (titoli a reddito fisso, patti di riacquisto, prestiti concessi e ricevuti, titoli di debito); le transazioni su tassi di cambio e frutto di arbitraggio; nonché le attività finanziarie available for sale ed held to maturity.

Sottraendo a tale margine i costi operativi fissi o variabili (costi del personale, spese amministrative, rettifiche/ riprese di valore di attività materiali e immateriali e altri proventi e oneri operativi) si arriva a determinare il *risultato di gestione* o EBITDA. Si tratta di una configurazione di reddito che non tiene conto dei costi di natura non monetaria, essenzialmente ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni.

L'EBIT, invece, tiene conto di rettifiche e accantonamenti, ma non ancora dell'imposizione fiscale. Nell'economia della banca ciò significa che tale forma reddituale include rettifiche/riprese di valore a causa deterioramento di elementi dell'attivo (crediti e altre attività oggetto di impairament test) e accantonamenti netti a fondi rischi e oneri futuri. Tutti questi elementi contribuiscono all'individuazione del "risultato di gestione", altrimenti noto come operating income. A questo vanno sommati algebricamente una serie di componenti di reddito non ricorrenti: utili e perdite dalle partecipazioni; il risultato netto delle rivalutazioni a fair value delle attività materiali e immateriali; le rettifiche di valore dell'avviamento; utili e perdite da cessione di investimenti e relativi a gruppi di attività in via di dismissione. Si arriva così al risultato lordo ("Gross Income" o "Profit Before Taxes", NPBT). Infine, si sottraggono gli oneri tributari per ottenere il risultato netto ("Net Income" o "Profit After Taxes", NPAT).

La breve ricognizione sui risultati progressivamente individuabili tramite una riclassificazione dell'*Income Statement* effettuata secondo un'impostazione contabile in realtà più europea, è necessaria per l'introduzione degli indicatori di redditività, efficienza e solvibilità che forniscono una rappresentazione sintetica delle condizioni gestionali ed economiche di una società bancaria.

Gli *indici di redditività* esprimono la capacità di operare in condizione di equilibrio economico, mettendo a confronto il rendimento di una data area gestionale con il capitale che ha permesso di generare tale rendimento. Gli *indicatori di efficienza* mettono in evidenza il livello, la tipologia delle strutture di costo interne e la modalità di utilizzo delle risorse a disposizione. Infine, le *misure di solvibilità* indagano la capacità di far fronte al debito assunto nei confronti di terzi, rapportandolo al capitale proprio (si ottiene così la leva finanziaria, *leverage ratio*).

Tutte le misure di performance saranno analizzate per le banche scelte in una prospettiva di confronto temporale nel triennio di riferimento 2009-2011.

La misura di redditività fondamentale è il *Return on Equity* (ROE), in quanto esprime il "potere di attrazione" del capitale di rischio da parte della gestione. Si precisa che il ROE esprime la capacità di generare un reddito finale positivo da reinvestire nella gestione dell'anno successivo, perciò andrebbe espresso più correttamente mediante il rapporto tra il reddito netto dell'esercizio "n" diviso il patrimonio netto del periodo amministrativo "n+1".

Procedendo nell'analisi della redditività si possono individuare una serie di indici a partire dai risultati economici sopra descritti.

Un primo parametro è dato dal rapporto tra il margine di interesse ("MI") e il totale dell'attivo ("TA"), come complesso di risorse raccolte e reinvestite. Il rapporto "MI/TA" esprime il contributo della redditività del gruppo bancario proveniente dall'intermediazione creditizia. Tuttavia, se l'attivo bancario dà origine ad una *ratio* positivo e superiore all'unità, non è necessariamente vero che spingendo verso un incremento della raccolta di depositi si posso registrare un miglioramento in termini assoluti dell'indicatore. Infatti, ad una lievitazione della raccolta corrisponde un aumento dell'attivo, che trovandosi al denominatore, deprimerebbe il valore del rapporto. Tra l'altro, ciò che diventa assolutamente importante è la possibilità di esprimere il margine d'interesse come *spread* tra rendimento medio dell'attivo fruttifero di interessi e il costo medio tra gli oneri passivi e considerare quale valore esso assume rispetto ai *total assets*, cioè ai volumi complessivamente intermediati.

Procedendo con il margine successivo, quello di intermediazione ("MINT") e dividendolo per il margine d'interesse, si ottiene una misura "MINT/MI", che indica la capacità di generare reddito attraverso attività di intermediazione non tradizionali, cioè nella resa di servizi più generali alla clientela e da una gestione profittevole del portafoglio dei propri titoli. Se non vi è capacità di generare questa tipologia di ricavi il rapporto si riduce ad assumere un valore unitario.

L'indice "RLG/MINT" esprime invece, il rapporto tra il reddito lordo di gestione ("RLG") e il margine di intermediazione, considerando che la differenza tra i due risultati è data dai costi operativi, e dunque, esprime il peso che questi hanno sulla redditività complessiva a lordo dell'imposizione fiscale. Talvolta i costi di funzionamento della struttura sono talmente elevati da conferire un valore negativo al parametro.

Il peso delle rettifiche/riprese di valore per deterioramento di crediti e altre attività finanziarie e degli accantonamenti ai fondi rischi e oneri futuri è espresso mediante il rapporto tra il reddito di gestione ("RG") e il precedente reddito lordo di gestione.

Continuando a scorrere le voci del conto economico, l'eventuale impatto di eventi che hanno comportato l'insorgere di oneri straordinari viene colto attraverso il *ratio "RL/RG"*, ossia tra il reddito lordo ("RL") e il reddito di gestione.

<sup>&</sup>lt;sup>307</sup> Carlo Caramiello, Fabrizio Di Lazzaro, Giovanni Fiori, "Indici di bilancio", Giuffrè editore, 2003, Capitolo 11, pag. 341.

Infine, la gestione tributaria, che si colloca al di fuori della sfera gestionale propria della banca, si esprime rapportando il reddito lordo e il risultato netto dell'esercizio ("RN"): il ratio è "RL/RN".

Per la valutazione dell'efficienza interna si includerà nell'ambito della presente analisi il cost/income ratio, in genere ottenuto come rapporto tra i costi operativi ("CO") e il margine d'intermediazione: "CO/MINT". Le considerazioni sull'efficiente funzionamento della macchina aziendale non possono prescindere da una misurazione del grado di economicità della gestione rispetto alla pressione competitiva esercitata dai concorrenti. L'abilità del management di contenere le spese operative, senza compromettere l'efficiente funzionamento interno, risulta oramai cruciale; tale riflessione ha portato il cost/income a diventare uno dei parametri più importanti ai fini della determinazione della retribuzione degli executive.

Infine, non va dimenticata la leva finanziaria per l'analisi della performance, che in questa sede verrà espressa come rapporto tra *total asset* ("TA") e patrimonio netto ("E", *equity*): "TA/E". La frazione non restituisce un valore in percentuale, come accade con il tradizionale *leverege ratio* (*Debt/Equity*), ma "numero di volte". Per esempio, un TA/E di 20 indica che la banca si finanzia per 20 dollari per ogni dollaro di patrimonio a disposizione. Ne consegue che per valori maggiori dell'indice cresce l'entità del debito contratto.

Naturalmente è noto l'effetto che la leva finanziaria tradizionale ha sulla redditività complessiva della società, effetto che si vuol richiamare mediante la seguente equazione:

$$ROE = ROI + (ROI - i) \frac{D}{E} (1 - \tau)$$

dove  $\tau$  rappresenta l'aliquota fiscale marginale, i è il tasso d'indebitamento, il ROI è il rapporto tra il reddito operativo e il capitale totale investito e D/E è la leva finanziaria. Ipotizzando la capacità di ottenere un rendimento della gestione operativa superiore al costo del debito, appare chiaro che maggiore è la leva finanziaria e più il ROE crescerà a ritmi più che proporzionali rispetto al ROI, esprimendo così la volontà degli azionisti di ricevere una remunerazione superiore all'aumentare del rischio di insolvenza derivante da una leva finanziaria più elevata.

Tra l'altro secondo la prospettiva degli investitori dell'*equity market*, la maggiore rischiosità dell'investimento in azioni, data la leva finanziaria, impatta direttamente sul rendimento dei titoli calcolato secondo il CAPM, il quale non è altro che il ROE equo (o di mercato). Ricordando la nota equazione del Capital Asset Pricing Model,  $r_E = r_f + \beta (r_m - r_f)^{308}$ ,

 $<sup>^{308}</sup>$  R<sub>e</sub> è il rendimento dell'azione;  $r_f$  è il tasso di redditività di titoli di stato privi di rischio e  $r_m$  è il tasso di rendimento del portafoglio di mercato. Per approfondimenti sulla costruzione dell'equazione si veda il capitolo precedente e si consulti, ad esempio: Gilberto Castellani, Massimo De Felice, Franco Moriconi, "Manuale di Finanza II", Il Mulino, 2005.

emerge in modo chiaro come la leva finanziaria impatti sul beta del titolo di un'azienda indebitata, secondo quanto esprime l'equazione di Hamada<sup>309</sup>:

$$\beta_{L} = \beta_{U} \left[ 1 + (1 - \tau) \frac{D}{E} \right]$$

dove il beta di una società indebitata  $\beta_L$  ("beta levered") è funzione del beta  $(\beta_U,$  "beta unlevered") che questa avrebbe qualora non prendesse a prestito capitale di terzi e della leva finanziaria defiscalizzata,  $(1-\tau)\frac{D}{E}$ ; per cui all'aumentare del leverage ratio, si incrementa anche il beta, quale indicatore del rischio sistemico da cui sono affetti i titoli societari e dove tale rischio si riflette proprio nel maggior tasso rendimento richiesto dagli azionisti  $(r_E)$ .

Infine, anche attraverso gli indicatori di derivazione contabile si nota come la leva finanziaria TA/E rientri nel calcolo del ROE e ne influenzi l'ammontare. Infatti, ricordando che il ROE esprime il rapporto tra reddito netto ed equity e tutti gli indici sinora esposti, si può esprimere il loro collegamento tramite l'equazione sottostante:

$$ROE = \frac{RN}{E} = \frac{MI}{TA} x \frac{MINT}{MI} x \frac{RLG}{MINT} x \frac{RG}{RLG} x \frac{RL}{RG} x \frac{RN}{RL} x \frac{TA}{E}$$

Tale livello di scomposizione del ROE sarà utilizzato per la costruzione alternativa del diagramma del valore.

#### 1.2 II diagramma del valore<sup>310</sup>

La valutazione della performance economico-finanziaria dei gruppi bancari analizzati in questo lavoro verrà eseguita mediante il digramma del valore. Si tratta di uno strumento di rappresentazione sintetica "in cui sono riportate le molteplici variabili dalla cui entità dipende il risultato, espresso come *Valore aggiunto del capitale*, conseguito dall'impresa e dove è possibile osservarne, in modo sistematico, i relativi collegamenti esistenti"<sup>311</sup>.

<sup>&</sup>lt;sup>309</sup> Per approfondimenti e ulteriori considerazioni sull'equazione di Hamada, si veda: Eugene F. Brigham, Joel F. Houston, Fundamentals of Financial Management, Abridged Costum Edition, South Western CENGAGE Learning, 12th Edition.

Nella stesura del paragrafo si è fatto riferimento a: Fabrizio Di Lazzaro, La performance del valore, G. Giappichelli Editore, 2003, Capitolo 4, pagg. 139-155 e a: Carlo Caramiello, Fabrizio Di Lazzaro, Giovanni Fiori, Indici di bilancio, Giuffrè editore, 2003, Capitolo 18, pagg. 451-465.

Fabrizio Di Lazzaro, La performance del valore, G. Giappichelli Editore, 2003, Capitolo 4, pag.139.

Per capire le cause dell'incremento o del decremento del valore generato, si procederà con l'analisi delle variazioni di tutti i fattori che hanno determinato il cambiamento del Valore Aggiunto del Capitale ("Vac") nel triennio 2009-2011.

Dunque, come si evince dalla definizione si qui data del diagramma del valore, il vertice di questo schema di rappresentazione piramidale è costituito proprio dal Vac, che se assume valore positivo esprime la capacità dell'impresa di garantire una redditività del capitale superiore al suo costo.

Il costo del capitale può essere rappresentato dal ROE di mercato ( $r_E$ ) secondo l'approccio "levered" o dal WACC, il costo medio ponderato del capitale secondo l'approccio "unlevered", in funzione del tasso di rendimento utilizzato: nel primo caso si usa il ROE effettivo dell'impresa, nel secondo il RONA defiscalizzato, "RONA( $1-\tau$ )".

Si ricorda brevemente che il RONA, il "Return On Net Assets", è il rapporto tra l'EBIT e il capitale investito operativo netto più il capitale extraoperativo<sup>312</sup>. Il RONA può essere "normalizzato" o "integrale", a seconda che si consideri al numeratore l'EBIT normalizzato (frutto della gestione operativa ed extraoperativa) o l'EBIT integrale, che tiene conto anche della gestione straordinaria.

Ritornando al Vac, questo va visto come un "plusvalore" generato in un certo arco di tempo, esprimibile come:

- Valore attuale dei redditi economici ("sovra redditi") rilevati in un determinato periodo di monitoraggio;
- Differenziale (positivo) tra il valore di mercato di mezzi propri e debito e il valore contabile (book value) degli stessi mezzi propri rettificati e del debito ("Cec").

Il reddito economico che origina il Vac può essere espresso mediante il prodotto tra uno *spread*, espresso come differenza tra tasso di rendimento effettivo ("R") e tasso equo ("i") cui si è accennato pocanzi, e il capitale economico contabile ("Cec"). Lo *spread* si può esprimere nel seguente modo:

$$Spread = R - i = R x a$$

dove  $a=\frac{Spread}{R}=\frac{R-i}{R}=1-\frac{i}{R}$ , cioè "a" indica il grado di incidenza del capitale sul rendimento dello stesso. Poiché a rappresenta il tasso di ritorno finanziario del capitale può essere visto come un ulteriore indicatore di efficienza gestionale. Ricapitolando il Vac è pari a:

-

<sup>&</sup>lt;sup>312</sup> Si tratta di configurazioni di capitale ottenute a partire da una riclassificazione "economica" dello Stato Patrimoniale per l'analisi di redditività. L'attivo viene scomposto in impieghi operativi ed extraoperativi e le attività miste (compresa la scorta liquida), il passivo in Mezzi Propri, Debiti di Funzionamento e debiti finanziari. Ai fini del calcolo del RONA, il denominatore è dato dalla somma tra gli impieghi operativi al netto delle passività di funzionamento e gli impieghi extraoperativi, considerando anche la scorta liquida.

$$Vac = \frac{Reddito \ economico \ x \ Cec}{Costo \ del \ capitale} = \frac{R \ x \ a \ x \ Cec}{Costo \ del \ capitale}$$

È possibile determinare il tal modo il primo livello di scomposizione del diagramma del valore, semplicemente aggiungendo un fattore, il Moltiplicatore economico pari al rapporto  $\frac{1}{i}$ , inversamente proporzionale al tasso di attualizzazione dei sovra redditi, "i". Sempre pensando ai valori registrati sul triennio osservato, si può tracciare il primo livello del diagramma.

Vac <sub>2009</sub>	Vac <sub>2010</sub>	Vac <sub>2011</sub>

Re <sub>2009</sub>	Re <sub>2010</sub>	Re <sub>2011</sub>	Me <sub>2009</sub>	Me <sub>2010</sub>	Me <sub>2011</sub>

Il secondo livello di scomposizione riflette la disarticolazione del reddito economico come prodotto tra *spread* e Cec.

Spread <sub>2009</sub>	Spread <sub>2010</sub>	Spread <sub>2011</sub>	Cec <sub>2009</sub>	Cec <sub>2010</sub>	Cec <sub>2011</sub>	Me <sub>2009</sub>	Me <sub>2010</sub>	Me <sub>2011</sub>

Il terzo livello di scomposizione considera lo spread come prodotto tra tasso di rendimento (ROE o RONA defiscalizzato a seconda dell'approccio scelto) e il tasso di ritorno finanziario "a".

ROE <sub>2009</sub>	ROE <sub>2010</sub>	ROE <sub>2011</sub>	$a_{2009}$	$a_{2010}$	$a_{2011}$	Cec <sub>2009</sub>	Cec <sub>2010</sub>	Cec <sub>2011</sub>	Me <sub>2009</sub>	Me <sub>2010</sub>	Me <sub>2011</sub>

Se si prosegue l'analisi utilizzando il ROE, si può pensare ad un quarto livello di scomposizione basato sugli indici di redditività illustrati. Per cui oltre a riportare i valori del tasso di ritorno finanziario, del Cec e del Moltiplicatore Economico per 2009, 2010 e 2011, si scompone ulteriormente il ROE come segue<sup>313</sup>:

Ī	MI	MI	MI	MINT	MINT	MINT	RLG	RLG	RLG	RG	RG	RG	RL	RL	RL	RN	RN	RN	TA	TA	TA
	TA	TA	TA	MI	MI	MI	MINT	MINT	MINT	RLG	RLG	RLG	RG	RG	RG	RL	RL	RL	E	E	E
Ī	'09	'10	'11	'09	'10	'11	'09	'10	'11	'09	'10	'11	'09	'10	'11	,09	'10	'11	'09	'10	'11

<sup>313</sup> Nella tabella sottostate, per comodità di rappresentazione la seconda riga riporta le date anziché le cifre che andranno poi inserite.

Se,invece, si adotta un approccio *unleveread* e si sceglie il RONA come tasso di rendimento effettivo al netto dell'imposizione fiscale, allora si ottiene tipicamente il quarto livello di scomposizione, che vede il RONA come prodotto dei fattori di seguito elencati.

- 1) La redditività della gestione tipica, ROI, eventualmente scomponibile nel prodotto tra "Return on sales" (ROS = Reddito operativo/vendite), produttività del capitale investito (PCI= Vendite/Capitale investito operativo netto) e il rapporto tra capitale investito operativo netto e capitale investito operativo lordo (CION/CIOL), ossia il grado di leva commerciale.
- Il grado di leva commerciale ("g.l.c."), positivo e maggiore di 1 in presenza di passività di funzionamento, esprime la "spinta" prodotta sul ROI dall'esistenza dei debiti di funzionamento.
- 3) Il grado di leva extraoperativa di primo livello (g.l.e.o. I), calcolata rapportando il RONA Normalizzato e il ROI, che assume valori maggiori o minori di uno a seconda che la redditività della gestione caratteristica sia rispettivamente superiore o inferiore a quella della gestione caratteristica.
- 4) Il grado di leva extraoperativa di secondo livello (g.l.e.o. II), ottenuta dividendo il RONA integrale e il RONA normalizzato, che indica l'esistenza di una gestione straordinaria profittevole (valori maggiori di 1) o meno (valori inferiori ad 1).
- 5) Il coefficiente di defiscalizzazione "1-т", dove se non si conosce l'aliquota fiscale "т", si può facilmente ricavare l'informazione guardando al rapporto tra reddito netto e reddito lordo (RN/RL).

Si possono ora disegnare il terzo e il quarto livello di scomposizione utilizzando il RONA e l'approccio unlevered.

R	R	R	glc	glc	glc	gle	gle	gle	gleo	gleo	gleo	(1-	(1-	(1-	а	а	а	С	С	С	М	М	М
0	0	0	2009	2010	2011	οI	oI	oI	II	II	II	t)	t)	t)	2009	2010	2011	е	е	е	е	е	е
1	1	1				2009	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	2011				С	С	С	2009	2010	2011
2009	2010	2011																2009	2010	2011			

### 2. Evidenza empirica su redditività e valore aggiunto del capitale nel settore bancario internazionale

Il presente paragrafo procederà con la costruzione del diagramma del valore per tutti i ventitré gruppi bancari inclusi nel campione. L'analisi, condotta mediante la disarticolazione del ROE, verificherà l'evoluzione della redditività, dell'efficienza e della solvibilità, durante il triennio di riferimento. In particolare, si considererà il livello massimo di scomposizione del diagramma del valore.

L'analisi parte con l'osservazione della performance dei gruppi europei, proseguendo con le banche americane e si conclude con quelle "orientali" (asiatiche e australiane), secondo lo stesso schema espositivo per nazione di origine del gruppo bancario adottato nel capitolo precedente.

#### 2.1 La dinamica del valore nelle banche europee

La trattazione parte dalla Deutsche Bank, primo gruppo mondiale per *total assets*. Per comodità rappresentativa la base del diagramma del valore è stata ruotata in senso verticale e riportata in due colonne. La stessa rappresentazione grafica sarà adoperata per tutti gli altri gruppi bancari.

#### Germania

La performance economico-finanziaria di Deutsche Bank<sup>314</sup> è stata sintetizzata mediante l'elaborazione del diagramma del valore sottostante, che ha portato all'individuazione di un Vac positivo solo nel 2011.

MI <sup>315</sup> /TA <sub>2009</sub>	0,65%	RN/RL <sub>2009</sub>	95,31%
MI/TA <sub>2010</sub>	0,75%	RN/RL <sub>2010</sub>	58,62%
MI/TA2011	0,72%	RN/RL <sub>2011</sub>	80,26%
MINT/MI <sub>2009</sub>	258,89%	TA/E <sup>316</sup> 2009	39,52 volte

-

<sup>&</sup>lt;sup>314</sup> I dati e le informazioni utilizzati per l'analisi sono stati ricavati da: Deutsche Bank, Financial report, 2009, 2010 e 2011.

<sup>315</sup> Il margine di interesse è calcolato al netto delle perdite su crediti, secondo la configurazione suggerita dal Gruppo del "Net Total Interest Income after provisions for credit losses".

<sup>316</sup> Il rapporto TA/E è stato calcolato utilizzando il "total equity" e non solo il capitale sociale degli azionisti di Deutsche Bank (al netto degli interessi di minoranza) adoperato per il calcolo del ROE. La scelta è mossa dal fatto che il reddito netto finale è calcolato al netto degli utili di competenza degli interessi di minoranza e quindi si vogliono costruire degli indici coerenti fra loro. Anche per tutti gli altri gruppi finanziari, la suddetta leva verrà costruita utilizzando l'intero patrimonio netto. Ovviamente il prodotto di tutti gli indici per tale leva produce un ROE differente da quello vero e proprio, che è stato proposto dal gruppo ed esprime il rendimento del capitale azionario degli azionisti, esclusi coloro che rappresentano gli interessi di minoranza. Tale ROE proposto sarà adoperato per il calcolo del Vac anche per tutte le altre banche del campione.

MINT/MI <sub>2010</sub>	199,41%	TA/E <sub>2010</sub>	38,83 volte
MINT/MI <sub>2011</sub>	194,35%	TA/E <sub>2011</sub>	39,59 volte
RLG/MINT <sub>2009</sub>	22,53%	$a_{2009}^{317}$	(29,86)%
RLG/MINT <sub>2010</sub>	20,08%	a <sub>2010</sub>	(100,40)%
RLG/MINT <sub>2011</sub>	14,96%	a <sub>2011</sub>	11,57%
RG/RLG <sub>2009</sub>	92,88%	Cec <sub>2009</sub>	€ 37,969 mln
RG/RLG <sub>2010</sub>	91,03%	Cec <sub>2010</sub>	€ 50,368 mln
RG/RLG <sub>2011</sub>	95,44%	Cec <sub>2011</sub>	€ 54,600 mln
RL/RG <sub>2009</sub>	97,67%	Me <sub>2009</sub>	9,39
RL/RG <sub>2010</sub>	76,22%	Me <sub>2010</sub>	8,92
RL/RG <sub>2011</sub>	124,42%	Me <sub>2011</sub>	7,75

Vac <sub>2009</sub>		Vac <sub>2010</sub>	Vac <sub>2011</sub>
€	(8,731,632,760)	€ (25,239,763,109)	€ 7,149,232,628

Il cost income ratio ha avuto il seguente andamento: 72% nel 2009, 81,6% nel 2010 e 78,2% nel 2001, segnalando un complessivo sforzo di riduzione delle spese operative.

Il Gruppo Deutsche Bank ha mostrato un miglioramento della capacità di trarre profitto dall'attività di intermediazione creditizia registrando un costante incremento del margine di interesse<sup>318</sup> (€9,829,000,000; € 14,309,000,000 e € 15,606,000,000) tra il 2009 e il 2011. Tuttavia, ciò ha indotto una crescita degli impieghi, che sono complessivamente aumentati più che proporzionalmente rispetto al margine di interesse, generando un peggioramento del rapporto "MI/TA". La graduale maggiore concentrazione verso il business creditizio piuttosto che mobiliare ha indotto un abbassamento anche del ratio "MINT/MI" sebbene anche il margine di intermediazione abbia subito un aumento (€25,446,000,000; € 28,533,000,000 e € 30,331,000,000), nonostante la contrazione dei volumi di attività verso la clientela che hanno colpito nel 2011 l'area del Corporate e Investment Banking con una contrazione delle commissioni sulle M&A. Il deterioramento delle condizioni di mercato dovute ala crisi del debito sovrano europeo non sembra aver intaccato nemmeno l'attività di trading su commodity; sui tassi di cambio, che hanno registrato guadagni record, così com'è avvenuto per le operazioni effettuate sul mercato monetario. In realtà il peggioramento del quadro economico avutosi nel 2011 sembra aver colpito più i business basati sullo spread tra tassi di interessi attivi e passivi: il business del credito ha riportato la maggiore contrazione dei

<sup>317</sup> Il tasso di ritorno finanziario è stato calcolato utilizzando come tasso di rendimento effettivo il ROE proposto dal gruppo, ossia il "Return on the Average Shareholders Equity". Il tasso di ritorno finanziario sarà calcolato anche per tutti gli altri gruppi bancari mediante tale configurazione del ROE.

318 Il margine di interesse è stato calcolato al netto delle "provisions for credit losses".

volumi. Anche i volumi degli investimenti gestiti per conto della clientela (asset management) si sono ridotti e tale fenomeno ha riguardato è stato riscontrato allo stesso modo per i clienti più facoltosi ("private custumers").

Il peggioramento del reddito lordo di gestione e del reddito di gestione è stato provocato da un incremento delle spese operative, tra cui soprattutto quelle relative ai "compensation and benefit". L'impairment sulle attività immateriali è stato nullo nel 2011, negativo nel 2009 e positivo per 29 milioni di euro nel 2010, tuttavia il pagamento di benefit e di alcuni diritti contrattuali ha gradualmente compresso il reddito di gestione, per cui il rapporto "RLG/RG" ha assunto un andamento complessivamente costante. Il reddito lordo si è caratterizzato per una certa crescita derivante da entrate di natura straordinaria, che spiegano il miglioramento del *ratio* "RL/RG". La leva finanziaria è rimasta costante: per ogni euro di capitale di rischio la Deustche Bank tende a finanziare il proprio attivo mediante il debito per circa 38 volte.

Complessivamente la contrazione del reddito netto ha determinato un abbassamento del ROE netto dal 8,20% del 2009 al 5,59% del 2010, risalito rapidamente al 14,90% del 2011. Considerando il costo del capitale di rischio ("i") stimato mediante il CAPM³19 al 10,65%, (2009), 11,20% (2010) e 12,91% (2011), lo spread tra tasso di rendimento effettivo (ROE) e tasso equo del capitale ("i") nel 2009 e nel 2010 è risultato negativo testimoniando una distruzione di valore economico tra gli otto e i venticinque miliardi di euro. È stata riscontrata una debole correlazione tra riduzione del Vac nei primi due anni ed il calo delle retribuzione totale corrisposta agli membri del Management Board nello stesso periodo, anche se quest'ultima ha continuato a scendere anche nel 2011, a dispetto dell'ingente profitto economico creato nello stesso esercizio.

# Francia

La performance economica e finanziaria e il valore generato dal reddito del Gruppo BNP<sup>320</sup> Paribas hanno avuto una dinamica opposta rispetto a quanto visto per Deutsche Bank, come dagli indicatori riportati nel diagramma del valore sottostante.

MI/TA <sub>2009</sub>	1,02%	RN/RL <sub>2009</sub>	71,93%
MI/TA <sub>2010</sub>	1,20%	RN/RL <sub>2010</sub>	70,38%
MI/TA <sub>2011</sub>	1,22%	RN/RL <sub>2011</sub>	71,43%

<sup>&</sup>lt;sup>319</sup> I dati per la stima del capitale di rischio sono stati ricavati da: <a href="www.tradingeconimcs.com">www.tradingeconimcs.com</a> per il tasso free risk medio annuo (del 2009, 2010 e 2011) sui bund a 10 anni (3,40%; 2,86% e 2,65%); <a href="www.thomsonreuters.com">www.thomsonreuters.com</a> per il Beta (1,85); pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ per il premio al rischio di mercato.(4,50%, 5,50% e 6,00%). In Germania la tassazione delle rendite finanziarie da obbligazioni prevede un ritenuta d'acconto del 31,65% e successivamente l'applicazione delle normali aliquote fiscali sul reddito delle persone fisiche. La ritentua d'acconto è staa considerata nel calcolo del risk free rate.

<sup>&</sup>lt;sup>320</sup> I dati e le informazioni per l'analisi svolta sono stati ricavati da BNP Paribas Group, Annual Report, 2009, 2010 e 2011.

MINT/MI <sub>2009</sub>	191,19%	TA/E <sub>2009</sub>	25,61 volte
MINT/MI <sub>2010</sub>	182,29%	TA/E <sub>2010</sub>	23,34 volte
MINT/MI <sub>2011</sub>	176,74%	TA/E <sub>2011</sub>	22,95 volte
RLG/MINT <sub>2009</sub>	41,93%	$a_{2009}$	9,51%
RLG/MINT <sub>2010</sub>	39,57%	$a_{2010}$	17,17%
RLG/MINT <sub>2011</sub>	38,38%	a <sub>2011</sub>	(35,26) %
RG/RLG <sub>2009</sub>	50,34%	Cec <sub>2009</sub>	€ 80,344 mln
RG/RLG <sub>2010</sub>	72,34%	Cec <sub>2010</sub>	€ 85,629 mln
RG/RLG <sub>2011</sub>	58,22%	Cec <sub>2011</sub>	€ 85,626 mln
RL/RG <sub>2009</sub>	106,11%	Me <sub>2009</sub>	10,23
RL/RG <sub>2010</sub>	103,65%	Me <sub>2010</sub>	9,82
RL/RG <sub>2011</sub>	101,90%	Me <sub>2011</sub>	8,40

Vac <sub>2009</sub>	Vac <sub>2010</sub>	Vac <sub>2011</sub>
€ 8,447,527,245	€ 17,756,197,546	€ (22,319,232,514)

Il margine di interesse del gruppo BNP è progressivamente migliorato durante il triennio (€ 21,021,000,000; € 24,071,000,000 e € 23,981,000,000). Un andamento complessivamente crescente è stato rilevato anche per il margine di intermediazione (€ 40,191,000,000; € 43,880,000,000 e € 42,384,000,000). Il *non interest income* ha raggiunto un picco nel 2010: questo maggior livello del margine di intermediazione ha trainato il reddito lordo di gestione, che ha registrato sempre nel 2010 il valore più elevato, non certamente per una riduzione delle spese operative, che, infatti, sono andate aumentando nel corso del triennio, come è possibile osservare guardando ai valori assunti dal *cost income ratio* nel triennio: 58,10%, 60,40% e 61,60%. Il reddito di gestione è lievitato soprattutto nel 2010 per l'abbassamento di quello che è stato definito dal Gruppo come "cost of risk". La voce "costo del rischio" si alimenta per mezzo di componenti positive, come il recupero di crediti finanziari e a breve termine considerati non recuperabili, e da elementi negativi come: a) gli accantonamenti a fondi rischi e oneri a fronte delle svalutazioni da *impairament* per perdite durevoli di valore su crediti; b) perdite su crediti ritenuti irricevibili e non coperte dagli accantonamenti a fondi rischi e oneri.

Anche il reddito lordo si è caratterizzato per un generale incremento, spinto dalla condivisione degli utili con le partecipate e da guadagni netti su attività immateriali, anche se si segnala un valore negativo dell'avviamento (sul quale ha impattato il "badwill" di BNP Fortis).

La leva finanziaria si è progressivamente ristretta. Il ROE, sempre per l'effetto trainante del margine di intermediazione, è stato pari al 12,30% nel 2010, superiore a quello dell'anno precedente (10,80%) e di quello seguente (8,80%). Confrontando il ROE con il costo equo del capitale calcolato per i tre anni secondo il CAPM (9,77%; 10,19% e 11,90%)<sup>321</sup>, si è potuto stimare un valore aggiunto del capitale positivo nel 2009 per € 8.447.527.245 e nel 2010 per € 17.756.197.546. La perdita di valore economico è stata superiore a 22 miliardi di euro nel 2011. L'andamento del valore aggiunto del capitale non è apparso coerente con il trend in crescita delle retribuzioni corrisposte ai membri dell'*Executive Committee*.

Anche utilizzando il ROE secondo i calcoli proposti dal Gruppo<sup>322</sup> emerge una riduzione del Vac nel 2009 e nel 2011 non coerente con l'aumento dei compensi del 16% nel 2011 rispetto al 2009.

Per il gruppo Crédit Agricole<sup>323</sup>, si anticipa sin da subito l'enorme di distruzione di valore economico durante il triennio, per l'incapacità sistematica del gruppo di generare un rendimento effettivo del capitale di rischio superiore al suo costo di mercato, come testimoniato dal tasso di ritorno finanziario abbondantemente negativo. Di seguito si riportando gli indicatori costruiti e assemblati nel diagramma del valore.

MI/TA <sub>2009</sub>	0,92%	RN/RL <sub>2009</sub>	75,05%
MI/TA <sub>2010</sub>	0,93%	RN/RL <sub>2010</sub>	48,43%
MI/TA2011	0,88%	RN/RL <sub>2011</sub>	790,32% <sup>324</sup>
MINT/MI <sub>2009</sub>	125,56%	TA/E <sub>2009</sub>	29,97 volte
MINT/MI <sub>2010</sub>	135,15%	TA/E <sub>2010</sub>	31,16 volte
MINT/MI <sub>2011</sub>	137,01%	TA/E <sub>2011</sub>	34,97 volte
RLG/MINT <sub>2009</sub>	32,10%	a <sub>2009</sub>	(364,66)%
RLG/MINT <sub>2010</sub>	34,49%	a <sub>2010</sub>	(327,50)%
RLG/MINT <sub>2011</sub>	34,50%	a <sub>2011</sub>	(316,75)%

3:

<sup>&</sup>lt;sup>321</sup> I dati per la stima del capitale di rischio sono stati ricavati da: <a href="www.tradingeconimcs.com">www.tradingeconimcs.com</a> per il tasso free risk medio annuo (del 2009, 2010 e 2011) sui bond francesi a 10 anni (3,73%; 3,25% e 3,47%); <a href="www.thomsonreuters.com">www.thomsonreuters.com</a> per il Beta (1,55); pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ per il premio al rischio di mercato.(4,50%, 5,50% e 6,00%). In Francia la tassazione delle rendite finanziarie da obbligazioni prevede un ritenuta alla fonte definitiva del 25% o la possibilità di applicazione delle normali aliquote fiscali sul reddito delle persone fisiche. La ritenuta definitiva è stata considerata nel calcolo del *risk free rate*.

<sup>&</sup>lt;sup>322</sup> BNP riporta nel bilancio 2011 che: "The Return on equity is calculated by dividing net income Group share (adjusted for interest on undated super-subordinated notes deemed equivalent to preferred shares issued by BNP Paribas SA and treated as a dividend for accounting purposes) by average equity attributable to equity holders at 1 January and 31 December of the period concerned (after distribution and excluding undated super-subordinated notes deemed equivalent to preferred shares issued by BNP Paribas SA)". Fonte: BNP Paribas, Registration Document and Annual Report, 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>323</sup> I dati e le informazioni per l'analisi svolta sono stati ricavati da: Crédit Agricole, Registration document e annual report, 2009, 2010 e 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>324</sup> Il dato è spiegabile con la presenza di "imposte negative", dal momento che la società ha maturato una perdita netta.

RG/RLG <sub>2009</sub>	18,59%	Cec <sub>2009</sub>	€ 51,964 mln
RG/RLG <sub>2010</sub>	45,59%	Cec <sub>2010</sub>	€ 51,149 mln
RG/RLG <sub>2011</sub>	21,11%	Cec <sub>2011</sub>	€49,292 mln
RL/RG <sub>2009</sub>	139,96%	Me <sub>2009</sub>	9,78
RL/RG <sub>2010</sub>	82,40%	Me <sub>2010</sub>	9,36
RL/RG <sub>2011</sub>	(12,29)%	Me <sub>2011</sub>	8,00

Vac <sub>2009</sub>		Vac <sub>201</sub>	0	Vac <sub>201</sub>	1
€	(38,747,428,711)	€	(37,269,973,099)	€	(62,302,485,903)

Dall'analisi degli indicatori di redditività emerge il potenziamento della capacità di estrarre profitti dallo svolgimento della tradizionale attività creditizia (soprattutto nel retail banking): le varie società del gruppo hanno profuso un grande sforzo nel far crescere il margine di interesse (€ 14,290,000,000; €14,894,000,000; €15,169,000,000), benché questo sia stato inevitabilmente accompagnato da un incremento del volume degli impieghi ("TA") per l'erogazione di maggiore credito alla clientela. Anche il margine di intermediazione è lievitato (€ 17,942,000,000; € 20,129,000,000; € 20,783,000,000) segnalando, tuttavia, una maggiore attitudine a ricavare utile dall'attività di intermediazione mobiliare (soprattutto l'asset management) che da quella strettamente creditizia. I margini sono statti fortemente abbattuti dalle spese operative, benché il gruppo abbia reso noto nei suoi report l'impegno profuso nel contrarre tali costi: il cost income ratio nel 2011 è stato pari al 69,20%, di due punti percentuali più basso rispetto al 2010. Hanno positivamente contribuito al risultato finale i dividendi ricevuti a fronte delle partecipazioni nelle società affiliate, anche se un significativo abbattimento degli utili è stato indotto dal c.d. "costo del rischio", principalmente a causa della svalutazione del debito sovrano della Grecia. Il cost of risk è andato a comprimere il reddito di gestione; mentre la variazione di valore negativa del goodwill (si tratta dell'avviamento di Cariparma e CA Ukraine) ha influito negativamente sul reddito lordo. Ne è derivato un reddito netto di gruppo in costante discesa: da € 1,125 milioni nel 2009 a € 1,263 milioni e meno € 1,470 milioni nel 2011. Il peggioramento dei risultati è stato affiancato da un crescente ricorso al debito come indicato dall'innalzamento della leva finanziaria soprattutto nel 2011: per ogni euro di capitale sociale, il gruppo finanzia il proprio attivo per oltre 34 volte con mezzi finanziari di terzi.

Il ROE si è inizialmente attestato su valori percentuali molto vicini allo zero (2,20% e 2,50%) per poi divenire negativo nel 2011 (-3,00%). Nel confronto con il costo del capitale di rischio<sup>325</sup>, di ammontare ben maggiore (10,22%; 10,69% e 12,50%) è emersa una

I dati per la stima del capitale di rischio sono stati ricavati da: <a href="www.tradingeconimcs.com">www.tradingeconimcs.com</a> per il tasso free risk medio annuo (del 2009, 2010 e 2011) sui bond francesi a 10 anni (3,73%; 3,25% e 3,47%); <a href="www.thomsonreuters.com">www.thomsonreuters.com</a> per il Beta

distruzione di valore economico nel triennio compresa per circa trentasette e i sessantadue miliardi di euro, rispetto alla quale non trova corrispondenza l'aumento della retribuzione riconosciuta ai top dirigenti del gruppo.

# Olanda

Il diagramma del valore costruito per l'ING Group<sup>326</sup> illustra le condizioni di redditività, di efficienza e la leva finanziaria della banca olandese. Gli indicatori costruiti hanno permesso, come visto precedentemente, di determinare il valore aggiunto del capitale nel triennio 2009-2011.

MI/TA <sub>2009</sub>	1,06%	RN/RL <sub>2009</sub>	64,71%
MI/TA <sub>2010</sub>	1,07%	RN/RL <sub>2010</sub>	70,37%
MI/TA2011	1,05%	RN/RL <sub>2011</sub>	81,90%
MINT/MI <sub>2009</sub>	131,19%	TA/E <sub>2009</sub>	29,25 volte
MINT/MI <sub>2010</sub>	159,90%	TA/E <sub>2010</sub>	26,74 volte
MINT/MI <sub>2011</sub>	168,84%	TA/E <sub>2011</sub>	25,36 volte
RLG/MINT <sub>2009</sub>	14,60%	a <sub>2009</sub>	(315,76)%
RLG/MINT <sub>2010</sub>	35,37%	a <sub>2010</sub>	(74,44)%
RLG/MINT <sub>2011</sub>	38,25%	a <sub>2011</sub>	(88,62)%
RG/RLG <sub>2009</sub>	(77,48)%	Cec <sub>2009</sub>	€ 39,778 mln
RG/RLG <sub>2010</sub>	52,13%	Cec <sub>2010</sub>	€ 46,663 mln
RG/RLG <sub>2011</sub>	74,88%	Cec <sub>2011</sub>	€ 50,440 mln
RL/RG <sub>2009</sub>	94,56%	Me <sub>2009</sub>	7,29
RL/RG <sub>2010</sub>	105,50%	Me <sub>2010</sub>	7,08
RL/RG <sub>2011</sub>	118,15%	Me <sub>2011</sub>	6,09

Vac <sub>2009</sub>	Vac <sub>2010</sub>	Vac <sub>2011</sub>
€ (30,210,405,247)	€ (19,900,707,006)	€ (23,698,500,914)

Il gruppo olandese ING si è caratterizzato per un miglioramento di tutti i margini di gestione durante il triennio dopo la perdita subìta nel 2009 per 1,124 milioni di euro. La banca ha

<sup>(1,55);</sup> pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ per il premio al rischio di mercato.(4,50%, 5,50% e 6,00%). In Francia la tassazione delle rendite finanziarie da obbligazioni prevede un ritenuta alla fonte definitiva del 25% o la possibilità di applicazione delle normali aliquote fiscali sul reddito delle persone fisiche. La ritenuta definitiva è stata considerata nel calcolo del *risk free rate*.

<sup>&</sup>lt;sup>326</sup> I dati e le informazioni per l'analisi sono stati ricavati da: ING Group, Annual Report, 2009, 2010 e 2011.

mostrato una buona capacità di rimpolpare il proprio margine di interesse (€ 12,375,000,000; € 13,323,000,000; € 13,449,000,000) mediante i guadagni dallo svolgimento dell'attività bancaria in senso stretto, ma soprattutto attraverso le operazioni messe in atto nel mercato mobiliare (investimenti, commissioni attive e derivati di copertura), che costituiscono una fonte di reddito ben più elevata rispetto all'attività creditizia, come si può osservare dal rapporto "MINT/MI" costantemente sopra il cento per cento. Il margine di intermediazione è pure aumentato, nonostante l'incremento delle spese di sottoscrizione (underwriting) di importanti finanziamenti in pool e dai recuperi a fronte dei patti di riassicurazione. Non va dimenticato, infatti, che il gruppo oltre a occuparsi di operazioni bancarie, vanta una presenza importante nel ramo assicurativo. Il risultato lordo di gestione risente delle spese di staff e altre spese operative, che ING ha cercato di contenere a partire dal 2009, con discreto successo: il cost income ratio, infatti, è passato dal 70,90% al 55,50% e 59,60% del 2010 e 2011. Il risultato lordo di gestione è così migliorato significativamente passando da 2,371 milioni di euro nel 2009 a € 7,535 milioni e € 8,686 milioni nel biennio successivo. Nonostante gli sforzi sul versante delle spese operative, il reddito di gestione è stato pesantemente ridotto dagli ulteriori accantonamenti a fondi rischi e oneri per le perdite sui finanziamenti, dagli ammortamenti e dall'impairment sulle immobilizzazioni immateriali. Gli accantonamenti aggiuntivi ai fondi hanno avuto diversa origine: per esempio nel retail banking sono stati necessari per l'abbassamento anticipato del recovery rate negli USA; per i maggiori finanziamenti volti ad assecondare la crescita del business in Turchia e per l'incremento del numero di non performing loans nel mercato asiatico.

Il gruppo ha evidenziato un importante peso dell'area delle "discontinued operations" che ha fatto lievitare il reddito lordo da meno 1,737 milioni di euro a € 4,144 milioni e € 7,218 milioni nel 2010 e 2011. La leva finanziaria è stata gradualmente ridotta, testimoniando un minor ricorso al debito.

Benché si sia osservato un generale potenziamento della redditività e dell'efficienza operativa, il ROE prodotto (3,30%, 8,10% e 8,70%) non risulta affatto sufficiente a coprire il costo del capitale di rischio stimato per ING: (13,72%; 14,13% e 16,41%)<sup>328</sup>. Ne è derivato un valore aggiunto del capitale costantemente negativo per cifre comprese tra i diciannove e i trenta miliardi di euro.

### Spagna

-

<sup>&</sup>lt;sup>327</sup> Si parla di *discontinued operations* per riferirsi a gruppi di attività *held for sale* che rappresentano la principale linea di business per una certa area geografica.

I dati per la stima del capitale di rischio sono stati ricavati da: <a href="www.tradingeconimcs.com">www.tradingeconimcs.com</a> per il tasso free risk medio annuo (del 2009, 2010 e 2011) sui bond olandesi a 10 anni (3,82%; 3,13% e 3,21%); <a href="www.thomsonreuters.com">www.thomsonreuters.com</a> per il Beta (2,2); pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ per il premio al rischio di mercato.(4,50%, 5,50% e 6,00%). In Olanda la tassazione delle rendite finanziarie da obbligazioni prevede l'applicazione delle normali aliquote fiscali sul reddito delle persone fisiche, per cui nessuna ritenuta o altra imposta è stata applicato al tasso free risk.

Il Banco Santander<sup>329</sup> ha presentato un'evoluzione delle condizioni di redditività ed efficienza durante il triennio considerato che ha portato alla creazione di valore solo nel 2009 secondo quanto riportato nel sottostante diagramma del valore.

2,40% 2,46% 149,20%	RN/RL <sub>2010</sub> RN/RL <sub>2011</sub>	73,69% 64,57%
	RN/RL <sub>2011</sub>	64 57%
149.20%		04,01 /0
, =	TA/E <sub>2009</sub>	15,03 volte
143,52%	TA/E <sub>2010</sub>	15,05 volte
143,55%	TA/E <sub>2011</sub>	15,10 volte
58,52%	a <sub>2009</sub>	24,34%
56,87%	a <sub>2010</sub>	(3,76)%
55,09%	a <sub>2011</sub>	(128,38)%
51,24%	Cec <sub>2009</sub>	€ 73,870 mln
50,43%	Cec <sub>2010</sub>	€ 80,915 mln
44,38%	Cec <sub>2011</sub>	€ 82,859 mln
95,88%	Me <sub>2009</sub>	9,51
92,13%	Me <sub>2010</sub>	8,17
76,61%	Me <sub>2011</sub>	6,13
	143,55% 58,52% 56,87% 55,09% 51,24% 50,43% 44,38% 95,88%	$143,52\%$ $TA/E_{2010}$ $143,55\%$ $TA/E_{2011}$ $58,52\%$ $a_{2009}$ $56,87\%$ $a_{2010}$ $55,09\%$ $a_{2011}$ $51,24\%$ $Cec_{2009}$ $50,43\%$ $Cec_{2010}$ $44,38\%$ $Cec_{2011}$ $95,88\%$ $Me_{2009}$ $92,13\%$ $Me_{2010}$

Vac <sub>2009</sub>	Vac <sub>2010</sub>	Vac <sub>2011</sub>
€ 23,761,739,089	€ (2,935,466,833)	€ (46,578,398,280)

Il primo gruppo bancario spagnolo ha presentato nel corso del triennio analizzato un miglioramento dei suoi margini reddituali iniziali: il net interest income, il non interest income e il gross operating income. Sul primo ha influito positivamente l'allargamento dello spread tra tassi attivi sui prestiti e tassi di interesse passivi sui depositi; mentre ha avuto un impatto negativo l'aumento del costo della raccolta all'ingrosso (wholesale). Il margine di intermediazione è stato trainato soprattutto da un incremento delle commissioni nette sui servizi, sull'attività di investimento e assicurativa, ma è stato quasi dimezzato dalle spese operative, ridotte sulle attività retail localizzate in Europa e aumentate nel resto del mondo sotto la spinta degli investimenti in immobilizzazioni, in attrezzature e tecnologie; dei costi per l'incorporazione di nuove entità finanziare e nel maggior costo del personale: l'efficiency

<sup>&</sup>lt;sup>329</sup> I dati e le informazioni per l'analisi sono stati ricavati da: Banco Santander, Report on the director remuneration policy, 2009, 2010 e 2011.

ratio è così passato dal 43,30% del 2010 al 44,90% del 2011. Come conseguenza di tali decisioni operative vi è stato un decadimento del reddito di gestione e del reddito lordo. Il primo, l'operating income ha risentito dei maggiori accantonamenti per perdite su crediti, anche se d'altra parte si sono progressivamente compresse le svalutazioni per perdite a seguito dell'impairment test su altre attività. Le discontinued operations hanno agito negativamente sul margine di profitto lordo, mentre solo nel 2011 si è registrata la presenza di alcune componenti di reddito di natura prettamente straordinaria che hanno ulteriormente depresso l'utile lordo.

La leva finanziaria è rimasta costante: per ogni euro di capitale di rischio Banco Santander ha finanziato il proprio attivo con capitale di credito per circo quindici volte.

Calcolando il ROE mediante l'average shareholders' equity al denominatore, è emerso che solo nel 2009 il tasso di rendimento effettivo è stato superiore al costo equo del capitale di rischio, stimato come sempre tramite il CAPM (10,25%; 12,24% e 16,31%)<sup>330</sup>. In particolare, si segnala che nel 2011 il rendimento di mercato dell'equity è cresciuto notevolmente per effetto del maggior rischio-paese, che si è riflesso in un più elevato tasso di rendimento dei bond decennali del governo spagnolo e in un più alto premio al rischio. Di conseguenza, il valore aggiunto del capitale è stato positivo per quasi ventiquattro miliardi di euro nel 2009, ma è divenuto negativo per oltre quarantasei miliardi di euro appena due anni dopo.

La retribuzione complessivamente corrisposta agli executive del Banco è diminuita nel 2011 rispetto al 2010, ma è certamente aumentata rispetto al 2009. Dall'evidenza empirica emerge una debolissima correlazione con l'andamento del VAC nel biennio 2010-2011.

Per il Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)<sup>331</sup> è emerso dall'analisi del diagramma del valore di seguito esposto, un profilo della redditività decrescente durante il triennio, simile a quanto riscontrato per il Banco Santander, anche se i livelli ben maggiori del ROE nei primi due anni hanno creato un valore cospicuo sia nel 2009 che nel 2010.

MI/TA <sub>2009</sub>	2,59%	RN/RL <sub>2009</sub>	78,68%
MI/TA <sub>2010</sub>	2,41%	RN/RL <sub>2010</sub>	76,35%
MI/TA2011	2,20%	RN/RL <sub>2011</sub>	91,33%
MINT/MI <sub>2009</sub>	148,87%	TA/E <sub>2009</sub>	17,39
MINT/MI <sub>2010</sub>	156,98%	TA/E <sub>2010</sub>	14,55

<sup>&</sup>lt;sup>330</sup> I dati per la stima del capitale di rischio sono stati ricavati da: <a href="www.tradingeconimcs.com">www.tradingeconimcs.com</a> per il tasso free risk medio annuo (del 2009, 2010 e 2011) sui bond governativi spagnoli a 10 anni (4,10%; 4,50% e 5,77%); <a href="www.thomsonreuters.com">www.thomsonreuters.com</a> per il Beta (1,59); pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ per il premio al rischio di mercato (4,50%, 5,38% e 7,28%). In Spagna la tassazione delle rendite finanziarie da obbligazioni prevede un ritenuta d'acconto alla fonte del 18%, più l'applicazione delle

<sup>331</sup> I dati e le informazioni per l'analisi sono stati ricavati da: Banco Bilbalo Vizcaya Argentaria Group, Fiancial Report, 2009, 2010 e 2011.

normali aliquote fiscali sul reddito delle persone fisiche. La ritenuta è stata considerata nel calcolo del risk free rate.

188

-

MINT/MI <sub>2011</sub>	156,28%	TA/E <sub>2011</sub>	14,90
RLG/MINT <sub>2009</sub>	59,56%	$a_{2009}$	28,08%
RLG/MINT <sub>2010</sub>	57,11%	a <sub>2010</sub>	15,01%
RLG/MINT <sub>2011</sub>	51,61%	$a_{2011}$	(123,85)%
RG/RLG <sub>2009</sub>	46,60%	Cec <sub>2009</sub>	€ 30,763 mln
RG/RLG <sub>2010</sub>	53,78%	Cec <sub>2010</sub>	€ 35,475 mln
RG/RLG <sub>2011</sub>	35,52%	Cec <sub>2011</sub>	€ 40,058 mln
RL/RG <sub>2009</sub>	93,29%	Me <sub>2009</sub>	8,69
RL/RG <sub>2010</sub>	93,94%	Me <sub>2010</sub>	7,45
RL/RG <sub>2011</sub>	87,24%	Me <sub>2011</sub>	5,58

Vac <sub>2009</sub>	Vac <sub>2010</sub>	Vac <sub>2011</sub>
€ 12,011,659,903	€ 6,267,132,994	€ (22,163,180,867)

Il gruppo BBVA si è contraddistinto per una capacità di creare valore nel 2009 e nel 2010 ben maggiore rispetto a quanto mostrato dal Banco Santander.

Nonostante gli sforzi compiuti dalla banca a livello globale per mantenere ampio lo *spread* tra tassi di interesse attivi e passivi, si è potuta osservare una diminuzione del margine d'interesse (€ 13,882 milioni; € 13,320 milioni; € 13,160 milioni) e quindi del rapporto "MI/TA", a fronte di un attivo che è complessivamente aumentato (€ 535,065,000,000; € 554,738,000,000; € 597,688,000,000). Anche per il gruppo BBVA il margine di intermediazione si conferma come fonte di reddito ben più elevata rispetto al guadagno ricavato dall'attività creditizia: il rapporto "MINT/MI" ha registrato un aumento, nonostante la contrazione del *non interest income* nel 2011 (€ 20,566,000,000) rispetto ai due anni precedenti (€ 20,666,000,000; € 20,910,000,000). Un analogo andamento discendente è stato osservato anche per i margini reddituali successivi: il reddito lordo di gestione si è ridotto, anche se vi è stato un miglioramento dell'efficienza operativa, come testimoniato dal *efficiency ratio*: il rapporto tra il *gross income* e gli *operating costs* è andato evolvendo dal 40,40% del 2009 al 48,40% del 2011.

Il reddito di gestione ha risentito del peso degli accantonamenti ai fondi per rischi e oneri e soprattutto della svalutazione nel 2011 del *goodwill* negli Stati Uniti, dove l'attività bancaria ha avuto una performance meno rosea del previsto, a causa del rallentamento nella ripresa economica americana.

Il gruppo si contraddistingue anche per una leva finanziaria ("TA/E") non troppo elevata, ma comunque in progressiva diminuzione nel 2011.

Il trend in diminuzione dei margini economici ha restituito il ROE minore nel 2011, quando è stato pari all'8%. Questo, paragonato al costo del capitale stimato per lo stesso anno (17,91%), fortemente lievitato per la crisi della moneta unica europea e del debito sovrano spagnolo, ha generato un tasso di ritorno finanziario senz'altro negativo (meno 123,85%) e quindi una perdita di valore economico per oltre ventidue miliardi di euro a fronte dei sei e dodici miliardi guadagnati appena due anni prima.

La contrazione della remunerazione elargita agli executive del gruppo è stata trovata coerente con la graduale perdita di capacità di creare valore.

#### Svizzera

Il diagramma del valore realizzato per il Gruppo UBS<sup>332</sup> espone l'evoluzione delle condizioni di redditività ed efficienza, nonché l'attitudine alla creazione di valore economico da parte del primo gruppo bancario svizzero per *total assets*.

MI/TA <sub>2009</sub>	0,34%	RN/RL <sub>2009</sub>	82,75
MI/TA <sub>2010</sub>	0,47%	RN/RL <sub>2010</sub>	105,11%
MI/TA2011	0,48%	RN/RL <sub>2011</sub>	82,75%
MINT/MI <sub>2009</sub>	489,83%	TA/E <sub>2009</sub>	32,96
MINT/MI <sub>2010</sub>	520,31%	TA/E <sub>2010</sub>	28,13
MINT/MI <sub>2011</sub>	412,16%	TA/E <sub>2011</sub>	26,55
RLG/MINT <sub>2009</sub>	(0,84)%	$a_{2009}$	205,29%
RLG/MINT <sub>2010</sub>	26,53%	a <sub>2010</sub>	48,28%
RLG/MINT <sub>2011</sub>	22,45%	$a_{2011}$	(17,74%)
RG/RLG <sub>2009</sub>	1347,89% <sup>333</sup>	Cec <sub>2009</sub>	CHF 48,633 mln
RG/RLG <sub>2010</sub>	87,82%	Cec <sub>2010</sub>	CHF 51,863 mln
RG/RLG <sub>2011</sub>	85,76%	Cec <sub>2011</sub>	CHF 57,852 mln
RL/RG <sub>2009</sub>	100,27 <sup>334</sup> %	Me <sub>2009</sub>	12,18
RL/RG <sub>2010</sub>	100,03%	Me <sub>2010</sub>	11,58
RL/RG <sub>2011</sub>	100,00%	Me <sub>2011</sub>	9,99

2.

<sup>&</sup>lt;sup>332</sup> I dati e le informazioni per l'analisi sono stati ricavati da: UBS, Annual Report, 2009, 2010 e 2011.

<sup>.</sup> dato è frutto del rapporto tra due grandezze negative: il reddito lordo di gestione (meno 190 milioni di franchi svizzeri) e il reddito di gestione (meno 2,561 miliardi).

<sup>&</sup>lt;sup>334</sup> Il dato è approssimativamente pari al 100% non perché non vi sia gestione straordinaria, ma perche i proventi e gli oneri riconducibili a tale natura sono stati genericamente ricompresi all'interno delle spese operative, non agevolando il loro discernimento ai fini dell'analisi condotta.

Vac <sub>2009</sub>	Vac <sub>2010</sub>	Vac <sub>2011</sub>
CHF (94,823,247,575)	CHF 48,410,470,332	CHF (8,714,653,010)

UBS ha subito il forte impatto della crisi economica del 2008 registrando nell'anno immediatamente successivo una perdita per 2,125 milioni di franchi svizzeri. Nel 2009 il gruppo svizzero non si è dimostrato capace di operare in condizioni di efficienza: i costi operativi hanno assorbito tutto il margine di intermediazione, determinando la negatività del reddito lordo di gestione. Infatti, il cost income ratio per quell'anno era pari al 103%. Tuttavia, negli anni a seguire la banca svizzera ha mostrato un ottimo recupero sia dal punto di vista del reddito derivante dagli interessi netti sull'attività creditizia (CHF 4,164,000,000; CHF 6,149,000,000 e CHF 6,742,000,000) anche a seguito dei bassi tassi di interesse sul mercato interbancario in un mercato inondato di liquidità; sia relativamente all'incremento dei guadagni dall'operatività nel mercato mobiliare (non interest income: CHF 22,601,000,000; CHF 31,994,000,000; CHF 27,788,000,000), comunque diminuiti nel 2011 rispetto al 2010 per un calo delle commissioni nette e dei ricavi provenienti dal trading su azioni, obbligazioni, valute e commodity, soprattutto a causa dell'apprezzamento del franco svizzero; e per la perdita di 1,849 milioni di franchi per un incidente su un trading non autorizzato.

Il margine di interesse è stato calcolato al netto delle perdite su crediti, che sono andate aumentando nel corso del triennio parallelamente al rafforzamento del franco svizzero: i clienti *corporate* hanno risentito di una perdita di competitività per l'apprezzamento della valuta domestica e di una maggiore esposizione al *foreign currency risk*, che ne hanno peggiorato il profilo di solvibilità. Questi fenomeni si sono riverberati nelle perdite sui crediti concessi dal gruppo.

In generale, si è osservato che guadagni frutto di intermediazione mobiliare sono per UBS particolarmente cospicui; infatti, il rapporto "MINT/MI" si è mantenuto sempre al di sopra del 400%, indicando una maggiore vocazione del gruppo per l'attività di intermediazione non tradizionale, cioè non creditizia.

Nel biennio 2010-2011 è stato rinvenuto anche un miglioramento dell'efficienza operativa, attribuito però sempre al rafforzamento del franco svizzero: le spese amministrative generali e del personale sono andate diminuendo, anche in virtù di una politica di restringimento dei bonus e grazie ai minori costi di manutenzione dell'appartato IT. La maggiore efficienza operativa è stata registrata dalla contestuale riduzione del cost income ratio (76,50% nel 2010 e 80,50% nel 2011).

L'apprezzamento della valuta svizzera ha avuto un effetto positivo anche sull'ammortamento delle attrezzature; d'altra parte l'*impairment* sugli *asset* intangibili è aumentato e nel 2009 si è verificata un'importante svalutazione dell'avviamento a seguito della vendita di UBS Pactual, che ha depresso fortemente il reddito di gestione (meno CHF 2,561,000,000; CHF

7,455,000,000 e CHF 5,350,000,000 nel 2010 e 2011). Il forte valore negativo dell'*operating income* nel 2009 spiega il rapporto "RG/RLG" registrato per lo stesso anno, dovuto l'altro un reddito lordo di gestione già negativo.

Il ROE proposto dal gruppo ha avuto la seguente dinamica: -7,80%; 16,70% e 8,50%, che confrontato con il costo di mercato dell'*equity* stimato per UBS (8,21%; 8,64% e 10,01%)<sup>335</sup> ha restituito un Vac positivo per oltre 48 miliardi di franchi svizzeri solo nel 2010. Nel 2009 invece è stato distrutto valore per più di 94 miliardi di franchi.

La retribuzione corrisposta agli *executive* è stata costantemente ridotta, non mostrando un andamento coerente con l'Incremento del valore aggiunto del capitale nel 2010, ma più correlato con la riduzione del Vac nel 2011 rispetto al 2010.

Il Crédit Suisse<sup>336</sup> ha mostrato una dinamica delle redditività e del valore in un certo senso opposta rispetto a quanto visto per UBS, come emerge dal seguente diagramma del valore.

MI/TA <sub>2009</sub>	0,67%	RN/RL <sub>2009</sub>	78,56%
MI/TA <sub>2010</sub>	0,63%	RN/RL <sub>2010</sub>	76,71%
MI/TA2011	0,60%	RN/RL <sub>2011</sub>	74,43%
MINT/MI <sub>2009</sub>	454,17%	TA/E <sub>2009</sub>	21,34
MINT/MI <sub>2010</sub>	447,00%	TA/E <sub>2010</sub>	23,99
MINT/MI <sub>2011</sub>	387,98%	TA/E <sub>2011</sub>	25,53
RG/MINT <sub>2009</sub>	25,81%	$a_{2009}$	51,88%
RG/MINT <sub>2010</sub>	25,61%	a <sub>2010</sub>	36,98%
RG/MINT <sub>2011</sub>	14,28%	a <sub>2011</sub>	(76,76)%
RL/RG <sub>2009</sub>	105,97%	Cec <sub>2009</sub>	CHF 48,328 mln
RL/RG <sub>2010</sub>	88,77%	Cec <sub>2010</sub>	CHF 43,015 mln
RL/RG <sub>2011</sub>	75,82%	Cec <sub>2011</sub>	CHF 41,985 mln
RN/RL <sub>2009</sub>	78,56%	Me <sub>2009</sub>	11,54
RN/RL <sub>2010</sub>	76,71%	Me <sub>2010</sub>	10,94
RN/RL <sub>2011</sub>	74,43%	Me <sub>2011</sub>	9,43

192

I dati per la stima del capitale di rischio sono stati ricavati da: <a href="www.tradingeconimcs.com">www.tradingeconimcs.com</a> per il tasso free risk medio annuo (del 2009, 2010 e 2011) sui bond governativi svizzeri a 10 anni (2,25%; 1,75% e 1,55%); <a href="www.thomsonreuters.com">www.thomsonreuters.com</a> per il Beta (1,50); pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ per il premio al rischio di mercato (4,50%, 5,00% e 6,00%). In Svizzera la tassazione delle rendite finanziarie da obbligazioni prevede un'imposta sostitutiva del 35%, che è stata considerata nel calcolo del risk free rate.

<sup>&</sup>lt;sup>336</sup> I dati e le informazioni riportate per l'analisi sono stati ricavati da: Crédit Suisse, Annual report, 2009, 2010 e 2011.

Vac <sub>2009</sub>	Vac <sub>2010</sub>	Vac <sub>2011</sub>
CHF 52,093,818,181	CHF 25,244,097,127	CHF (18,236,709,697)

Dall'osservazione del diagramma del valore realizzato, emerge come il graduale peggioramento durante il triennio di tutti i margini reddituali abbia portato il gruppo a distruggere valore economico per oltre 18 milioni di franchi svizzeri nel 2011. Il margine di interesse (CHF 6,891,000,000; CHF; 6,541,000,000; CHF 6,246,000,000) così come quello di intermediazione (CHF 31,297,000; CHF 29,238,000,000; CHF 24,233,000,000) sono andati via via riducendosi, nonostante l'incremento delle commissioni nette percepite dal gruppo. Le spese operative sono aumentate complessivamente, come testimoniato dall'andamento del *cost income ratio* (73,00%; 78,10% e 88,50%), benché le spese per la retribuzione del personale siano state in parte tagliate. In particolare, si segnala la decisione del gruppo di procedere nel 2011 con una strategia di riallineamento dei costi, uscendo da alcune aree di business e riducendo i *risk weighted assets* nell'ambito dell'Investment Banking. Si segnalano alcuni altri contenziosi di natura fiscale con il governo tedesco e statunitense.

Un ulteriore fonte di profitto ("disconotinued operations") ha fatto lievitare il reddito lordo del 2009. Mentre i margini del gruppo andavano peggiorando, la leva finanziaria è stata innalzata, per cui per ogni franco svizzero a titolo di capitale di rischio, nel 2011 Crédit Suisse ha finanziato il proprio attivo non più per 21 volte come accadeva nel 2009, ma per venticinque; aumentando dunque il ricorso al debito.

Il costo del capitale di rischio stimato per il secondo gruppo bancario svizzero (8,66%; 9,14%; 10,61%)<sup>337</sup> ha permesso di calcolare il valore aggiunto del capitale, positivo nel 2009 per oltre 52 miliardi di franchi svizzeri, ma già dimezzato nel 2010 e abbondantemente al di sotto dello zero nel 2011. La contrazione della retribuzione totale pagata i manager esecutivi del Gruppo è apparsa coerente con la discesa del Vac registrata durante il triennio.

# Svezia

Il diagramma del valore sottostante illustra l'andamento della situazione reddituale del Gruppo svedese Nordea<sup>338</sup> e la capacità di creare valore nel corso del triennio, incrinatasi nel 2011 come per Crédit Suisse.

<sup>&</sup>lt;sup>337</sup> I dati per la stima del capitale di rischio sono stati ricavati da: <a href="www.tradingeconimcs.com">www.tradingeconimcs.com</a> per il tasso free risk medio annuo (del 2009, 2010 e 2011) sui bond governativi svizzeri a 10 anni (2,25%; 1,75% e 1,55%); <a href="www.thomsonreuters.com">www.thomsonreuters.com</a> per il Beta (1,60); pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ per il premio al rischio di mercato (4,50%, 5,00% e 6,00%). In Svizzera la tassazione delle rendite finanziarie da obbligazioni prevede un'imposta sostitutiva del 35%, che è stata considerata nel calcolo del *risk free rate*.

<sup>&</sup>lt;sup>338</sup> I dati e le informazioni per l'analisi sono stati ricavati da: Nordea, Annual Report, 2009, 2010 e 2011.

MI/TA <sub>2009</sub>	1,04%	RN/RL <sub>2009</sub>	75,38%
MI/TA <sub>2010</sub>	0,89%	RN/RL <sub>2010</sub>	73,18%
MI/TA2011	0,76%	RN/RL <sub>2011</sub>	74,26%
MINT/MI <sub>2009</sub>	171,80%	TA/E <sub>2009</sub>	22,64 volte
MINT/MI <sub>2010</sub>	180,93%	TA/E <sub>2010</sub>	23,65 volte
MINT/MI <sub>2011</sub>	174,14%	TA/E <sub>2011</sub>	27,41volte
RLG/MINT <sub>2009</sub>	51,91%	a <sub>2009</sub>	13,76%
RLG/MINT <sub>2010</sub>	50,22%	a <sub>2010</sub>	13,30%
RLG/MINT <sub>2011</sub>	47,09%	a <sub>2011</sub>	(5,75)%
RG/MINT <sub>2009</sub>	96,84%	Cec <sub>2009</sub>	€ 22,420 mln
RGMINT <sub>2010</sub>	96,37%	Cec <sub>2010</sub>	€ 24,538 mln
RG/MINT <sub>2011</sub>	95,71%	Cec <sub>2011</sub>	€ 26,120 mln
RL/RG <sub>2009</sub>	67,42%	Me <sub>2009</sub>	10,26
RL/RG <sub>2010</sub>	80,54%	Me <sub>2010</sub>	10,03
RL/RG <sub>2011</sub>	82,84%	Me <sub>2011</sub>	8,92

Vac <sub>2009</sub>	Vac <sub>2010</sub>	Vac <sub>2011</sub>
€ 3,577,537,199	€ 3,577,537,199	€ (1,416,658,341)

Per il Gruppo Nordea è stata riscontrata un complessivo incremento del reddito netto; accompagnato tuttavia da una decrescente capacità di creare valore nel corso dei tre anni. Il margine d'interesse (€ 5,281 milioni; € 5,159 milioni; € 5,456 milioni) si era ridotto inizialmente per effetto dei maggiori costi si acquisizione dei fondi sul mercato interbancario e della contrazione del reddito proveniente dai depositi; successivamente tali fenomeni sono stati compensati da una crescita degli interessi sui prestiti e dal maggior volume di depositi raccolti.

Nel 2011 il gruppo ha risentito della crisi del debito sovrano di alcuni stati europei e delle politiche di austerità perseguite dai relativi governi, che hanno finito per ostacolare numerose attività economiche industriali e accrescere l'avversione per gli investimenti più a rischio da parte della clientela più ampia. La banca ha constatato come la sua capacità reddituale sia rimasta forte in tutte le attività *custumer-oriented* mentre sia peggiorata per quanto riguarda le operazioni svolte sul mercato dei capitali. Tale debolezza non ha però impoverito il margine di intermediazione che è comunque aumentato (€ 9,073 milioni; € 9,334 milioni; € 9,501 milioni). Le spese amministrative generali hanno assorbito una porzione considerevole del *non interest income*, con una perdita di efficienza durante gli anni palesata

dall'innalzamento del cost income ratio, passato dal 50% del 2009 al 52% e 55% rispettivamente del 2010 e 2011; anche se si tratta si valori percentuali generalmente più bassi rispetto a tutti gli altri gruppi bancari europei sinora osservati. La leva finanziaria, invece, è risultata in linea con i valori mediamente osservati altrove; lievitando fino a 27,42 volte nel 2011: man mano che il reddito di gestione si contraeva, il riscorso all'indebitamento aumentava.

La perdita di valore economico per più di diciotto miliardi di euro nel 2011, è spiegata da un ROE del 10,60% inferiore al costo del capitale stimato per quell'anno (11,21%); mentre negli anni precedenti il tasso di rendimento effettivo dell'equity aveva saputo mantenersi al di sopra (11,30% e11,50%) del suddetto costo (9,75%; 9,97%)<sup>339</sup>. In costo di capitale di rischio è aumentato a causa del maggior premio al rischio, pur in presenza di una riduzione del rendimento sui bond decennali emessi dal governo svedese. Dunque, la crescita parallela degli emolumenti elargiti ai dirigenti bancari di vertice non è stata in linea con la graduale perdita di valore economico tra il 2009 e il 2011.

#### Italia

Il primo gruppo bancario italiano per totale dell'attivo. Unicredit<sup>340</sup>, si è caratterizzato per una redditività del capitale di rischio molto bassa e addirittura negativa nel 2011, alla quale si è affiancata una progressiva perdita di valore economico, come evidenziato dal seguente diagramma del valore.

MI/TA <sub>2009</sub>	1,91%	RN/RL <sub>2009</sub>	68,66%
MI/TA <sub>2010</sub>	1,76%	RN/RL <sub>2010</sub>	67,41%
MI/TA2011	1,67%	RN/RL <sub>2011</sub>	118,17%
MINT/MI <sub>2009</sub>	155,41%	TA/E <sub>2009</sub>	14,74 volte
MINT/MI <sub>2010</sub>	160,64%	TA/E <sub>2010</sub>	14,73 volte
MINT/MI <sub>2011</sub>	163,29%	TA/E <sub>2011</sub>	16,91 volte
RLG/MINT <sub>2009</sub>	44,42%	a <sub>2009</sub>	(257,06)%
RLGMINT <sub>2010</sub>	41,23%	a <sub>2010</sub>	(447,64)%
RLG/MINT <sub>2011</sub>	38,65%	a <sub>2011</sub>	208,06%
RG/RLG <sub>2009</sub>	25,05%	Cec <sub>2009</sub>	€ 62,991mln

<sup>&</sup>lt;sup>339</sup> I dati per la stima del capitale di rischio sono stati ricavati da: <u>www.tradingeconimcs.com</u> per il tasso free risk medio annuo (del 2009, 2010 e 2011) sui bond governativi svedesi a 10 anni (3,40%; 2,92% e 2,75%); www.thomsonreuters.com per il Beta (1,41); pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ per il premio al rischio di mercato (4,50%, 5,00% e 6,00%). In Svezia la tassazione delle rendite finanziarie da obbligazioni prevede l'assoggettamento alle normali aliquote fiscali sul reddito delle persone fisiche; per cui nessuna ritenuta o altra imposta è stata considerata nel calcolo del *risk free rate*.

340 I dati e le informazioni per l'analisi sono stati rcavati da: Unicredit, Relazioni e Bilancio Consolidato, 2009, 2010 e 2011.

RG/RLG <sub>2010</sub>	22,74%	Cec <sub>2010</sub>	€ 67,703 mln
RG/RLG <sub>2011</sub>	14,31%	Cec <sub>2011</sub>	€ 54,797 mln
RL/RG <sub>2009</sub>	80,80%	Me <sub>2009</sub>	7,00
RL/RG <sub>2010</sub>	79,51%	Me <sub>2010</sub>	6,76
RL/RG <sub>2011</sub>	(558,90)%	Me <sub>2011</sub>	5,14

Vac <sub>2009</sub>	Vac <sub>2010</sub>	Vac <sub>2011</sub>
€ (45,349,241,874)	€ (55,340,291,402)	€ (105,510,802,057)

Nel 2010 i ricavi del gruppo hanno registrato una diminuzione di 1,2 miliardi (-4,4%) rispetto al 2009 soprattutto per effetto della riduzione dei tassi di interesse che hanno finito per contrarre lo spread sui depositi fonte del margine di interesse (€ 17,741,000,000; €16,401,000,000; € 15,433,000,000). Nel 2011 invece l'Euribor è aumentato dallo 0,81% all'1,39%, aprendo la possibilità a un potenziale ampliamento degli interessi netti; tuttavia, la crisi del debito sovrano ha agito nel senso opposto: allargando lo spread creditizio e aggravando il costo della raccolta presso la clientela, in calo nel 2011 rispetto al 2010 e al 2009. Nel 2010 l'attività svolta nel settore retail, del corporate e investment banking (CIB) e del private banking ha subito una flessione dei ricavi, sebbene solo un anno prima fossero stati registrati forti introiti provenienti dall'area CIB. Tali aree hanno recuperato sul versante delle commissioni nette soprattutto sui prodotti di investimento (amministrazione e gestione del risparmio in forma collettiva) e di assicurazione, che hanno frenato la discesa del margine di intermediazione (€ 27,572 milioni; € 26,347 milioni; € 25,200 milioni); ma le stesse commissioni hanno conosciuto una nuova forte contrazione nel 2011. Il reddito lordo di gestione è stato gravemente abbattuto dai costi operativi in crescita, come appare chiaro dall'andamento del cost income ratio: 55,60% nel 2009, 58,80% e 61,40% nel 2010 e 2011. Le spese del personale e quelle amministrative (maggiori affitti a seguito delle dismissioni del patrimonio immobiliare di funzionamento, non ancora veduto; l'introduzione di un'onerosa imposta patrimoniale in Ungheria) sono entrambe lievitate. Il quadro dei costi operativi è stato in parte compensato dalle rettifiche di valore sulle attività materiali e immateriali, invariate nei primi due anni e diminuite nel 2011, oltre alla riduzione delle rettifiche nette sui crediti e sugli accantonamenti per garanzie e impegni. Gli accantonamenti per rischi e oneri, in crescita rispetto al 2009, hanno depresso il reddito di gestione del 2010, mentre hanno pesato meno nel 2011. Altri effetti una tantum che hanno avuto un impatto di rilievo sul risultato di gestione nel corso del triennio sono stati: la parziale svalutazione nel 2010 dell'avviamento relativo alla partecipata ATF in Kazakistan, e alcune poste di rilievo riguardanti alla fiscalità e ai progetti di project finance in Germania. Altre componenti non ricorrenti hanno influenzato il reddito lordo nel 2011, come la svalutazione della

partecipazione in Mediobanca e di attività immateriali come l'avviamento e taluni marchi (HVB, Bank Austria, Banca di Roma, Banco di Sicilia e Ukrsotsban); più altri costi di ristrutturazione per l'implementazione del nuovo piano strategico. Ne è derivata una perdita per oltre 9 miliardi di euro nel 2011, mentre l'utile era rimasto al di sopra del miliardo nei due anni precedenti, quando era stato registrato un ROE positivo del 4% (2009) e del 2,7% (2010). Nel 2011 il tasso si rendimento effettivo dell'*equity* è stato pari a -18%, dando origine, nel confronto con un costo equo del capitale incrementato al 19,45%, ad una distruzione di valore economico per oltre 105 miliardi di euro. Il Vac era stato negativo per quarantacinque e cinquantacinque miliardi nell'ambito del biennio precedente. In realtà, anche quando il Gruppo aveva registrato un utile, ha sempre dovuto confrontarsi con un costo del capitale<sup>341</sup> particolarmente elevato (14,28% e 14,75%) che sconta l'effetto di un premio al rischio e di tassi "privi di rischio" su bond decennali superiori a quelli osservati per le altre banche europee, comprese quelle spagnole. Tra l'altro la lievitazione della retribuzione dei top manager esecutivi non appare coerente con il peggioramento dei risultati economici e con la forte negatività assunta dal Vac nel 2011.

Come per Unicredit, anche per Intesa Sanpaolo<sup>342</sup> è stata osservata una redditività netta in discesa e fortemente negativa nel 2011, accompagnata da una decrescente capacità di creare valore economico, così come emerge dal diagramma del valore costruito per il gruppo bancario.

MI/TA <sub>2009</sub>	1,80%	RN/RL <sub>2009</sub>	81,07%
MI/TA <sub>2010</sub>	1,61%	RN/RL <sub>2010</sub>	85,76%
MI/TA2011	1,78%	RN/RL <sub>2011</sub>	85,17%
MINT/MI <sub>2009</sub>	153,15%	TA/E <sub>2009</sub>	11,60 volte
MINT/MI <sub>2010</sub>	152,43%	TA/E <sub>2010</sub>	12,07 volte
MINT/MI <sub>2011</sub>	145,11%	TA/E <sub>2011</sub>	13,38 volte
RLG/MINT <sub>2009</sub>	38,35%	$a_{2009}$	(109,60)%
RLG/MINT <sub>2010</sub>	36,02%	$a_{2010}$	(132,43)%
RLG/MINT <sub>2011</sub>	35,42%	a <sub>2011</sub>	190,84%
RG/RLG <sub>2009</sub>	43,77%	Cec <sub>2009</sub>	€ 53,771 mln
RG/RLG <sub>2010</sub>	50,34%	Cec <sub>2010</sub>	€ 54,600 mln

I dati per la stima del capitale di rischio sono stati ricavati da: <a href="www.tradingeconimcs.com">www.tradingeconimcs.com</a> per il tasso free risk medio annuo (del 2009, 2010 e 2011) sui bond governativi italiani a 10 anni (4,35%; 4,15% e 5,60%); <a href="www.thomsonreuters.com">www.thomsonreuters.com</a> per il Beta (1,94); pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ per il premio al rischio di mercato (5,40%, 5,75% e 7,50%). In Italia la tassazione delle rendite finanziarie da obbligazioni prevede l'assoggettamento ad una imposta sostitutiva del 12,5%, considerata nel calcolo del risk free rate.

<sup>&</sup>lt;sup>342</sup> I dati e le informazioni per l'analisi sono stati ricavati da: Intesa Sanpaolo, Bilanci, 2009, 2010 e 2011.

RG/RLG <sub>2011</sub>	14,21%	Cec <sub>2011</sub>	€ 47,758 mln
RL/RG <sub>2009</sub>	125,44%	Me <sub>2009</sub>	8,67
RL/RG <sub>2010</sub>	110,25%	Me <sub>2010</sub>	8,44
RL/RG <sub>2011</sub>	(1146,88)%	Me <sub>2011</sub>	6,40

Vac <sub>2009</sub>	Vac <sub>2010</sub>	Vac <sub>2011</sub>
€ (28,117,453,278)	€ (31,108,699,779)	€ (100,330,006,400)

Il secondo gruppo italiano, pur vantando una ragguardevole presenza in ambito internazionale, si è trovato ad operare soprattutto nel contesto di mercato italiano, caratterizzato dalla recessione e dalla crisi del debito sovrano. Nonostante le premesse non rosee del quadro economico, il gruppo ha cercato di frenare la caduta della propria redditività, agendo al livello del proprio margine di interesse (€ 11,237 milioni; € 10,621 milioni e € 11,387 milioni), che ha beneficiato del miglioramento dello spread dei tassi del mercato interbancario, e a livello del margine di intermediazione<sup>343</sup> (€ 17,210,000,000; € 16,190,000,000; € 16,524,000,000). Questo è stato trainato nel 2011 dal raddoppio dell'attività di negoziazione (cessione di quote residue di Findomestic e Prada), sebbene vi sia stata una flessione dei ricavi da commissioni "non bancarie" e dei proventi dell'attività assicurativa. Sempre nel 2011 il reddito lordo di gestione (€ 5,83 miliardi) si è mantenuto molto vicino ai livelli del 2010 (€ 5,85 miliardi), sebbene in calo rispetto a due anni prima (€ 6,6 miliardi), grazie al presidio dei costi operativi, diminuiti sia sotto l'aspetto delle spese del personale sia in quella dei costi amministrativi; mentre gli ammortamenti hanno registrato una crescita continua (+6%). Il cost income ratio aveva segnalato inizialmente una perdita di efficienza operativa tra il 2009 e il 2010 passando dal 53,90% al 56,30%, e successivamente ha evidenziato un recupero della capacità di governare tali costi, tornando al 54,40%.

Il reddito di gestione, invece, è stato penalizzato dal deterioramento della qualità del credito, che ha comportato un rilevante aumento delle sofferenze, e quindi un maggior fabbisogno di rettifiche di valore per rischio di credito che ha colpito generalmente il Paese nell'ultima parte dell'anno. Inoltre, vi sono state anche gravi svalutazioni di attività finanziarie resesi necessarie a seguito della crisi del debito greco. Inoltre, Intesa Sanpaolo fino al 2010 aveva attività immateriali di durata indefinita per 21,6 miliardi: 19,2 miliardi iscritti come "avviamenti" e 2,4 miliardi sotto la voce "brand name". Il deterioramento della situazione economica, dei mercati finanziari e, soprattutto, le mutate previsioni reddituali delle banche, tra le quali Intesa Sanpaolo, hanno reso necessario procedere ad una forte riduzione del valore contabile degli avviamenti per 10.233 milioni al netto degli effetti fiscali.

<sup>343</sup> Il margine di intermediazione è stato calcolato tenendo conto dei risultati dell'attività assicurativa.

Il risultato lordo è stato rimpinguato da alcune componenti reddituali di natura non ricorrente: il gruppo ha beneficiato di 2 miliardi per effetto dell'affrancamento fiscale degli avviamenti iscritti nel bilancio consolidato<sup>344</sup>; ma ha dovuto anche sostenere oneri connessi all'esodo di personale secondo gli accordi presi con i sindacati; oneri legati alla svalutazione di talune attività immateriali presenti in bilancio, che hanno determinato, infine, un risultato netto pesantemente negativo, per oltre € 8 miliardi di euro. In una condizione di perdita ingente veniva pagata ai membri esecutivi del Coniglio di Gestione una retribuzione totale per oltre undici milioni di euro. Nel 2009 e nel 2010, invece, era stato conseguito un utile netto rispettivamente di 2,938 milioni e 2,705 milioni di euro. Il lieve calo rispetto a quello del 2009 è stato causato dei minori proventi operativi netti determinati dai una situazione di mercato caratterizzata da tassi eccezionalmente bassi (interessi netti minori). Tuttavia il risultato positivo per oltre due miliardi ha riflesso la dinamica positiva dei ricavi commissionali, il minor fabbisogno di rettifiche di valore per rischio creditizio, oltre alle costanti azioni di contenimento dei costi operativi e al contributo delle attività in via di dismissione.

Ne è conseguito un ROE positivo per il 2009 e il 2010 (5,5% e 5,1%), ma fortemente negativo (-17,2%) nel 2011. Tali tassi di redditività effettivi, una volta comparati con il costo del capitale di rischio<sup>345</sup> in forte aumento data il maggior rischio di insolvenza del Paese (11,53%; 11,85% e 15,63%) hanno fatto registrare una perdita economica per oltre cento miliardi di euro nel 2011, nonostante la leva finanziaria sempre ragionevolmente bassa abbia indicato un ricorso al debito molto contenuto.

# Regno unito

Il primo gruppo bancario inglese per *total asset*, HSBC<sup>346</sup>, ha mostrato dopo la crisi finanziaria del 2008 la capacità di incrementare la propria redditività netta e diminuire la perdita di valore economico, che comunque non è mai stato positivo per tutto il corso del triennio considerato.

	MI/TA <sub>2009</sub>	1,72%	RN/RL <sub>2009</sub>	94,56%
Ī	MI/TA <sub>2010</sub>	1,61%	RN/RL <sub>2010</sub>	74,54%

<sup>&</sup>lt;sup>344</sup> L'operazione è stata resa possibile dal Decreto legge 98/2011 (Legge 15 luglio 2011 n. 111). La legge prevede la facoltà di riallineare sul piano fiscale i valori intangibili iscritti nel bilancio consolidato che trovano corrispondenza in maggiori valori delle partecipazioni di controllo (scaturiti da operazioni straordinarie e di acquisto di partecipazioni).

I dati per la stima del capitale di rischio sono stati ricavati da: <a href="www.tradingeconimcs.com">www.tradingeconimcs.com</a> per il tasso free risk medio annuo (del 2009, 2010 e 2011) sui bond governativi italiani a 10 anni (4,35%; 4,15% e 5,60%); <a href="www.thomsonreuters.com">www.thomsonreuters.com</a> per il Beta (1,43); pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ per il premio al rischio di mercato (5,40%, 5,75% e 7,50%). In Italia la tassazione delle rendite finanziarie da obbligazioni prevede l'assoggettamento ad una imposta sostitutiva del 12,5%, considerata nel calcolo del *risk free rate*.

<sup>&</sup>lt;sup>346</sup> I dati e le informazioni per l'analisi sono stati rcavati da: HSBC, Annual Reports and Accounts, 2009, 2010 e 2011.

MI/TA2011	1,59%	RN/RL <sub>2011</sub>	82,04%
MINT/MI <sub>2009</sub>	162,49%	TA/E <sub>2009</sub>	17,43 volte
MINT/MI <sub>2010</sub>	173,04%	TA/E <sub>2010</sub>	15,85 volte
MINT/MI <sub>2011</sub>	177,76%	TA/E <sub>2011</sub>	15,89 volte
RLG/MINT <sub>2009</sub>	51,86%	$a_{2009}$	(105,48)%
RLGMINT <sub>2010</sub>	48,73%	$a_{2010}$	(18,74)%
RLG/MINT <sub>2011</sub>	46,56%	a <sub>2011</sub>	(11,73)%
RG/RLG <sub>2009</sub>	15,44%	Cec <sub>2009</sub>	\$ 135,661 mln
RG/RLG <sub>2010</sub>	49,68%	Cec <sub>2010</sub>	\$ 154,915 mln
RG/RLG <sub>2011</sub>	55,29%	Cec <sub>2011</sub>	\$ 166,093 mln
RL/RG <sub>2009</sub>	133,62%	Me <sub>2009</sub>	9,36
RL/RG <sub>2010</sub>	115,24%	Me <sub>2010</sub>	8,87
RL/RG <sub>2011</sub>	117,54%	Me <sub>2011</sub>	8,14

Vac <sub>2009</sub>	Vac <sub>2010</sub>	Vac <sub>2011</sub>
\$ (69,639,736,547)	\$ (26,209,710,993)	\$ (16,260,402,766)

HSBC ha presentato un margine di interesse complessivamente stabile intorno ai 40 miliardi di dollari; tuttavia il rapporto tra *net interest income* e attivo totale è andato riducendosi a causa di un incremento degli *asset* aziendali. I guadagni derivanti dall'attività di *retail banking* soprattutto nel mercato statunitense sono andati peggiorando, così che il gruppo britannico ha deciso di dismettere il business "US card and Retail Servicies".

Il margine di intermediazione<sup>347</sup> ha registrato un incremento di oltre 6 miliardi di dollari tra 2009 e 2011 (\$ 66,181,000,000; \$ 68,247,000,000; \$ 72,280,000). In realtà, il complesso delle attività di investimento del gruppo hanno presentato dei rendimenti negativi sotto più punti di vista: i reinvestimenti in strumenti finanziari scarsamente profittevoli; il calo del reddito proveniente dall'attività di *trading* dovuto alla maggiore competizione su alcuni prodotti *core* e alla crisi del debito sovrano europeo; i *fair value* negativi per i movimenti avversi di alcuni strumenti finanziari derivati non di copertura. D'altra parte, le componenti di reddito che hanno influenzato negativamente il conto economico sono state controbilanciate dai cospicui ricavi provenienti dai mercati emergenti.

Il reddito lordo di gestione (\$ 34,321,000,000; \$33,355,000,000; \$ 33,655,000,000) ha risentito della crescita dei costi operativi, specialmente per il pagamento nel 2010 di importanti cifre a fronte del pensionamento di alcuni dipendenti e per la crescita delle spese

<sup>347</sup> Nel margine di intermediazione sono stati considerati anche i proventi e gli oneri relativi all'attività assicurativa.

-

affrontate nel 2011 per la ristrutturazione e per il personale assunto nei nuovi mercati asiatici, sebbene l'*efficiency ratio* fosse migliorato tra il 2009 e il 2010 passando dal 52% al 55,2%.

Un forte recupero sui margini reddituali è avvenuto a livello di reddito di gestione, in quanto le svalutazioni dei crediti finanziari a seguito di *impairment* sono andate riducendosi visibilmente soprattutto negli USA e in Europa e per la contrazione degli accantonamenti a fondi rischi. Le più basse svalutazioni sono attribuibili al miglioramento della qualità del credito e dell'affidabilità dei debitori, oltre che dal volume inferiore dei saldi contabili sui conti correnti e gli altri crediti concessi.

La leva finanziaria (TA/E) si è ridotta man mano che aumentavano i profitti netti e quindi una porzione maggiore di guadagni poteva essere reinvestita nei vari business a titolo di autofinanziamento.

La redditività del capitale azionario nel 2009 era davvero molto bassa (5,5%), perciò comparata con un costo del capitale del 10,69%, ha originato una distruzione di valore economico per quasi settanta miliardi di dollari. L'innalzamento del ROE negli anni a seguire (9,5% e 11%) ha comportato, nel confronto con un costo di mercato dell'*equity*<sup>348</sup> in aumento (11,28%, 12,29%) una minore perdita di valore, passata da meno 26,2 miliardi a meno 16,2 miliardi di dollari.

Le retribuzioni globalmente riconosciute agli *executive* sono state abbassate, andando in senso opposto rispetto al recupero mostrato dal Gruppo in termini di Vac e ROE.

Barclays<sup>349</sup> si è caratterizzata per un impoverimento della redditività netta e una crescente inefficienza operativa durante il triennio, alle quali ha fatto eco una graduale perdita di valore divenuto fortemente negativo nel 2010 e nel 2011. Dunque, il seguente diagramma del valore riporta un quadro economico e finanziario opposto rispetto a quello delineato per HSBC.

MI/TA <sub>2009</sub>	0,86%	RN/RL <sub>2009</sub>	90,55%
MI/TA <sub>2010</sub>	0,84%	RN/RL <sub>2010</sub>	75,00%
MI/TA <sub>2011</sub>	0,78%	RN/RL <sub>2011</sub>	67,21%
MINT/MI <sub>2009</sub>	244,36%	TA/E <sub>2009</sub>	23,54 volte
MINT/MI <sub>2010</sub>	251,06%	TA/E <sub>2010</sub>	23,93 volte

<sup>&</sup>lt;sup>348</sup> I dati per la stima del capitale di rischio sono stati ricavati da: <a href="www.tradingeconimcs.com">www.tradingeconimcs.com</a> per il tasso free risk medio annuo (del 2009, 2010 e 2011) sui bond governativi inglesi a 10 anni (3,89%; 3,73% e 3,23%); <a href="www.thomsonreuters.com">www.thomsonreuters.com</a> per il Beta (1,51); pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ per il premio al rischio di mercato (4,50%, 5,00% e 6,00%). In Inghliterra la tassazione delle rendite finanziarie da obbligazioni prevede l'assoggettamento alle normali aliquote fiscali sul reddito delle persone fisiche; per cui nessuna ritenuta o altra imposta è stata considerata nel calcolo del *risk free rate*, ipotizzando un investitore appartenente alla più bassa fascia di reddito, con aliquota pari allo 0%.

<sup>349</sup>l dati e le informazioni per l'analisi sonos stati ricavati da: Barclays, Annual Report, 2009, 2010 e 2011.

MINT/MI <sub>2011</sub>	264,67%	TA/E <sub>2011</sub>	23,98 volte
RLG/MINT <sub>2009</sub>	42,61%	$a_{2009}$	63,99%
RLG/MINT <sub>2010</sub>	36,48%	a <sub>2010</sub>	(24,03)%
RLG/MINT <sub>2011</sub>	35,66%	$a_{2011}$	(18,38)%
RG/RLG <sub>2009</sub>	36,95%	Cec <sub>2009</sub>	£ 58,578 mln
RG/RLG <sub>2010</sub>	52,88%	Cec <sub>2010</sub>	£ 62,262 mln
RG/RLG <sub>2011</sub>	51,06%	Cec <sub>2011</sub>	£ 65,196 mln
RL/RG <sub>2009</sub>	247,81%	Me <sub>2009</sub>	11,67
RL/RG <sub>2010</sub>	100,00%	Me <sub>2010</sub>	11,20
RL/RG <sub>2011</sub>	100,00%	Me <sub>2011</sub>	10,56

Vac <sub>2009</sub>	Vac <sub>2010</sub>	Vac <sub>2011</sub>
£ 104,100,693,116	£ (12,061,955,207)	£ (10,120,181,626)

Barclays ha registrato un incremento complessivo del margine di interesse (£ 11,918 milioni; £ 12,523 milioni; £ 12,201 milioni) grazie ai cospicui interessi sui maggiori saldi contabili dei conti correnti; all'acquisizione del business italiano e portoghese di Citigroup sulle carte di credito e all'attività di hedging sui tassi di interesse a breve termine, che tuttavia è stata meno efficace nel 2011, anno in cui sei è presentata una flessione del net interest income. Il margine di intermediazione (£ 29,123 milioni; £ 31,440 milioni; £ 32,292 milioni) è stato influenzato positivamente nel 2009 dal reddito netto derivante dalle attività di trading e negativamente dal peggioramento dei risultati nell'area degli investimenti. Lo stesso si è verificato nel 2010; al contrario il 2011 si è caratterizzato per aumento dei proventi dall'attività di investimento ed un abbassamento dei guadagni del trading su commodity, titoli a reddito fisso ecc. Le spese operative hanno eroso fortemente il reddito lordo di gestione, come appare evidente dal peggioramento del rapporto "RLG/MINT" e dal parallelo innalzamento percentuale del cost income ratio (57%; 64% e 64%). In particolare, si segnala un importante ammortamento nel 2009 sulle attività immateriali a seguito dell'acquisizione del business di Lehman Brothers nel Nord America; la crescita delle spese per lo staff durante tutto il triennio; l'impairment dell'avviamento nel 2010 e l'ulteriore svalutazione dello "Spanish godwill"nel 2011 relativo al business svolto nell'omonimo Paese. Il reddito di gestione ha beneficiato della ridotta svalutazione a seguito di impairment del portafoglio dei crediti, grazie ad un generale miglioramento della solvibilità dei debitori, ad eccezione del deterioramento della qualità dei crediti concessi nel settore edilizio spagnolo. Solo nel 2009 il reddito lordo è lievitato per effetto delle "discontinued operations".

Di fatto le spese operative hanno avuto il maggior impatto negativo sul reddito netto, come appare evidente dalla dinamica del ROE pari al 23,8% nel 2009 e poi precipitato al 7,2% e 5,8% rispettivamente nel 2010 e nel 2011, attestandosi su livelli ben inferiori rispetto al costo del capitale di rischio stimato per i tre anni (8,57%: 8,93% e 9,47%). Ne è conseguita una perdita di valore economico tra i dodici e i dieci miliardi di sterline, mentre nel 2009 il Gruppo era riuscito a creare valore per oltre centocinque miliardi. La discesa del Vac non è apparsa coerente con l'incremento degli emolumenti complessivamente pagati ai top dirigenti di Barclays.

# 2.2 La performance del profitto economico delle banche americane

Per quanto riguarda il continente americano si considererà come il quadro della redditività e dell'efficienza abbia contribuito alla creazione o alla distruzione di valore economico per i seguenti gruppi bancari: JP Morgan Chase & Co, Goldman Sachs, Royal Bank of Canada e Toronto Domino Bank.

# Stati Uniti d'America

Iniziando da JP Morgan<sup>350</sup>, si nota immediatamente dall'analisi del diagramma del valore sottostante, il forte recupero sul piano della redditività e come questo abbia consentito una contrazione delle perdita economica.

MI/TA <sub>2009</sub>	2,52%	RN/RL <sub>2009</sub>	72,65%
MI/TA <sub>2010</sub>	2,41%	RN/RL <sub>2010</sub>	69,87%
MI/TA2011	2,10%	RN/RL <sub>2011</sub>	90,74%
MINT/MI <sub>2009</sub>	196,34%	TA/E <sub>2009</sub>	12,29 volte
MINT/MI <sub>2010</sub>	201,36%	TA/E <sub>2010</sub>	12,02 volte
MINT/MI <sub>2011</sub>	203,89%	TA/E <sub>2011</sub>	12,34 volte
RLG/MINT <sub>2009</sub>	47,87%	$a_{2009}$	(81,17)%
RLG/MINT <sub>2010</sub>	40,14%	$a_{2010}$	(16,00)%
RLG/MINT <sub>2011</sub>	35,30%	$a_{2011}$	(16,64)%
RG/RLG <sub>2009</sub>	33,42%	Cec <sub>2009</sub>	\$ 165,365 mln
RG/RLG <sub>2010</sub>	59,90%	Cec <sub>2010</sub>	\$ 176,106 mln
RG/RLG <sub>2011</sub>	77,93%	Cec <sub>2011</sub>	\$ 183,573 mln

<sup>&</sup>lt;sup>350</sup> I dati e le informazioni per l'analisi sono stati ricavati da: JP Morgan Chase & Co, Annual Report, 2009, 2010 e 2011.

RL/RG <sub>2009</sub>	100,47 <sup>351</sup> %	Me <sub>2009</sub>	9,20
RL/RG <sub>2010</sub>	100,00%	Me <sub>2010</sub>	8,72
RL/RG <sub>2009</sub>	100,00%	Me <sub>2011</sub>	7,79

Vac <sub>2009</sub>	Vac <sub>2010</sub>	Vac <sub>2011</sub>
\$ (70,054,972,401)	\$ (24,290,482,759)	\$ (26,183,833,983)

Il margine di interesse della prima banca statunitense per total assets ha registrato durante il triennio un costante decremento (\$ 59,152,000,000; \$ 51,001,000,000; \$ 47,689,000,000) per i più bassi saldi sui conti correnti e i maggiori tassi garantiti sui depositi, a fronte di un attivo di bilancio che è andato aumentando parallelamente: l'effetto combinato di tali circostanze ha provocato la riduzione dl rapporto "MI/TA", comunque piuttosto elevato rispetto alla media dei rapporti sin ora esaminati. Il margine di intermediazione, invece, si è innalzato nel 2010 per poi ridursi nuovamente nel 2011 (\$100,434 milioni; \$ 102,694,000,000; \$ 97,234 milioni), accrescendo il suo peso relativamente al margine di interesse: i proventi dell'intermediazione mobiliare hanno rappresentato mediamente il 200% del net interest income. L'iniziale crescita osservata nel 2010 è principalmente ascrivibile ai maggiori guadagni su titoli, nel settore Corporate/Private equity, nelle più elevate commissioni amministrative e nell'ambito dell'asset management, che hanno continuato ha dare cospicui profitti nel 2011, ad eccezione dei più scarsi quadagni nel Corporate/Private equity nello stesso esercizio. Tali introiti sono stati parzialmente compensati da un calo dei ricavi da trading e delle commissioni di sottoscrizione e consulenza nell'ambito delle operazioni di collocamento delle azioni di varie società sull'equity market; sebbene i volumi del debito sottoscritto e anche le commissioni per collocamento di obbligazioni di basso rating abbiano registrato un record. Anche le commissioni sui depositi e i prestiti si sono ridotte, ma la banca ha saputo recuperare mediante le fee caricate sui servizi ad essi correlati e tramite le commissioni sui mutui erogati. Quest'ultimi sono cresciuti in volume, ma anche hanno fatto registrare un picco nelle perdite relative al loro riacquisto, indicendo ad una riduzione delle somme prestate nel 2011 e delle relative commissioni. Le entrate dai servizi di carte di credito sono tornate a crescere nel 2011 come nel 2009.

I continui investimenti per l'ampliamento dei vari business hanno richiesto maggiori spese per il personale; d'altra parte i costi operativi si sono moltiplicati per effetto delle spese relative a fallimenti, chiusure anticipate, cause legali sui mutui non ripagati e ai maggiori costi

<sup>&</sup>lt;sup>351</sup> Il dato RG/RL approssimativamente pari al 100% non indica l'assenza della gestione "straordinaria", ma l'attitudine a ricomprendere i proventi e gli oneri di tale natura tra quelli operativi, non agevolando il discernimento di tali voci ai fini dell'analisi condotta.

per l'assicurazione sui depositi, dovuti ad un cambio delle regole FDIC. L'efficienza operativa monitorata dall'*overhead ratio*<sup>352</sup>, segnala una decrescente capacità di presidiare le spese operative (52% nel 2009; 60% nel 2010 e 65% nel 2011).

Il reddito di gestione ha beneficiato di una riduzione degli accantonamenti per perdite su crediti, grazie al miglioramento dello *standing creditizio* dei debitori, ma comunque ancora cospicui per quanto riguarda il portafoglio di crediti di Washington Mutual PCI.

Il reddito netto trainato dal margine di intermediazione e dal reddito di gestione è andato progressivamente aumentando, permettendo un innalzamento del ROE (nel triennio: 6%, 10% e 11%) e, nel confronto con il tasso equo stimato del capitale di rischio<sup>353</sup> (10,87%; 11,60% e 12,83%), per la capacità di contenere le perdite di valore economico, passato da meno 70 miliardi nel 2009 a meno 26 miliardi di dollari nel 2011, nonostante l'aggravamento del costo del capitale di rischio nello stesso anno (12,83%). Il complessivo aumento della remunerazione concessa agli *executive directors* di JP Morgan Chase & Co è risultata debolmente correlata con il miglioramento del profilo di redditività e della performance del valore economico.

Goldman Sachs<sup>354</sup> si è caratterizzata per un andamento della redditività decrescente e, di conseguenza, per perdite economiche progressive come si può osservare dai tassi di ritorno finanziario pesantemente negativo nel 2011. Per il secondo gruppo bancario statunitense, quindi, sono state rinvenute dinamiche reddituali opposte a quanto visto per JP Morgan Chase & Co.

MI/TA <sub>2009</sub>	0,87%	RN/RL <sub>2009</sub>	67,50%
MI/TA <sub>2010</sub>	0,60%	RN/RL <sub>2010</sub>	64,80%
MI/TA2011	0,56%	RN/RL <sub>2011</sub>	72,01%
MINT/MI <sub>2009</sub>	609,98%	TA/E <sub>2009</sub>	12,01 volte
MINT/MI <sub>2010</sub>	711,63%	TA/E <sub>2010</sub>	11,78 volte
MINT/MI <sub>2011</sub>	554,91%	TA/E <sub>2011</sub>	13,12 volte
RLG/MINT <sub>2009</sub>	47,73%	$a_{2009}$	52,44%
RLG/MINT <sub>2010</sub>	38,93%	a <sub>2010</sub>	0,87%

<sup>&</sup>lt;sup>352</sup> L'overhead ratio si calcola dividendo i costi operativi per il margine di interesse (a lordo dell'imposizione fiscale) più il reddito operativo. Rappresenta una formula alternativa rispetto al cost income ratio.

205

I dati per la stima del capitale di rischio sono stati ricavati dai seguenti siti web: <a href="www.tradingeconomics.com">www.tradingeconomics.com</a> per il tasso free risk medio annuo (del 2009, 2010 e 2011) sui bond governativi statunitensi a 10 anni (3,50%; 3,40% e 2,99%); <a href="www.thomsonreuters.com">www.thomsonreuters.com</a> per il Beta (1,64); pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ per il premio al rischio di mercato (4,50%, 5,00% e 6,00%). Negli U.S.A. la tassazione delle rendite finanziarie da obbligazioni prevede l'assoggettamento alle normali aliquote fiscali sul reddito delle persone fisiche; per cui nessuna ritenuta o altra imposta è stata considerata nel calcolo del risk free rate.

<sup>&</sup>lt;sup>354</sup> I dati e le informazioni per l'analisi sono stati ricavati da: Goldman Sachs, Annual Report, 2009, 2010 e 2011.

RLG/MINT <sub>2011</sub>	27,89%	$a_{2011}$	(240,27)%
RG/RLG <sub>2009</sub>	91,96%	Cec <sub>2009</sub>	\$ 70,714 mln
RG/RLG <sub>2010</sub>	87,61%	Cec <sub>2010</sub>	\$ 77,356 mln
RG/RLG <sub>2011</sub>	76,79%	Cec <sub>2011</sub>	\$ 70,379 mln
RL/RG <sub>2009</sub>	100,00%	Me <sub>2009</sub>	9,35
RL/RG <sub>2010</sub>	96,52%	Me <sub>2010</sub>	8,77
RL/RG <sub>2011</sub>	100,00%	Me <sub>2011</sub>	7,94

Vac <sub>2009</sub>	Vac <sub>2010</sub>	Vac <sub>2011</sub>
\$ 77,983,663,551	\$ 678,561,404	\$ (49,695,735,504)

Goldman Sachs ha dovuto affrontare durante il triennio una riduzione di tutti i margini reddituali. Il net interest income ha subìto un calo del 6% nel 2011 dopo essersi ridotto del 26% nel 2010 rispetto al 2009. Le ragioni di questa costante diminuzione sono rinvenibili nei maggiori tassi di interesse passivi sui prestiti a lungo termine; i dividendi pagati su alcuni strumenti finanziari partecipativi (nel 2010); il più basso reddito medio proveniente delle attività a rendimento fisso (2011). Si sono contratti i ricavi derivanti dall'investment banking, che riflettono il calo delle commissioni sulla sottoscrizione di titoli azionari di nuova emissione come già visto per JP Morgan<sup>355</sup>, e le entrate a fronte dei servizi generalmente resi alla clientela. Nel 2011 anche i ricavi provenienti dall'investment management hanno conosciuto un'importante diminuzione a causa dello spostamento delle preferenze della clientela verso asset caratterizzati da un minor rapporto rischio-rendimento e a causa della discesa dei prezzi delle società quotate, a ragione dell'incerto quadro economico generale, al quale ha contribuito negativamente anche il taglio del rating sugli Stati Uniti. Nel 2010, invece, la gestione del risparmio aveva ottenuto un +10% rispetto al 2009 grazie alle ingenti commissioni strappate grazie al collocamento di strumenti alternativi di investimento (quote di ETF, mutual funds, hedge funds ecc.). Le commissioni attive hanno avuto andamento altalenante, contribuendo positivamente al margine di intermediazione solo nel 2011. L'attività di trading ha sofferto dell'incertezza del quadro macroeconomico: l'accresciuta volatilità dei mercati finanziari ha ingigantito il credit spread e reso più ardua l'attività di market making, piuttosto profittevole invece fino al 2009. Anche i ridotti livelli di attività con la clientela hanno agito sfavorevolmente sul margine di intermediazione (\$ 45,173 milioni; \$ 39,161 milioni; \$ 28,811 milioni), abbattuto anche dalla perdita nel 2011 a fronte dall'investimento azionario nel colosso bancario cinese ICBC, sebbene lo stesso investimento avesse prodotto notevoli ricavi appena un anno prima. Goldman Sachs ha

-

<sup>&</sup>lt;sup>355</sup> La crisi del debito sovrano in Europa e la recessione economica hanno reso l'approvvigionamento di nuovo capitale di rischio più costoso per le aziende, anche in ragione del taglio del rating sui titoli di stato del governo statunitense.

comunque attinto sempre i sui maggiori ricavi dall'attività di intermediazione mobiliare, come testimoniato dall'elevatissimo valore assunto dal rapporto "MINT/MI".

L'efficienza sul piano del contenimento delle spese operative è risultata piuttosto scarsa, secondo quanto si può arguire dal rapporto "RLG/MINT", passato dal 47,73% al 27,89%, indicando un cospicuo assorbimento del margine di intermediazione da parte dei costi operativi, che nel 2010 sono stati superiori a quelli sostenuti nel 2009 del 4%, poi ridottsi del 14% nel 2011, quando in particolar modo sono tagliate del 5% nel 2010 e del 21% le retribuzioni corrisposte al personale, anche per far spazio ai contributi al fondo di beneficienza "Goldman Sachs Gives" prelevati sulle buste paga dei dipendenti. Inoltre, si segnala il pagamento di 465 milioni di dollari in tasse dovute al governo del Regno Unito, a seguito dell'introduzione nel 2009 di una norma che impone l'applicazione di un'imposta del 50% sui bonus al di sopra di £ 25,000 corrisposti ai "dipendenti bancari di rilievo". Si segnalano infine le svalutazioni a seguito dell'*impairment* di Litton Loan Sercicing LP nel 2011; dei diritti su NYSE DDM nel 2010 e dei veicoli detenuti a scopo di investimento nell'attività immobiliare, denotando una certa debolezza nel settore del *real estate financing*. Le "disontinued operations" hanno pesato come componente straordinaria solo nel 2010.

È stato riscontrato un tendenziale innalzamento della leva finanziaria, che ha indicato un finanziamento dell'attivo nel 2011 fino 13 volte il capitale di rischio.

Il costo di mercato dell'*equity* per Goldman Sachs è stato stimato per il 2009, il 2010 e il 2011 rispettivamente al 10,70%; 11,40% e 12,59%<sup>356</sup>. Il ROE, sempre calcolato mediante il patrimonio netto medio dell'esercizio, è stato straordinariamente elevato nel 2009: 22,5% ed è poi caduto all'11,5% e 3,7% negli anni a seguire, dando luogo ad un valore aggiunto inizialmente positivo per quasi 78 miliardi di dollari nel 2009, ma negativo per oltre 49 miliardi solo due anni dopo. La progressiva minore attitudine mostrata dal gruppo verso la creazione di valore economico, non è sembrata coerente con l'incremento dei compensi totali attribuiti al *Group Executives*.

#### Canada

La Royal Bank of Canada<sup>357</sup> si è contraddistinta per un andamento delle redditività e del profitto economico estremamente elevati, attestandosi come la prima banca, tra quelle sin

-

l dati per la stima del capitale di rischio sono stati ricavati dai seguenti siti web: <a href="www.tradingeconomics.com">www.tradingeconomics.com</a> per il tasso free risk medio annuo (del 2009, 2010 e 2011) sui bond governativi statunitensi a 10 anni (3,50%; 3,40% e 2,99%); <a href="www.thomsonreuters.com">www.thomsonreuters.com</a> per il Beta (1,60); pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ per il premio al rischio di mercato (4,50%, 5,00% e 6,00%). Negli U.S.A. la tassazione delle rendite finanziarie da obbligazioni prevede l'assoggettamento alle normali aliquote fiscali sul reddito delle persone fisiche; per cui nessuna ritenuta o altra imposta è stata considerata nel calcolo del risk free rate.

<sup>&</sup>lt;sup>357</sup> I dati e le informazioni per l'analisi sono stati ricavati da: Royal Bank of Canada, Annual Report, 2009, 2010 e 2011.

ora esaminate, ad esser capace di generare un elevato valore economico per tutto l'arco del triennio, mantenendo la propria leva finanziaria complessivamente costante.

MI/TA <sub>2009</sub>	1,63%	RN/RL <sub>2009</sub>	65,69%
MI/TA <sub>2010</sub>	1,42%	RN/RL <sub>2010</sub>	72,35%
MI/TA2011	1,41%	RN/RL <sub>2011</sub>	71,99%
MINT/MI <sub>2009</sub>	247,00%	TA/E <sub>2009</sub>	17,75 volte
MINT/MI <sub>2010</sub>	252,29%	TA/E <sub>2010</sub>	18,64 volte
MINT/MI <sub>2011</sub>	258,77%	TA/E <sub>2011</sub>	18,02 volte
RLG/MINT <sub>2009</sub>	49,18%	a <sub>2009</sub>	30,34%
RLG/MINT <sub>2010</sub>	48,36%	a <sub>2010</sub>	36,78%
RLG/MINT <sub>2011</sub>	47,31%	a <sub>2011</sub>	19,77%
RG/RLG <sub>2009</sub>	59,95%	Cec <sub>2009</sub>	\$ 36,906 mln
RG/RLG <sub>2010</sub>	62,06%	Cec <sub>2010</sub>	\$38,951 mln
RG/RLG <sub>2011</sub>	66,59%	Cec <sub>2011</sub>	\$ 41,707 mln
RL/RG <sub>2009</sub>	75,33%	Me <sub>2009</sub>	12,06
RL/RG <sub>2010</sub>	92,23%	Me <sub>2010</sub>	10,62
RL/RG <sub>2011</sub>	77,99%	Me <sub>2011</sub>	9,66

Vac <sub>2009</sub>	Vac <sub>2010</sub>	Vac <sub>2011</sub>
\$ 16,071,249,698	\$ 22,659,392,781	\$ 10,275,637,681

Com'è possibile osservare dal diagramma del valore costruito, la Royal Bank of Canada (RBC), ha sperimentato un tendenziale miglioramento dei risultati economico-finanziari, nonostante la flessione registrata nel 2010 a livello di margine di interesse (\$ 10,705,000,000; \$ 10,338,000,000; \$ 10,600,000,000), margine di intermediazione (\$ 26,441 milioni; \$ 26,082 milioni; \$ 27,430,000,000) e reddito lordo di gestione (\$ 13,005 milioni; \$ 12,613,000,000; \$ 12,977 milioni); un trend invertito per quanto riguarda il reddito di gestione, il reddito lordo e l'utile netto, che invece hanno raggiunto un picco proprio nel 2010. I due margini iniziali<sup>358</sup> sono stati alimentati dai ricavi provenienti dall'attività di erogazione del credito alla clientela svolta in Canada; dai prestiti concessi mediante il *corporate e investment banking* e dai ricavi collegati ai servizi di *wealth management* (soprattutto nel 2011) cresciuti significativamente rispetto ai livelli del 2009. Vi hanno contribuito anche le maggiori commissioni di sottoscrizione e *advisory* sull'emissione di prestiti sindacati e sull'emissione di debito da parte delle imprese; le commissioni sui *capital gains* maturati e

<sup>&</sup>lt;sup>358</sup> Il margine di intermediazione comprende i proventi e gli oneri derivanti dall'attività di intermediazione assicurativa.

sugli investimenti alternativi come i *mutual funds*; la crescita generale dei volumi di attività intermediati. D'altra parte ha iniziato a decrescere il contributo degli interessi prodotti dall'attività di trading, minacciata dall'incalzante competitività dei mercati finanziari internazionali (*credit spread* e volumi più ristretti) e dal rafforzamento del dollaro canadese. Queste sono le due cause principali della flessione dei risultati economici osservata nel 2010, oltre alla riduzione dei guadagni sull'attività di cartolarizzazione.

L'andamento del rapporto "RLG/MINT" in calo denuncia un incremento delle spese operative e di altri oneri di gestione, a causa dell'allargamento del business, soprattutto di quello di corporate e investment banking, latore di cospicui ricavi, e per il presidio dei mercati dei capitali. Si aggiunga l'acquisizione di Blue Bay nel 2011 (spesa che in realtà andrebbe più annoverata più come onere dell'area straordinaria); i costi di marketing per la sponsorizzazione delle Olimpiadi del 2010; le maggiori commissioni passive non legate all'intermediazione mobiliare e soprattutto la crescita dei costi del personale inserito nelle nuove strutture e dell'ammontare delle pensioni pagate. I deludenti risultati dell'attività di trading hanno indotto un abbassamento dei compensi variabili riconosciuti agli operatori del mercato del capitale.

Il reddito di gestione ha beneficiato dei minori accantonamenti a fronte delle perdite su crediti, diminuite rispetto al 2009. Il rapporto "RL/RG" mette in luce un ulteriore assorbimento del reddito prodotto da parte della gestione straordinaria, anche se il miglioramento del reddito di gestione del 2010 ha finito per impattare positivamente anche sul reddito netto dello stesso anno, cresciuto meno nell'anno successivo. Il rapporto tra il reddito netto e il capitale di rischio medio rilevato in ciascuno dei tre anni ha determinato i seguenti ROE: 11,9%; 14,9% e 12,9% costantemente superiori rispetto al costo di mercato dell'equity stimato per RBC, pari al 8,29%; 9,42% e 10,35%<sup>359</sup>. Conseguentemente il valore aggiunto del capitale è stato sempre positivo durante il triennio, ma in calo da oltre 16 miliardi a 11 miliardi di dollari, scontando l'effetto congiunto di un ROE inferiore e di un più elevato costo equo del capitale azionario. La contrazione degli emolumenti riconosciuti ai top manager esecutivi è sembrata coerente con il minor valore economico prodotto nei singoli esercizi.

<sup>&</sup>lt;sup>359</sup> I dati per la stima del capitale di rischio sono stati ricavati dai seguenti siti web: <a href="www.tradingeconomics.com">www.tradingeconomics.com</a> per il tasso free risk medio annuo (del 2009, 2010 e 2011) sui bond governativi canadesi a 10 anni (3,07%; 3,72% e 3,89%); <a href="www.thomsonreuters.com">www.thomsonreuters.com</a> per il Beta (1,16); pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ per il premio al rischio di mercato (4,50%, 5,00% e 6,00%). In Canada la tassazione delle rendite finanziarie da obbligazioni prevede l'assoggettamento alle normali aliquote fiscali sul reddito delle persone fisiche; per cui nessuna ritenuta o altra imposta è stata considerata nel calcolo del risk free rate.

Dall'analisi del seguente diagramma del valore, emerge che anche il Toronto Dominion Bank Group<sup>360</sup> si è dimostrato capace si generare un valore economico positivo per tutto l'arco del triennio osservato, contraddistinguendosi per una redditività in crescita.

MI/TA <sub>2009</sub>	2,03%	RN/RL <sub>2009</sub>	92,83%
MI/TA <sub>2010</sub>	1,86%	RN/RL <sub>2010</sub>	78,63%
MI/TA2011	1,87%	RN/RL <sub>2011</sub>	81,93%
MINT/MI <sub>2009</sub>	157,69%	TA/E <sub>2009</sub>	14,39 volte
MINT/MI <sub>2010</sub>	169,50%	TA/E <sub>2010</sub>	14,65 volte
MINT/MI <sub>2011</sub>	168,30%	TA/E <sub>2011</sub>	14,65 volte
RLG/MINT <sub>2009</sub>	47,10%	$a_{2009}$	20,55%
RLG/MINT <sub>2010</sub>	51,67%	a <sub>2010</sub>	0,80%
RLG/MINT <sub>2011</sub>	52,38%	a <sub>2011</sub>	21,79%
RG/RLG <sub>2009</sub>	37,67%	Cec <sub>2009</sub>	\$ 37,835 mln
RG/RLG <sub>2010</sub>	57,14%	Cec <sub>2010</sub>	\$ 39,954 mln
RG/RLG <sub>2011</sub>	62,29%	Cec <sub>2011</sub>	\$ 42,188 mln
RL/RG <sub>2009</sub>	106,06%	Me <sub>2009</sub>	11,44
RL/RG <sub>2010</sub>	102,23%	Me <sub>2010</sub>	10,08
RL/RG <sub>2011</sub>	102,02%	Me <sub>2011</sub>	9,13

Vac <sub>2009</sub>	Vac <sub>2010</sub>	Vac <sub>2011</sub>
\$ 10,012,265,446	\$ 341,145,161	\$ 13,050,100,457

La Toronto Dominion Bank ha evidenziato una crescente capacità di trarre profitti dal differenziale tra tassi di interesse attivi e passivi e dai proventi e oneri dell'attività creditizia (margine di interesse: \$ 11,326,000,000; \$ 11,543,000,000 e \$ 12,831,000,000); tuttavia il rapporto "MI/TA" si è abbassato a causa nell'aumento del volume totale degli *asset* societari. In particolare, il *net interest income* è stato alimentato dai ricavi provenienti dall'attività bancaria svolta sia nel settore *retail* canadese e statunitense, sia nel mercato all'ingrosso (*wholesale*), anche se meno nel 2010 e dai proventi generati dall'attività di *wealth management*. D'altra parte il margine di interesse in senso stretto (interessi attivi meno passivi) è crollato nel 2009 rispetto ai livelli del 2008, dato il regime di bassi tassi di

<sup>&</sup>lt;sup>360</sup> I dati e le informazioni per l'analisi sono stati ricavati da: Toronto Dominion Bank Group, Annual Report, 2009, 2010 e 2011.

interesse; è diminuito ancora nel 2010 per la contrazione degli interessi relativi all'attività di trading nell'ambito del wholesale banking; mentre ha visto una ripresa nel 2011.

Il margine di intermediazione (\$ 17,869 milioni; \$ 19,565 milioni e \$ 21,594 milioni) ha registrato un trend fortemente crescente, spinto dai ricavi provenienti dal *wholesale banking*; dalle commissioni bancarie relative alla gestione degli investimenti (*wealth management*); e nel 2009 dai proventi di proficue operazioni di *trading*, che hanno saputo sfruttare la maggiore volatilità dei mercati finanziari, che significa soprattutto *spread*, ossia margini di guadagno più ampi, beneficiando anche di quella stessa riduzione dei tassi di interesse che colpisce negativamente invece il margine di interesse. Inoltre, la banca segnala un miglioramento dei ricavi dal portafoglio crediti e dalla compravendita di strumenti *equity*, dal momento che i prezzi azionari avevano parzialmente arrestata la loro discesa del 2008. Uno scenario opposto ha caratterizzato l'attività di *trading* nel 2010 e nel 2011, soprattutto per il "portafoglio crediti e tassi di interesse" in quest'ultimo anno.

L'evoluzione dell'efficieny ratio (68,40%; 62,20% e 60,60%) mostra uno sforzo incalzante nel governo dei costi operativi, come testimoniato dall'andamento del rapporto "RLG/MINT". Una quota via via inferiore del margine di intermediazione è stata erosa dalle spese di ristrutturazione e investimento nel commercial banking e di alcuni business in espansione negli U.S.A; dalle maggiori spese di retribuzione variabile del personale, in funzione degli ottimi risultati raggiunti nel settore al dettaglio e all'ingrosso (meno nel 2011) e del wealth management, premi assicurativi versati alla FDIC; vi sono state comunque minori spese per cause legali (come quella sostenute contro Enron del 2009). Il reddito di gestione è stato assorbito dai maggiori ammortamenti a fronte dell'ampliamento della struttura fisica, parzialmente compensati dalle minori svalutazioni sulle attività materiali.

La redditività netta è complessivamente aumentata, generando un ROE dell'11% nel 2009, 10% nel 2010 e 14% nel 2011, che si è mantenuto costantemente al di sopra del costo del capitale stimato per la banca canadese (8,74%; 9,92% e 10,95%)<sup>361</sup>. Il Valore aggiunto del capitale è stato conseguentemente sempre positivo, in presenza tra l'altro di una leva finanziaria costantemente bassa. Il Vac ha toccato un minimo di oltre trecento milioni di dollari nel 2010 e arrivando a più di tredici miliardi nel 2011. L'abbassamento lieve subìto dagli emolumenti totali pagati agli *executive* è sembrato correlato con la riduzione del Vac sperimentata tra il 2009 e il 2010, ma non con il successivo recupero di profitto economico nel 2011.

-

I dati per la stima del capitale di rischio sono stati ricavati dai seguenti siti web: <a href="www.tradingeconomics.com">www.tradingeconomics.com</a> per il tasso free risk medio annuo (del 2009, 2010 e 2011) sui bond governativi canadesi a 10 anni (3,07%; 3,72% e 3,89%); <a href="www.thomsonreuters.com">www.thomsonreuters.com</a> per il Beta (1,26); pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ per il premio al rischio di mercato (4,50%, 5,00% e 6,00%). In Canada la tassazione delle rendite finanziarie da obbligazioni prevede l'assoggettamento alle normali aliquote fiscali sul reddito delle persone fisiche; per cui nessuna ritenuta o altra imposta è stata considerata nel calcolo del risk free rate.

# 2.3 L'evoluzione del "Vac" nelle banche australiane e asiatiche

Il presente paragrafo conclude l'analisi condotta sin ora tramite il diagramma del valore con la presentazione della dinamica del profitto economico generato dai gruppi bancari orientali di Australia, Cina e Giappone.

### Australia

Il diagramma del valore tracciato per la National Australian Bank<sup>362</sup> mette in luce la progressiva attitudine mostrata dal gruppo verso la generazione di profitto economico, grazie al miglioramento del quadro reddituale e dell'efficienza interna.

MI/TA <sub>2009</sub>	1,84%	RN/RL <sub>2009</sub>	51,96%
MI/TA <sub>2010</sub>	1,79%	RN/RL <sub>2010</sub>	74,44%
MI/TA2011	1,73%	RN/RL <sub>2011</sub>	77,59%
MINT/MI <sub>2009</sub>	139,02%	TA/E <sub>2009</sub>	17,28 volte
MINT/MI <sub>2010</sub>	138,77%	TA/E <sub>2010</sub>	17,61 volte
MINT/MI <sub>2011</sub>	129,22%	TA/E <sub>2011</sub>	17,87 volte
RLG/MINT <sub>2009</sub>	52,44%	a <sub>2009</sub>	17,32%
RLG/MINT <sub>2010</sub>	49,78%	a <sub>2010</sub>	19,28%
RLG/MINT <sub>2011</sub>	50,34%	a <sub>2011</sub>	25,87%
RG/RLG <sub>2009</sub>	56,64%	Cec <sub>2009</sub>	\$ 37,835 mln
RG/RLG <sub>2010</sub>	67,04%	Cec <sub>2010</sub>	\$ 38,954 mln
RG/RLG <sub>2011</sub>	79,36%	Cec <sub>2011</sub>	\$ 42,188 mln
RL/RG <sub>2009</sub>	100,00% <sup>363</sup>	Me <sub>2009</sub>	10,25
RL/RG <sub>2010</sub>	100,00%	Me <sub>2010</sub>	9,47
RL/RG <sub>2011</sub>	100,00%	Me <sub>2011</sub>	8,87

Vac <sub>2009</sub>	Vac <sub>2010</sub>	Vac <sub>2011</sub>
\$ 7,926,890,119	\$ 9,724,670,832	\$ 14,721,620,163

<sup>&</sup>lt;sup>362</sup> I dati e le informazioni per l'analisi sono stati ricavati da: National Australian Bank, Annual Financial Report, 2009, 2010, 2011

<sup>&</sup>lt;sup>363</sup> Il rapporto è costantemente pari a 1 (100,00%) non perché non vi sia gestione straordinaria, ma perché la rappresentazione dei dati contabili all'interno dell' "Income Statement" ha ricompreso proventi e oneri di tale natura nelle "spese operative generali", non consentendo il discernimento delle voci effettivamente di natura straordinaria.

I primi due margini reddituali si sono contraddistinti per una crescita significativa. Il margine di interesse (\$ 12,968 milioni; \$ 12,356 milioni; \$ 13,034 milioni) si è gonfiato grazie a una politica di repricing pel portafoglio dei prestiti, fondata sull'applicazione di tassi di interessi più elevati, spesso variabili su diverse tipologie di prodotti finanziari destinati al risparmio; ai maggiori volumi intermediati in seguito all'acquisizione della Great Western Bank nel 2008; all'incremento dei mutui concessi alle piccole e medie imprese e alle famiglie, soprattutto nel 2010. D'altra parte nel 2009 il margine di interesse in senso stretto (interessi attivi meno quelli passivi) ha subito una contrazione imputabile ai maggiori costi per l'ottenimento di fondi sul mercato interbancario e per l'incalzante competizione relativa all'acquisizione dei depositi soprattutto nel mercato britannico e neozelandese. Tale margine si è poi ripreso nel 2010, beneficiando del restringimento dello spread relativo ai fondi raccolti a breve termine, nonostante il maggior costo dei fondi acquistati a termine e dei depositi, ed è rimasto allo stesso livello nel 2011. Il margine di intermediazione (\$ 16,777 milioni; \$ 17,008 milioni; \$ 16,843 milioni), che anche per NAB ricomprende i risultati dell'attività assicurativa, ha registrato il maggior aumento nel 2010. Vi hanno contribuito positivamente i proventi dell'intermediazione assicurativa nel 2009 e nel 2010, ma non nel 2011. Inoltre, il non interest income è lievitato per effetto delle elevate vendite sul mercato dei capitali nel 2009, che hanno saputo sfruttare la crescente volatilità di tassi di interesse e tassi di cambio, tali condizioni non si sono replicate nel 2010 e nel 2011: tuttavia, nel 2010 i maggiori guadagni sono provenuti dall'intermediazione assicurativa; nel 2011 sia le attività di insurance sia quelle di wholesale banking hanno scontato la caduta dei prezzi azionari a causa della crisi del debito sovrano europeo e, di conseguenza, del restringimento dei volumi di attività e delle commissioni su prestiti alla clientela retail e corporate già a partire dal 2009, dopo la diffusione di un generale clima di incertezza nel mercato globali. Tali fattori spiegano la contrazione del rapporto "MINT/MI". L'efficienza operativa captata invece dal rapporto "RLG/MINT" non ha subìto sbalzi significativi. I costi operativi sono aumentati nel 2009 dopo l'acquisizione della Great Western Bank e di altri business acquisiti nel 2010; a seguito del riconoscimento di una maggiore retribuzione variabile per premiare i dipendenti dei buoni risultati raggiunti; a causa costi di ristrutturazione dell'apparato fisico (riallocazione di filiali ecc.) e tecnologico. Una gestione strategica più efficace dei costi è stata introdotta a partire dal 2011, come evidenziato dal maggior valore assunto dal parametro "RLG/MINT".

Il reddito di gestione ha scontato nel 2009 l'effetto degli accantonamenti ai fondi rischi e oneri, che si sono positivamente ridimensionati negli anni successivi anche grazie ad una più efficace politica di *hedging* dei rischi, come testimonia l'andamento del rapporto "RG/RLG". La redditività netta in crescita ha originato un ROE ampiamente positivo nell'arco del triennio (11,80%, 13,20% e 15,20%) e sempre al di sopra del tasso equo del capitale di rischio

stimato<sup>364</sup> per NAB (9,76%; 10,56% e 11,27%). In tal modo è stato prodotto un valore economico largamente positivo fino a ben oltre 14 miliardi nel 2011. L'ottima dinamica del valore, in presenza di una leva finanziaria non modificata, non ha trovato un riscontro nell'abbassamento delle remunerazioni totali percepite dai top manager esecutivi.

La Commonwealth Bank of Australia (CBA)<sup>365</sup> ha mostrato una redditività netta in ascesa e una progressiva attitudine alla creazione di profitto economico come accaduto alla National Australian Bank.

MI/TA <sub>2009</sub>	2,29%	RN/RL <sub>2009</sub>	71,75%
MI/TA <sub>2010</sub>	2,50%	RN/RL <sub>2010</sub>	70,39%
MI/TA2011	2,43%	RN/RL <sub>2011</sub>	72,05%
MINT/MI <sub>2009</sub>	115,89%	TA/E <sub>2009</sub>	19,73 volte
MINT/MI <sub>2010</sub>	119,58%	TA/E <sub>2010</sub>	18,17 volte
MINT/MI <sub>2011</sub>	119,46%	TA/E <sub>2011</sub>	17,91volte
RLG/MINT <sub>2009</sub>	51,68%	$a_{2009}$	45,37%
RLG/MINT <sub>2010</sub>	54,81%	a <sub>2010</sub>	50,20%
RLG/MINT <sub>2011</sub>	53,28%	a <sub>2011</sub>	49,91%
RG/RLG <sub>2009</sub>	64,20%	Cec <sub>2009</sub>	\$ 31,144 mln
RG/RLG <sub>2010</sub>	77,50%	Cec <sub>2010</sub>	\$ 35,570 mln
RG/RLG <sub>2011</sub>	87,62%	Cec <sub>2011</sub>	\$ 37,287 mln
RL/RG <sub>2009</sub>	120,44%	Me <sub>2009</sub>	11,59
RL/RG <sub>2010</sub>	98,22%	Me <sub>2010</sub>	10,74
RL/RG <sub>2011</sub>	97,99%	Me <sub>2011</sub>	10,24

Vac <sub>2009</sub>	Vac <sub>2010</sub>	Vac <sub>2011</sub>
\$ 26,116,058,162	\$ 35,852,635,026	\$ 37,149,578,624

Anche la seconda banca australiana per *total assets* ha sperimentato un incremento sia del margine di interesse (\$ 14,215 milioni; \$ 16,130 milioni e \$ 16,237 milioni) sia di quello di intermediazione (\$ 16,474 milioni; \$ 19,288 milioni e \$ 19,397 milioni). Il primo margine

<sup>364</sup> I dati per la stima del capitale di rischio sono stati ricavati dai seguenti siti web: <a href="www.tradingeconomics.com">www.tradingeconomics.com</a> per il tasso free risk medio annuo (del 2009, 2010 e 2011) sui bond governativi australiani a 10 anni (5,29%; 5,57% e 5,12%); <a href="www.thomsonreuters.com">www.thomsonreuters.com</a> per il Beta (1,11); pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ per il premio al rischio di mercato (4,50%, 5,00% e 6,00%). In Australia la tassazione delle rendite finanziarie da obbligazioni prevede l'assoggettamento ad un'imposta sostitutiva del 10% che è stata considerata nel calcolo del risk free rate.

214

.

<sup>&</sup>lt;sup>365</sup> I dati e le informazioni per l'analisi sono stati ricavati da: Commonwealth Bank of Australia , Annual Report, 2009, 2010 e 2011.

reddituale ha subìto delle influenze simili a quelle osservate per NAB: si è innalzato grazie al proliferare degli elementi dell'attivo generatori di interessi attivi, anche grazie alle politiche di *repricing* del portafoglio di prestiti, volte a fronteggiare tra l'altro il maggior costi dei depositi scaturito dalla crescente competizione. Meno redditizia è stata l'attività bancaria svolta oltreoceano. Per quanto riguarda il margine di intermediazione nel triennio è stato riscontrato il contributo positivo nel 2009 da parte delle commissioni su carte di credito e altri prodotti finanziari (anche se si è registrata una flessione nel 2010 nel 2011); delle *lending fees* sui finanziamenti alla clientela *retail* e *corporate*; l'apporto nel 2009 dei proventi dell'attività di *trading* che ha saputo sfruttare la maggiore volatilità di tassi di interesse e di cambio, gli investimenti azionari nel mercato asiatico (a differenza di quanto accaduto nel 2010); i ricavi delle operazioni di gestione dei fondi (diminuiti sono nel 2009), anche se parzialmente ridotti con l'apprezzamento della valuta australiana.

Benché nel 2009 siano stati profusi numerosi sforzi per il restringimento delle spese operative, nel 2010 queste sono tornate a crescere spinte dall'innalzamento dei costi del personale, anche a causa degli adeguamenti all'aumento dell'inflazione e delle cospicue spese a titolo di benefit pensionistici. Vanno ricordati anche i costi sostenuti per supportare i progetti di rinnovamento tecnologico e strategico (note come "Core Banking Modernization"). Tuttavia la CBA è risuscita a mantenere a bada le spese operative, tant'è che il reddito lordo di gestione ha continuato ad aumentare ed il *cost income ratio* ha manifestato una dinamica lievemente crescente (44,7%; 45,4% e 46,6%).

Il reddito di gestione è stato intaccato dalle svalutazioni conseguenti ad impairment derivanti dalla cancellazioni di alcuni certificati di credito emessi dalla ABC Learning Limited; dal deterioramento di crediti arretrati concessi alle famiglie e dagli accantonamenti effettuati a fronte del peggioramento della solvibilità di alcune aziende debitrici nel 2009, mentre le somme accantonate per lo stesso scopo nel 2010 si sono positivamente ridotte. Vi è stato poi l'importante *impairment* del finanziamento erogato alla Bankwest dopo la sua acquisizione (ridotto già nel 2011), e sempre nel 2010 si ricordano gli accantonamenti a fronte delle esposizioni indirette tenute sui mutui *sub-prime s*tatunitensi e a fronte delle *collateralized debt obligations* (CDOs).

La redditività netta in ascesa ha generato un ROE (15,8%; 18,7%; 19,5%) abbondantemente al di sopra del costo del capitale di rischio calcolato per CAB<sup>366</sup> (8,63%; 9,31% e 9,77%), che gode tra l'altro di una beta "difensivo" (0,86). Il valore aggiunto del capitale è andato gonfiandosi gradualmente, passando dai ventisei ai trentasette miliardi di dollari australiani. I

<sup>&</sup>lt;sup>366</sup> I dati per la stima del capitale di rischio sono stati ricavati dai seguenti siti web: <a href="www.tradingeconomics.com">www.tradingeconomics.com</a> per il tasso free risk medio annuo (del 2009, 2010 e 2011) sui bond governativi australiani a 10 anni (5,29%; 5,57% e 5,12%); <a href="www.thomsonreuters.com">www.thomsonreuters.com</a> per il Beta (0,86); pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ per il premio al rischio di mercato (4,50%, 5,00% e 6,00%). In Australia la tassazione delle rendite finanziarie da obbligazioni prevede l'assoggettamento ad un'imposta sostitutiva del 10% che è stata considerata nel calcolo del risk free rate.

compensi parallelamente riconosciuti agli *executive* sono stati incrementati, manifestando una dinamica coerente con il Vac.

# Cina

Il Gruppo finanziario ICBC<sup>367</sup> si è dimostrato capace di incrementare la propria redditività netta nel corso del triennio; tale attitudine si è leggermente incrinata nel 2011, dando luogo ad un valore economico negativo, come emerge dal diagramma del valore sottostante.

MI/TA <sub>2009</sub>	1,39%	RN/RL <sub>2009</sub>	82,26%
MI/TA <sub>2010</sub>	1,34%	RN/RL <sub>2010</sub>	82,19%
MI/TA2011	1,21%	RN/RL <sub>2011</sub>	78,79%
MINT/MI <sub>2009</sub>	139,25%	TA/E <sub>2009</sub>	11,81 volte
MINT/MI <sub>2010</sub>	131,42%	TA/E <sub>2010</sub>	13,25 volte
MINT/MI <sub>2011</sub>	126,94%	TA/E <sub>2011</sub>	13,92 volte
RLG/MINT <sub>2009</sub>	67,52%	$a_{2009}$	23,75%
RLG/MINT <sub>2010</sub>	68,76%	a <sub>2010</sub>	20,35%
RLG/MINT <sub>2011</sub>	73,60%	a <sub>2011</sub>	(8,24)%
RG/RLG <sub>2009</sub>	79,55%	Cec <sub>2009</sub>	HG \$ 18,267,594 mila
RG/RLG <sub>2010</sub>	91,93%	Cec <sub>2010</sub>	HG \$ 20,148,831 mila
RG/RLG <sub>2011</sub>	88,78%	Cec <sub>2011</sub>	HG \$ 29,081,478 mila
RL/RG <sub>2009</sub>	136,29%	Me <sub>2009</sub>	8,15
RL/RG <sub>2010</sub>	122,61%	Me <sub>2010</sub>	7,90
RL/RG <sub>2011</sub>	98,32%	Me <sub>2011</sub>	6,89

Vac <sub>2009</sub>	Vac <sub>2010</sub>	Vac <sub>2011</sub>
\$ 5,689,418,455	\$ 5,147,581,247	\$ (2,214,519,111)

Il 2009 è stato l'anno che ha visto Hong Kong affermarsi come primo mercato finanziario al mondo, superando quello di Londra e New York per volume delle transazioni svoltesi sul mercato azionario, oltre al fortunato andamento del *property market* e quindi al volume totale delle "IPOs" (Initial Public Offerings). Il primo gruppo bancario cinese ha saputo

<sup>&</sup>lt;sup>367</sup> I dati e le informazioni per l'analisi sono stati ricavati da: Industrial and Commercial Bank of China, Annual Report, 200,9, 2010 e 2011.

cavalcare l'onda del fortunato andamento del mercato di Hong Kong riuscendo ad accrescere il proprio utile netto del 161% rispetto al 2008, del 19% nel 2010 e di oltre 150 milioni di dollari (di Hong Kong) nel 2011.

In particolare, il net interest income (HG\$ 3,009,196,000; \$ HG\$ 3,587,343,000; HG\$ 4,906,701,000) si è fatto trascinare dall'incremento dello spread tra interessi attivi e passivi, soprattutto per l'incremento dei finanziamenti erogati sul mercato domestico, mentre sono diminuiti quelli in valuta a seguito della contrazione di numerose attività industriali colpite dalla crisi del debito sovrano europeo. Il margine di intermediazione è balzato in avanti per effetto del forte incremento delle commissioni sulla compravendita di azioni sul fervente stock market di Hong Kong, oltre che dalle commissioni relative al business delle carte di credito. Il wealth management indirizzato alla vendita di prodotti di investimento è partito a rallentatore nel 2009, ma ha accelerato i guadagni prodotti già nel 2010; il private e retail banking hanno fatto contabilizzare i maggiori ricavi insieme al commercial banking che ha permesso la sottoscrizione di finanziamenti di cui hanno beneficiato le piccole e medie imprese. Consistenti sono stati anche i ricavi delle operazioni trading sui mercati dei capitali esteri; i proventi del corporate e investment banking, (nonostante il crollo dei prestiti sindacati dopo il 2008, poi ricresciuti nel 2010), dove il gruppo ha raggiunto cifre record nel collocamento di titoli obbligazionari denominati in Renminbi e dei relativi currency swap. La ICBC si è caratterizzata per importanti investimenti nei titoli di debito pubblico cinesi e di altre nazioni del continente asiatico; mentre si è mostrata molto prudente se non addirittura diffidente sull'acquisto dei titoli di debito pubblico dei paesi in difficoltà finanziarie, soprattutto di origine europea. Tuttavia il gruppo ha subìto anche una rilevante perdita di poco meno di cento milioni di dollari (HG \$), nel tentativo di vendere tali bond "a rischio".

I valori percentuali assunti dal *cost income ratio* (32,40%; 32,20% e 26,40%) segnalano non tanto una maggiore efficacia sul piano operativo, in quanto le spese operative hanno continuato ad aumentare, quanto la superiore capacità di assorbimento da parte dei più elevati redditi operativi, ciò spiega anche l'innalzamento del rapporto "RLG/MINT".

Il reddito di gestione è quasi raddoppiato tra il 2009 e il 2011, grazie alla diminuzione delle perdite da *impairment* nel 2009 e nel 2010, tornate a crescere però nel 2011.

La leva finanziaria ha subito un lieve incremento, ma certamente si attesta sui valori più bassi di quelli mediamente osservati per i gruppi europei.

La redditività netta in aumento si è concretizzata, al contrario, in un ROE in discesa: 16,10% nel 2010; 15,90% nel 2011 e del 13,40% nel 2011, per cui dopo il confronto con il tasso equo del capitale di rischio<sup>368</sup> (12,28%;12,56%;14,50%) si è calcolata una distruzione di valore

217

I dati per la stima del capitale di rischio sono stati ricavati dai seguenti siti web: <a href="www.tradingeconomics.com">www.tradingeconomics.com</a> per il tasso free risk medio annuo (del 2009, 2010 e 2011) sui bond governativi cinesi a 10 anni (3,56%; 3,65% e 4,00%); pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ per il Beta degli istituti finanziari cinesi (1,49) e per il premio al rischio di mercato (5,85%, 6,05% e 7,05%). In Cina la tassazione delle rendite finanziarie da obbligazioni prevede l'assoggettamento alle normali

economico nel 2011 per oltre due miliardi di dollari (di Hong Kong). Il generale taglio agli stipendi complessivamente percepiti dai top dirigenti esecutivi è apparso correlato con la dinamica assunta dal Vac.

Il seguente diagramma del valore evidenzia l'andamento degli indicatori e del VAC per l'Agricultural Bank of China<sup>369</sup>.

MI/TA <sub>2009</sub>	2,04%	RN/RL <sub>2009</sub>	87,93%
MI/TA <sub>2010</sub>	2,34%	RN/RL <sub>2010</sub>	78,61%
MI/TA2011	2,58%	RN/RL <sub>2011</sub>	77,09%
MINT/MI <sub>2009</sub>	123,12%	TA/E <sub>2009</sub>	25,90 volte
MINT/MI <sub>2010</sub>	120,60%	TA/E <sub>2010</sub>	19,96 volte
MINT/MI <sub>2011</sub>	126,08%	TA/E <sub>2011</sub>	17,07 volte
RLG/MINT <sub>2009</sub>	51,01%	$a_{2009}$	35,04%
RLG/MINT <sub>2010</sub>	56,17%	$a_{2010}$	27,63%
RLG/MINT <sub>2011</sub>	58,57%	$a_{2011}$	22,73%
RG/RLG <sub>2009</sub>	64,81%	Cec <sub>2009</sub>	RMB 342,295 mln
RG/RLG <sub>2010</sub>	73,55%	Cec <sub>2010</sub>	RMB 542,236 mln
RG/RLG <sub>2011</sub>	71,13%	Cec <sub>2011</sub>	RMB 649,788 mln
RL/RG <sub>2009</sub>	100,00 <sup>370</sup> %	Me <sub>2009</sub>	8,15
RL/RG <sub>2010</sub>	100,00%	Me <sub>2010</sub>	7,90
RL/RG <sub>2011</sub>	100,00%	Me <sub>2011</sub>	6,89

Vac <sub>2009</sub>		Vac <sub>2010</sub>		Vac <sub>2011</sub>	
RMB	184,677,304,810	RMB	207,034,006,712	RMB	191,090,400,496

L'Agricultural Bank of China (ABC) si è dimostrata capace di mantenere, durante il triennio analizzato, un profilo di redditività estremamente elevato al quale hanno contribuito in larga parte il margine di interesse (RMB 181639 milioni; RMB 242,152 milioni; RMB 301,199 milioni) e di intermediazione (RMB 223,637 milioni; RMB 292,253 milioni; RMB 379,356 milioni). In realtà il margine di interesse era calato nel 2009 principalmente a seguito della politica di bassi tassi di interessi attuata dalla banca centrale cinese ("PBOC"), nonostante la

aliquote sul reddito delle persone fisiche, per cui nessuna ritenuta o altra imposta è stata considerata nel calcolo del *risk* free rate.

<sup>&</sup>lt;sup>369</sup> I dati e le informazioni per l'analisi sono stati rcavati da: Agricultural Bank of China, Annual Report, 2009, 2010 e 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>370</sup> Il rapporto è costantemente pari a 1 (100,00%) non perché non vi sia gestione straordinaria, ma perché la rappresentazione dei dati contabili all'interno dell' "Income Statement" ha ricompreso proventi e oneri di tale natura nelle "spese operative generali", non consentendo il discernimento delle voci effettivamente di natura straordinaria.

maggiore domanda di depositi, e della caduta dei tassi di interesse nel mercato monetario e in quello dei bond. Nel 2009 l'ABC ha sperimentato anche la diminuzione dei rendimenti dei finanziamenti transoceanici e nel settore corporate, anche nel retail e sui titoli di debito a breve termine ("bills"). Il corporate, il retail e i rendimenti sono tornati a crescere nel 2010 nonostante l'avversa politica monetaria della PBOC, mentre i bills hanno prodotto rendimenti positivi a partire dal 2011. Tuttavia, durante il triennio il net interest income è aumentato grazie al proliferare delle attività portatrici interessi attivi in misura maggiore rispetto alle passività che richiedono interessi di natura opposta; mentre occorrerà aspettare il 2011 per osservare l'abbattimento del net interest income a causa della politica monetaria attuata dalla PBOC. Nel 2010 e nel 2011 sia il net interest margin sia in net interest spread sono lievitati poiché i tagli ai tassi sui prestiti avvengono più lentamente rispetto al ritmo con cui diminuiscono gli interessi sui depositi, allargando così lo spread. Hanno avuto un impatto positivo anche fattori quali: l'innalzamento della domanda di depositi ed il miglioramento del profilo di appetibilità dei finanziamenti concessi nell'ambito del profittevole "County Area Banking Business"; il potenziamento delle capacità dei manager di procedere ad un più efficace repricing del portafoglio dei crediti. La banca cinese ha ricavato enormi quadagni dall'attività di investimento su titoli di debito.

Il margine di intermediazione è stato alimentato dalle commissioni ricavate da una fervente attività di produzione di strumenti e servizi finanziari (settlement and clearing fees; consultancy and advisory fees; agency commissions, cresciute però solo nel 2010; bank card fees; electronic banking fees; credit committment fees; commissioni di custodia e altri servizi fiduciari). Tali guadagni sono stati compensati da alcune perdite sugli strumenti "a fair value through profit or loss" e da una perdita record sui bond disponibili per la vendita nel 2009.

Il reddito lordo di gestione è stato intaccato dalla crescita nel 2010 e nel 2011 delle spese di remunerazione del personale volte al allineare gli stipendi ai più alti livelli del mercato e per premiare alcune ottime performance individuali, mentre nel 2009 sono stati tagliati i benefit pensionistici; le spese amministrative generali sono aumentate costantemente in forza dei riadeguamento della struttura fisica di alcune filiali e sussidiarie addette al "County Area Banking Business". Di conseguenza gli ammortamenti sono aumentati nel 2010 e nel 2011. Il cost income ratio, tuttavia, ha registrato il costante sforzo di contenimento di tali voci di costo, passando dal 41,51% del 2009 al 38,53% e 35,84% negli anni a seguire.

Il reddito di gestione del 2009 ha sofferto delle svalutazioni per perdite durevoli di valore a seguito di *impairment* sui crediti a lungo termine, ma non sugli altri *asset*, l'opposto si è verificato nel 2010; mentre nel 2011 le perdite da *impairment* sono state ingenti sia sui prestiti che su altre attività. Nonostante ciò la leva finanziaria è andata contraendosi e la redditività netta si è caratterizzata per un rimarchevole miglioramento, tramutatosi in un

ROE<sup>371</sup> del 18,96%, 17,50% e 18,77% rispettivamente nel 2009, 2010 e 2011, anni in cui il costo di mercato del capitale di rischio stimato<sup>372</sup> ammontava al 12,28%; 12,56% e 12,66%. Dal momento che il tasso di rendimento effettivo è stato costantemente superiore a quello equo, il valore aggiunto del capitale è rimasto sempre al di sopra dei 190 miliardi di Renminbi, toccando il duecentosette miliardi nel 2010. La forte capacità di creare profitto economico non si è accompagnata con un analogo ingrossamento dei pacchetti retributivi riconosciuti agli *executive manager*, basati su un ordine di cifre nettamente inferiore e tendenzialmente in calo.

### Giappone

Il gruppo giapponese Mitsubishi Financial UFJ<sup>373</sup> si è caratterizzato per una redditività sostanzialmente bassa durante il triennio, con un più fortunato andamento nel 2010, unico anno in cui il gruppo ha prodotto un profitto economico positivo.

MI/TA <sub>2009</sub>	1,17%	RN/RL <sub>2009</sub>	84,55%
MI/TA <sub>2010</sub>	1,01%	RN/RL <sub>2010</sub>	65,37%
MI/TA2011	0,92%	RN/RL <sub>2011</sub>	52,66%
MINT/MI <sub>2009</sub>	107,62%	TA/E <sub>2009</sub>	24,32 volte
MINT/MI <sub>2010</sub>	223,68%	TA/E <sub>2010</sub>	24,86 volte
MINT/MI <sub>2011</sub>	190,91%	TA/E <sub>2011</sub>	22,79 volte
RLG/MINT <sub>2009</sub>	27,72%	a <sub>2009</sub>	130,11%
RLG/MINT <sub>2010</sub>	62,58%	a <sub>2010</sub>	46,50%
RLG/MINT <sub>2011</sub>	55,41%	a <sub>2011</sub>	(37,01)%
RG/RLG <sub>2009</sub>	-76,63%	Cec <sub>2009</sub>	¥ 8,069,262 mln
RG/RLG <sub>2010</sub>	59,69%	Cec <sub>2010</sub>	¥ 7,871,505 mln
RG/RLG <sub>2011</sub>	60,29%	Cec <sub>2011</sub>	¥ 8,987,129 mln
RL/RG <sub>2009</sub>	335,50% <sup>374</sup>	Me <sub>2009</sub>	17,07
RL/RG <sub>2010</sub>	77,34%	Me <sub>2010</sub>	17,53

3.

<sup>&</sup>lt;sup>371</sup> Il ROE proposto è stato calcolato con il *total shareholers equity*, non mediante l'average shareholders equity.

<sup>&</sup>lt;sup>372</sup> I dati per la stima del capitale di rischio sono stati ricavati dai seguenti siti web: <a href="www.tradingeconomics.com">www.tradingeconomics.com</a> per il tasso free risk medio annuo (del 2009, 2010 e 2011) sui bond governativi cinesi a 10 anni (3,56%; 3,65% e 4,00%); pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ per il Beta degli istituti finanziari cinesi (1,49) e per il premio al rischio di mercato (5,85%, 6,05% e 7,05%). In Cina la tassazione delle rendite finanziarie da obbligazioni prevede l'assoggettamento alle normali aliquote sul reddito delle persone fisiche, per cui nessuna ritenuta o altra imposta è stata considerata nel calcolo del risk free rate.

<sup>&</sup>lt;sup>373</sup> I dati e le informazioni per l'analisi sono stati ricavati da: Mitsubishi UFJ Financial Group, Annual Report, 2009, 2010 e 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>374</sup> Il valore è positivo dal momento che il rapporto è tra due grandezze negative, in cui il reddito lordo è pari a meno ¥ 1,764,227, maggiore del reddito di gestione pari a meno ¥ 525,857.

RL/RG <sub>2011</sub>	69,82%	Me <sub>2011</sub>	14,90

Vac <sub>20</sub>	009	Vac <sub>2</sub>	010	Vac <sub>20</sub>	011
-¥	34,870,117,815,960	¥	6,841,846,446,607	-¥	2,427,669,388,769

Il margine di interesse è diminuito a causa della politica di bassi tassi di interesse praticata dalla banca centrale giapponese, meglio nota come "zero interest policy", tra l'altro accompagnata nel 2011 da una diminuzione dei prestiti in circolazione. Nello stesso esercizio si segnala la contrazione nel 2011 dell'*interest margin* dovuta al fatto che il calo dei tassi medi attivi sulle attività domestiche che producono interessi è stato più veloce del calo dei tassi sugli elementi passivi, nonostante siano aumentate sia le prime, soprattutto a seguito dell'investimento in titoli come i bond del governo giapponese, sia le passività, essenzialmente per un incremento dei depositi. Nel corso del 2010 il calo dello stesso margine è stato attribuito dal Gruppo ad una dinamica simile, questa volta riferita ai tassi di interesse esteri e non domestici.

Sulla scorta di tali fenomeni l'interest rate spread del 2011 si è abbassato ulteriormente rispetto ai livelli del 2010, così pure nel 2010 rispetto al 2009.

Il margine di intermediazione nel 2011 è diminuito rispetto ai livelli del 2010 a causa dei minori proventi dell'attività di *trading* e di investimento, delle commissioni attive (più basse anche nel 2010 rispetto al 2009), mentre sono salite quelle passive. D'altra parte sono cresciuti i guadagni sulle operazioni tramite tassi di cambio e derivati. In particolare, si sono ridotte le perdite sui contratti derivati su crediti e soprattutto su azioni, come conseguenza del crollo dei prezzi azionari che ha gonfiato il valore di *stock futures* e *stock options*. Nel 2009, invece, sia l'attività su tassi di cambio, sia quella di trading che quella di investimento hanno originato perdite ingenti, attribuibili a posizioni non profittevoli su *currency swap* e *options*; svalutazioni sui titoli in valuta detenuti nei *trading accounts* e alle onerose perdite da *impairment* sui titoli azionari disponibili per la vendita.

Il gruppo si è contraddistinto per un importante recupero in termini di efficienza operativa, che ha contribuito non poco al miglioramento del reddito di gestione nel 2010 e nel 2011, così come ha monitorato il rapporto "RLG/MINT": il gruppo ha provveduto ad abbassare il costo del personale nel 2011, anche se questo era lievitato nel 2010 per il pagamento di bonus prestazionali e delle spese di *outsourcing*.

Gli accantonamenti a fronte di perdite su crediti hanno assunto valori nel 2011 inferiori a quelli del 2010, anni in cui si è verificato un indebolimento della solvibilità dei debitori, sia per quanto riguarda il portafoglio di crediti sull'estero sia per quello relativo ai finanziamenti interni. Inoltre, il 2009 aveva registrato elevate svalutazioni da *impairment* su *goodwill* e attività immateriali, effetto della recessione economica e dell'andamento economico

fortemente negativo sperimentato della società. Tali voci, insieme anche alle spese di ammortamento si sono abbassate notevolmente già nell'anno successivo (2010).

L'indebitamento poi è diminuito, come si può osservare dai valori decrescenti della leva finanziaria (TA/E).

Dopo la perdita netta registrata nel 2009, cui ha fatto eco un ROE del -18,48%, il primo gruppo bancario giapponese ha generato un rendimento effettivo del capitale azionario pari al 10,65% nel 2010 e del 4,91% nel 2011. Benché il costo di mercato del capitale di rischio stimato<sup>375</sup> per il triennio sia straordinariamente basso (5,56%; 5,70%; 6,71%) rispetto a quello degli altri gruppi bancari esaminati, grazie ai rendimenti dei bond giapponesi poco al di sopra del 1% e al beta "difensivo" del gruppo (0,81), Mitsubishi Financial UFJ Group è stata in grado di creare valore solo nel 2010 per quasi settemila miliardi di yen; mentre ha distrutto valore sia nel 2009 sia nel 2010 a causa di ROE negativi o non sufficientemente elevati. Le remunerazioni complessivamente pagate agli *executive directors* hanno avuto un andamento puntualmente opposto rispetto al Vac, aumentando quando questo precipitava al di sotto dello zero.

Infine, si consideri l'ultimo gruppo bancario Mizuho Financial Group<sup>376</sup>, caratterizzatosi per un andamento delle redditività netta in ripresa durante il triennio, dopo la perdita registrata nel 2009. Secondo una dinamica simile a quella vista per il gruppo finanziario Mitsubishi, anche per quanto riguarda il Vac.

MI/TA <sub>2009</sub>	0,08%	RN/RL <sub>2009</sub>	103,35% <sup>377</sup>
MI/TA <sub>2010</sub>	0,20%	RN/RL <sub>2010</sub>	93,49%
MI/TA2011	0,19%	RN/RL <sub>2011</sub>	79,32%
MINT/MI <sub>2009</sub>	4223,13%	TA/E <sub>2009</sub>	11,20 volte
MINT/MI <sub>2010</sub>	609,13%	TA/E <sub>2010</sub>	32,99 volte
MINT/MI <sub>2011</sub>	457,85%	TA/E <sub>2011</sub>	36,44 volte
RLG/MINT <sub>2009</sub>	(16,96)%	$a_{2009}$	199,19% (-)
RLG/MINT <sub>2010</sub>	12,34%	$a_{2010}$	71,79%
RLG/MINT <sub>2011</sub>	(19,16)%	$a_{2011}$	235,57% (-)

222

<sup>&</sup>lt;sup>375</sup> I dati per la stima del capitale di rischio sono stati ricavati dai seguenti siti web: <a href="www.tradingeconomics.com">www.tradingeconomics.com</a> per il tasso free risk medio annuo (del 2009, 2010 e 2011) sui bond governativi giapponesi a 10 anni (1,40%; 1,23% e 1,18%); pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ per il Beta degli istituti finanziari giapponesi (0,81) e per il premio al rischio di mercato (5,40%, 5,75% e 7,05%). In Giappone la tassazione delle rendite finanziarie da obbligazioni prevede ad un'imposta sostitutiva del 15%, che è stata considerata nel calcolo del risk free rate.

<sup>&</sup>lt;sup>376</sup> I dati e le informazioni per l'analisi sono stati ricavati da: Mizuho Financial Group, Annual Report, 2009, 2010, 2011.

<sup>&</sup>lt;sup>377</sup> Il dato si spiega con il beneficio di imposta in seguito alla perdita registrata nel 2009.

RG/RLG <sub>2009</sub>	100,00% <sup>378</sup>	Cec <sub>2009</sub>	¥ 242,285 mln
RG/RLG <sub>2010</sub>	100,00%	Cec <sub>2010</sub>	¥ 635,000 mln
RG/RLG <sub>2011</sub>	100,00%	Cec <sub>2011</sub>	¥ 597,794 mln
RL/RG <sub>2009</sub>	82,16%	Me <sub>2009</sub>	18,15
RL/RG <sub>2010</sub>	440,05%	Me <sub>2010</sub>	17,71
RL/RG <sub>2011</sub>	100,02%	Me <sub>2011</sub>	15,05

Vac <sub>2009</sub>	Vac <sub>2010</sub>	Vac <sub>2011</sub>
¥ (487,853,493,648)	¥ 1,615,704,100,611	¥ (1,007,460,807,165)

Il secondo gruppo finanziario giapponese incluso in questo lavoro si è dimostrato capace di un importante recupero nel biennio 2010-2011 dopo i pessimi risultati economici e finanziari raggiunti nel 2009, a cominciare dal margine di interesse estremamente esiguo (¥ 2,214 milioni), pur a fronte un margine di intermediazione molto più elevato (¥ 93,500 milioni) che ha fatto balzare in avanti il rapporto "MINT/MI" calcolato per lo stesso anno. Il gruppo si è certamente dimostrato più efficace nell'intermediazione mobiliare che in quella creditizia, com'è possibile osservare dal forte incremento delle commissioni provenienti dalla fervente attività di *trading*, ma soprattutto di *investment banking* (tra cui quelle per la sottoscrizione e vendita di azioni e obbligazioni; di consulenza in ambito M&A, di vendita di prodotti finanziari alla clientela *retail*), distinguendosi per il ruolo di *lead manager* e *global coordinator* dell'IPO della compagnia assicurativa "Dai-Ichi", ricordata per la più ampia offerta pubblica del 2009. Le attività di sottoscrizione di titoli azionari e di collocamento di bond hanno continuato a trainare il margine di intermediazione anche nel 2010 e nel 2011, mentre le commissioni e i guadagni derivanti dalle operazioni di *trading* si sono ristretti nel 2011 rispetto ai livelli del 2010.

Un certo sforzo è stato osservato nel contenimento delle spese operative (di vendita, generali e amministrative) nei primi due anni, come si nota dal miglioramento del rapporto "RLG/MINT"; rapporto che è tornato ad essere negativo nel 2011, perché tali voci di costo hanno ripreso a crescere fortemente rispetto ai livelli dell'anno precedente, determinando la negatività già del reddito lordo di gestione.

La redditività netta non ha potuto che essere negativa sia nel 2009, che nel 2011, anni in cui i rispettivi ROE sono stati pari al -5,56% e -4,90%, mentre solo nel 2010 si è raggiunto un rendimento effettivo del 20,01%, con una leva finanziaria più che triplicata rispetto alle 11,20

223

Il rapporto è costantemente pari a 1 (100,00%) non perché non vi sia gestione straordinaria, ma perché la rappresentazione dei dati contabili all'interno dell' "Income Statement" ha ricompreso proventi e oneri di tale natura nelle "spese operative generali", non consentendo il discernimento delle voci effettivamente di natura straordinaria, né altri risultati netti che hanno contribuito al reddito lordo.

(volte) del 2009. Anche il rendimento equo del capitale azionario stimato<sup>379</sup> per Mizuho, beneficiando degli stessi fattori esaminati per Mitsubishi UFJ, è stato piuttosto basso e pari al 5,51% (2009); 5,65% (2010) e 6,64% (2011). Il Gruppo si è dimostrato capace di generare profitto economico solo nel 2010 per oltre 1,600 miliardi di yen, ma ha anche distrutto valore per 487 miliardi nel 2009 e per poco più di mille miliardi di yen nel 2011.

Il costante calo dei compensi globalmente attribuiti agli executive manager ha perciò mostrato una debole correlazione (tra il 2010 e il 2011) con il valore aggiunto del capitale stimato per Mizuho Financial Group.

### 3. Considerazioni conclusive sui risultati empirici relativi ai gruppi bancari e ai mercati finanziari

A conclusione dell'analisi svolta in questo capitolo si vuole porre l'attenzione sul quadro globale dei risultati raccolti e su alcuni fenomeni che hanno accomunato i mercati internazionali e influito sui risultati esposti.

Sui ventitré gruppi bancari esaminati, l'evidenza empirica ha mostrato che non vi è una generale correlazione tra le retribuzioni percepite dai top manager esecutivi e la dinamica del valore economico mostrata dai gruppi bancari nel corso del triennio analizzato.

In particolare per 14 banche non è stata rinvenuta alcuna coerenza tra la variazione del valore aggiunto del capitale e l'incremento o il restringimento della retribuzione complessivamente pagata agli executive bankers. Le banche che hanno mostrato un andamento degli stipendi totali opposto rispetto al VAC sono: BNP Paribas, Crédit Agricole, ING Group, UBS, Nordea, Unicredit, Intesa Sanpaolo, HSBC, Barclays, Goldman Sachs, Royal Bank of Canada, National Australian Bank, Agricultural Bank of China e Mitsubishi UFJ Financial Group. Questo risultato merita una precisazione. Vi sono stati casi, come quello di HSBC e della National Australian Bank, in cui la crescente attitudine alla creazione di profitto economico era accompagnata da una riduzione degli emolumenti pagati ai dirigenti di vertice insieme anche ad una più generale diminuzione del costo del personale. Si può ritenere, dunque, che la compressione dei costi operativi fra i quali rientrano tali spese, abbia influito positivamente sul ROE effettivo e quindi sul VAC; per cui è stato osservato che mentre le retribuzioni si contraevano, il profitto economico aumentava.

Cinque gruppi bancari hanno evidenziato una debole correlazione tra il valore economico prodotto e le remunerazioni, dove l'aggettivo "debole" sta ad indicare che è stata rinvenuta

<sup>&</sup>lt;sup>379</sup> I dati per la stima del capitale di rischio sono stati ricavati dai seguenti siti web: <u>www.tradingeconomics.com</u> per il tasso free risk medio annuo (del 2009, 2010 e 2011) sui bond governativi giapponesi a 10 anni (1,40%; 1,23% e 1,18%); pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ per il Beta degli istituti finanziari giapponesi (0,80) e per il premio al rischio di mercato (5,40%, 5,75% e 7,05%). In Giappone la tassazione delle rendite finanziarie da obbligazioni prevede ad un'imposta sostitutiva del 15%, che è stata considerata nel calcolo del risk free rate.

una corrispondenza tra i due fenomeni osservati solo per due anni consecutivi (2009 e 2010 o 2010 e 2011), ma non anche nel terzo esercizio. Tra tali banche vi sono: Deutsche Bank, Banco Santander, Crédit Suisse, JP Morgan Chase & Co. e Toronto Dominion Bank.

Infine, tra gli istituti finanziari che hanno incrementato gli stipendi complessivamente riconosciuti agli executive quando miglioravano le condizioni di redditività e il profitto economico prodotto vi sono: BBVA, Commonwealth Bank of Australia, Industrial Construction Bank of China e Mizuho Financial Group.

Tale evidenza cambia leggermente se si considera la correlazione tra l'aumento del salario fisso (avvenuto per sedici banche su ventitre) il Vac e il ROE. Infatti, quindici banche si sono caratterizzate per una correlazione positiva o "debole" tra questi elementi. Tali istituti sono: Deutsche Bank ("debole"), BNP Paribas, Crédit Agricole, ING Group, Banco Santander, BBVA, UBS ("debole"), Nordea ("debole"), HSBC, JP Morgan Chase, RBC, Toronto Dominion Bank, ("debole"), National Australian Bank, ICBC, Mitsubishi UFJ("debole") e Mizuho Financial Group ("debole").

Scarsa è anche l'evidenza empirica rispetto all'allineamento tra la dinamica della remunerazione variabile, Vac e ROE. Tredici banche hanno mostrato una debole coerenza tra il profitto economico e la componente retributiva variabile (Deutsche Bank, BBVA, UBS, Crédit Suisse, Nordea, HSBC, JP Morgan, RBC, Toronto Dominion Bank, National Australian Bank, ICBC, Mitsubishi UFJ e Mizuho Financial Group). Solo 12 si sono contraddistinte per una correlazione simile con il ROE: BBVA, UBS, Crédit Suisse, Nordea, JP Morgan, RBC, Toronto Dominion Bank, National Australian Bank, Commonwealth Bank, ICBC, Mitsubishi e Mizuho.

In genere il campione sembra sempre spaccarsi a metà anche quando si mettono a confronto indicatori di redditività fondamentali quali il "MI/TA" e il "MINT/MI" e il "RLG/MINT". Quest'ultimo tra l'altro segnala il grado di assorbimento dei costi operativi ed è diminuito durante il triennio per ben 17 banche su ventitré, segnalando una bassa capacità di gestire l'efficienza interna. In particolare, è stato osservato che solo in nove casi<sup>380</sup> esiste una corrispondenza tra variazione dei salari ed il rapporto "MI/TA", in dieci casi<sup>381</sup> (alcuni coincidenti) è stata rinvenuta una simile corrispondenza con la remunerazione variabile. Quattordici<sup>382</sup> istituti finanziari hanno modificato la remunerazione così come variava il rapporto "MINT/MI"; rispetto allo stesso parametro, quattordici gruppi<sup>383</sup> (alcuni coincidenti)

<sup>&</sup>lt;sup>380</sup> Le 9 banche sono: Deutsche Bank, BNP Paribas, Crédit Agricole, ING Group, Banco Santander, BBVA , UBS, Toronto Dominion (TD) Bank, ICBC.

<sup>&</sup>lt;sup>381</sup> I 10 istituti sono: BNP Paribas, Banco Santander, BBVA, Credit Suisse, Intesa Sanpalo, HSBC, RBC, TD Bank, National Australian Bank, ICBC.

<sup>&</sup>lt;sup>382</sup> I 14 istituti menzionati sono: ING, UBS, Nordea, Unicredit, HSBC, Barclays, JP Morgan, Goldman Sachs, RBC, Commonwealth Bank, ICBC, Agricultural Bank of China, Mitsubishi UFJ e Mizuho.

<sup>&</sup>lt;sup>383</sup> I 14 gruppi citati sono: Deutsche Bank, Credit Agricole, UBS, Credit Suisse, Nordea, Unicredit, Barclays, JP Morgan, Goldman Sachs, Commonwealth Bank, ICBC, Agricultural Bank of China, Mitsubishi UFJ e Mizuho.

hanno parimenti incrementato o diminuito la componente variabile. Sempre per dodici<sup>384</sup> banche è stata ritrovata una coerenza tra compensi variabili e andamento dell'indicatore "RLG/MINT"; mentre solo otto<sup>385</sup> hanno cambiato il salario fisso per tenere conto del cambiamento delle condizioni di efficienza operativa. Tra le banche che hanno evidenziato tali risultati positivi si segnala la costante presenza delle cinesi e delle giapponesi.

A fronte di tali risultati finali, si vogliono fare alcune riflessioni sui fenomeni che hanno condizionato tale evidenza e sui quali vale la pena soffermarsi.

La maggior parte dei gruppi bancari esaminati ha riportato un valore aggiunto del capitale negativo per diversi miliardi (della rispettiva valuta domestica). Per alcuni di questi il Vac è stato negativo per l'intero triennio (Crédit Agricole, ING Group, Unicredit, Intesa Sanpaolo, HSBC, JP Morgan Chase), per altre solo per due anni (Deutsche Bank, Banco Santander, UBS, Barclays, Mitsubishi UFJ, Mizuho), mentre solo cinque delle maggiori banche al mondo per *total assets*, su ventitré, sono state capaci di realizzare un profitto economico dal 2009 al 2011 e nessuna di questa è europea. Tali istituti bancari sono; Royal Bank of Canada, Toronto Dominion Bank, National Bank of Australia, Commonwealth Bank of Australia e Agricultural Bank of China, non a sorpresa forse, si tratta di gruppi bancari inseriti all'interno di economie emergenti e/o in forte espansione, i cui Paesi vantano tassi di crescita del PIL abbondantemente sopra lo zero.

Tutte le banche che, invece, si sono caratterizzate per un Vac negativo, anche solo per un anno su tre (come BNP Paribas, BBVA, Crédit Suisse, Nordea, Goldman Sachs, ICBC) hanno evidenziato la negatività del Vac anche e soprattutto nel 2011. Ci si aspetterebbe di osservare i peggiori risultati nel 2009 all'indomani della crisi finanziaria del 2008, ma il dato comune leggibile nei bilanci di tutti i gruppi esaminati è l'impatto nefasto che ha avuto a livello globale la crisi della moneta unica europea e del debito sovrano di alcuni stati dello stesso continente. Tale fenomeno ha influenzato i margini reddituali sotto vari aspetti: a) per le pesanti svalutazioni dell'avviamento della holding e dei marchi di società controllate operanti nei mercati affetti dalla crisi del debito pubblico e caratterizzati da recessione e taglio del rating (tra cui anche gli Stati Uniti); b) per la drastica riduzione dei finanziamenti denominati in valuta estera (soprattutto l'euro) a causa della contrazione di numerose attività industriali nelle aree colpite dalla "crisi europea" inasprita dalle politiche di austerità dei governi locali; c) per il peggioramento della solvibilità di alcuni grandi clienti *corporate*; d) per le gravi svalutazioni dei titoli del debito pubblico greco (come accaduto a Intesa Sanpaolo e Crédit Agricole); e) per l'estrema volatilità e incertezza che ha pervaso i mercati e ha fatto

<sup>384</sup> Questi sono: BNP Paribas, ING Group, BBVA, UBS, Crediut Suisse, Intesa Sanpaolo, HSBC, RBC, Commonwealth Bank, ICBC, Agricultural Bank of China e Mitsubishi UFJ.

Queste sono: Deutsche Bank, BNP Paribas, Crédit Agricole, BBVA, ICBC, Agricultural Bank of China, Mitsubishi UFJ, Mizuho Financial Group.

registrare un cambiamento nell'attitudine al rischio anche dei clienti dotati dei più ingenti patrimoni (clienti *private*), i quali hanno spostato i loro investimenti su attività meno rischiose, ma anche meno redditizie per le banche stesse e per il livello delle commissioni percepite. Vi sono state banche che hanno saputo sfruttare a proprio vantaggio la superiore volatilità dei mercati, soprattutto di quelli azionari, dove la crisi del debito europeo, peggiorando la capacità di finanziamento e di sopravvivenza nel lungo termine di numerose imprese, ha portato ad un crollo delle relative quotazioni, anche in mercati ferventi come quello cinese. Gli operatori che hanno saputo trarre profitti dall'attività di *trading* su tali titoli hanno ricevuto notevoli bonus prestazionali contabilizzati fra i costi del personale esposti nei relativi bilanci. D'altra parte i ricavi dell'attività di *trading* sono stati a volte abbattuti dall'apprezzamento di alcune valute, sempre più incalzante man mano che l'euro perdeva di credibilità sui mercati. Questo è accaduto per il franco svizzero, il dollaro canadese e australiano e il renminbi cinese.

Infine, si vuole riflettere su un ulteriore fenomeno cruciale che ha caratterizzato il triennio analizzato: la politica di bassi tassi di interesse praticati da numerose banche centrali, come la Federal Reserve, la Banca Centrale Europea, la Banca Centrale Pubblica Cinese (PBOC) e la Banca Centrale Giapponese, che aveva avviato già in tempi non sospetti la famosa "zero interest rate policy". Il brusco abbassamento del tasso fissato dalle banche centrali, ha avuto il principale effetto di restringere l'interest rate spread, ossia il differenziale tra tassi attivi e passivi. Poiché i tagli ai tassi (attivi) sui prestiti avvengo più lentamente rispetto al ritmo con cui diminuiscono gli interessi (passivi) sui depositi, inizialmente si è osservato un allargamento dello spread, che però è andato riducendosi sempre più, intaccando la fonte primaria di guadagni per le banche, che hanno trovato perciò fonti di ricavo sistematicamente maggiori nell'attività di intermediazione mobiliare piuttosto che in quella creditizia.

Non è un caso che i gruppi bancari che hanno mostrato la capacità di generare un Vac positivo per tutto il triennio (canadesi, australiane e la cinese "ABC"), abbiano lodato l'abilità dei propri manager di attuare delle efficaci politiche di *repricing* del portafoglio dei propri crediti, per non perdere importanti margini di redditività sullo *spread* intaccato dalle politiche monetarie perseguite dalle banche centrali. È stato proprio a fronte delle ottime performance che tali banche hanno comunicato la decisione di elevare i pagamenti dei bonus prestazionali nei confronti dei loro manager più capaci.

### CAPITOLO VI

# L'andamento sul mercato azionario: la remunerazione degli azionisti e la retribuzione degli *executive bankers* a confronto

#### Introduzione

Obiettivo del capitolo è esaminare la performance di mercato dei gruppi bancari proposti considerandone innanzitutto la dinamica dei prezzi, che sarà confrontata con il trend mostrato dalle remunerazioni complessivamente attribuite ai dirigenti di vertice.

Inoltre, per ciascuna banca si osserverà il Payout Ratio, come rapporto tra l'*Earning Per Share* ("EPS") e il *Dividend Per Share* ("DPS"), allo scopo di verificare se esista una qualche corrispondenza tra l'entità della partecipazione degli azionisti all'utile d'esercizio e gli emolumenti pagati agli executive manager.

Dal momento che il guadagno derivante dall'investimento azionario non si concretizza solo nel dividendo eventualmente percepito ma anche nel *capital gain* maturato con la vendita sul mercato del titolo ad un prezzo superiore a quello d'acquisto, si osserverà anche l'ammontare del Total Shareholder Return ("TSR"), quale misura del valore complessivamente estraibile dall'investimento azionario nel lungo termine. In particolare, nei casi in cui non sia verificata una relazione positiva tra l'andamento delle quotazioni e retribuzioni, si cercherà di capire se esista, invece, un collegamento tra queste e il TSR.

## 1. Il significato degli indicatori di mercato ai fini dell'analisi delle dinamiche retributive<sup>386</sup>

L'earning per share ("EPS") e il dividend per share ("DPS") possono rappresentare due primi indicatori della performance di mercato di una società, soprattutto rispetto alla diretta partecipazione degli azionisti agli utili maturati. Tuttavia è noto che il pagamento del dividendo non è evento di per sé assolutamente positivo. Infatti, maggiore è il Payout ratio,

<sup>&</sup>lt;sup>386</sup> Gli indicatori e i prezzi riportati per ciascun gruppo bancario sono stati ricavati dai rispettivi bilanci e dal sito www.financeyahoo.com.

minore è il Retention Ratio, ossia la quantità di utile che non è distribuita, ma viene reinvestita nella gestione a titolo di autofinanziamento, riducendo così la necessità di contrarre nuovo debito per finanziare le varie esigenze di gestione.

Tra l'altro è stato osservato come le aziende che si caratterizzano per i maggiori tassi di crescita ("growth rates") tendono a pagare dividendi molto bassi, se non addirittura nulli, poiché risulta certamente più profittevole utilizzare i profitti maturati negli anni precedenti per supportare investimenti che promettono rendimenti elevati, piuttosto che compensare immediatamente gli azionisti, ai quali vengono comunque promessi guadagni ben maggiori in futuro o tramite la vendita di titoli che si apprezzano continuamente. Paradossalmente sono proprio le società che stentano a mantenere un growth rate positivo a pagare i maggiori dividendi per non far scappare i propri azionisti.

Il caso che viene in mente a tal proposito è proprio quello di aziende come Apple e Microsoft: da quando la prima ha iniziato a crescere, i guadagni e la quota di mercato della seconda si sono fortemente ridimensionati, e ne è conseguito che i dividendi pagati da Microsoft sono balzati in avanti, mentre per quasi tutto il decennio scorso, i dividendi distribuiti da Apple sono stati nulli. Applicando la stessa logica alle banche incluse in questo lavoro, si anticipa che quando verrà osservata una crescita parallela di dividendi azionari ed emolumenti, non si deve pensare automaticamente ad un quadro di mercato roseo e ad una maggiore armonia tra soci e manager, poiché per valutare l'effettivo grado di soddisfacimento degli azionisti a fronte dell'investimento realizzato, occorre guardare ad una serie di altri indicatori, fra cui innanzitutto il ROE e il TSR.

Il presente capitolo pone, inoltre, un'attenzione particolare sull'andamento dei prezzi medi annui, che sono stati sistematicamente messi in correlazione con il *trend* assunto dai compensi riconosciuti agli executive. Il motivo di questo confronto trova fondamento nel fatto che in tutti i gruppi bancari osservati le quotazioni di mercato sono state utilizzate come parametro per stabilire la remunerazione variabile di lungo termine pagata in azioni. Tra l'altro il prezzo corrente di mercato determina la convenienza ad esercitare le *stock options*, rispetto al prezzo d'esercizio prefissato. Infine, non va dimenticato, che il prezzo esprime la valutazione che il mercato dà istante per istante sul valore di una società, evidentemente influenzato dall'attività e dalle scelte gestionali degli *executive*.

Ciascun gruppo bancario sarà presentato secondo l'ordine seguito nei capitoli precedenti.

#### 2. I prezzi di mercato e i dividendi nelle banche europee

Partendo dall'Europa, si comincia con l'esposizione del caso Deutsche Bank ("DB").

Il primo gruppo tedesco ha mostrato un dimezzamento del suo EPS<sup>387</sup>, da €7,21 del 2009 a € 3,07 e € 4,45 rispettivamente nel 2010 e 2011. Considerando che il DPS ha avuto la seguente dinamica nel triennio (a partire dal 2009): € 0,75, € 0,50 e € 0,50, il payout ratio è stato apri al 10,40% e 16,29% nei primi due anni e all'11,24% nel 2011. Ciò significa che circa l'80-90% dell'utile veniva sistematicamente reinvestito nella gestione, con una bassa partecipazione degli azionisti ai guadagni annuali.

II TSR ha toccato il 111% nel 2011 in aumento rispetto al biennio precedente (93% e 99%). Il prezzo medio annuo dei titoli DB ha mostrato una dinamica complessivamente decrescente: da € 33,52 del 2009 a € 45,52 a fine 2010 per poi attestarsi su 28,63 euro nel 2011.

Dal punto di vista retributivo, gli executive di DB hanno visto la propria retribuzione ridursi gradualmente, soprattutto per quanto riguarda il bonus a breve termine, secondo una dinamica debolmente correlata con il trend delle quotazioni medie e con i dividendi, rimasti stabili nel 2011, mentre le retribuzioni dei top manager continuavano a scendere.

La retribuzione totale è diminuita del 28,66% nel 2011 rispetto al 2009, i prezzi hanno subito un decremento del 28,11% nel medesimo confronto temporale, dopo essere aumentati mediamente del 19,07% nel 2010 rispetto al 2009.

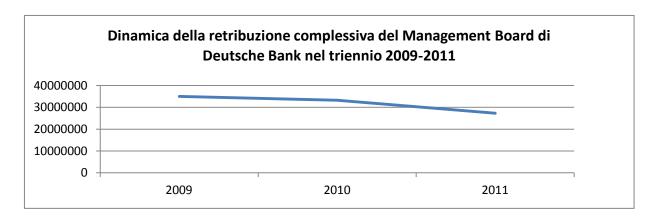


Figura 1. Fonte: elaborazione propria su dati Deutsche Bank.

sottoposte ad una normativa differente.

<sup>&</sup>lt;sup>387</sup> Si tratta del "Basic Earning per Share" e non del "Diluited Earning Per share" basato su requisiti di capitale modificati per tener conto del trading book e del posizione assunta sulle cartolarizzazioni, secondo quanto previsto dalla CDR III. Anche in questo caso, come per il ROE, la scelta effettuata vuole favorire la comparabilità del dato rispetto a banche che sono

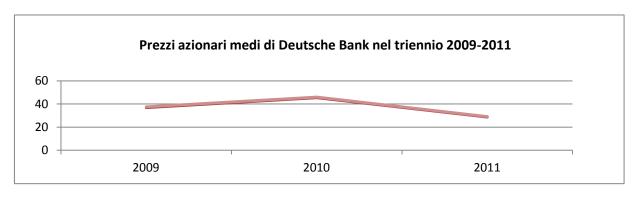


Figura 7. Fonte: elaborazione propria su dati Deutsche Bank.

Per quanto concerne la performance di mercato del primo gruppo finanziario francese, BNP Paribas, emerge un picco dell'EPS e del payout ratio nel 2010. Infatti, l'Earning per Share ha assunto un valore di € 5,20 nel 2009, € 6,33 nel 2010 e € 4,82 nel 2011 e il Payout rispettivamente di 32,3%, 33,4% e 25,1%. il dividendo per azione è stato di € 2,10 nel 2010, mentre nell'anno precedente è stato pari a € 1,5 e a €2,2 in quello seguente. Emerge, rispetto a DB una più alta partecipazione degli azionisti ai risultati conseguiti.

Anche le quotazioni azionarie del Gruppo BNP Paribas hanno registrato il miglior risultato medio nel 2010 (€ 50,60) rispetto al 2009 (€ 39,33), e al 2011 (€ 41,03).

Il valore dell'investimento azionario di lungo termine è stato registrato dal TSR del 2009 misurato su base minima quinquennale dell'8,22%; su base decennale del 11,37%.

I prezzi hanno registrato un incremento del 4,13% nel 2011 rispetto al 2009 (+22,27% nel 2010), mentre la retribuzione ha subito un incremento del 13,72% nel 2011 rispetto a quanto corrisposto due anni prima, mostrando una dinamica generalmente correlata con le quotazioni e il DPS.

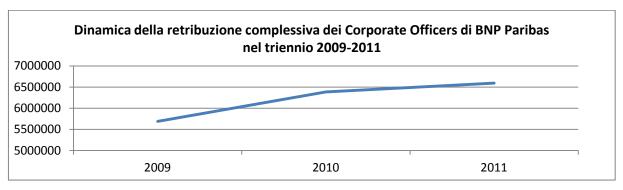


Figura 8. Fonte: elaborazione propria su dati BNP Paribas.

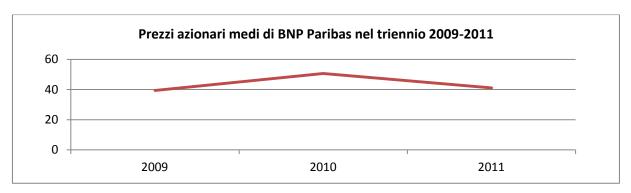


Figura 9. Fonte: elaborazione propria su dati BNP Paribas.

Relativamente al secondo maggior gruppo francese per *total assets*, Crédit Agricole si segnala un EPS di € 0,46 nel 2006 e negativo per € (0,23) nel 2010 e € (1,46) nel 2011, anno in cui conseguentemente il dividendo pagato è stato nullo e così il Payout ratio; mentre nel 2009 e nel 2010 il DPS era rimasto stabile a € 0,45, con *payout* del 92% e 85,6%. I prezzi medi hanno registrato un andamento tendenzialmente costante (€ 10,78, €10,83 e € 8,45). Il TSR (per un investimento su base quinquennale) nel 2009 era pari al -6% e nel biennio successivo ancor più negativo: -21,2% nel 2010 e -28,7% nel 2011. Dunque, non vi è stata capacità di ottenere valore per un investimento azionario effettuato nel lungo termine. d'altra parte si segnala il forte incremento del 32,69% della retribuzione degli Executive Corporate Officers nel 2011 (anno con il peggior prezzo medio) rispetto a quanto ricevuto nel 2009. Non si può neanche affermare che la remunerazione concessa agli azionisti sia stata correlata con quella dei top manager.



Figura 10. Fonte: elaborazione propria su dati Crédit Agricole.

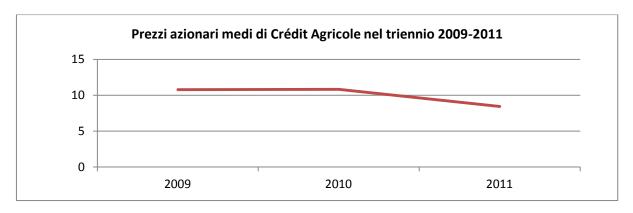


Figura 11. Fonte: elaborazione propria su dati Crédit Agricole.

Com'è accaduto per Crédit Agricole, anche il Gruppo olandese ING si è caratterizzato per un EPS negativo nel 2009 e conseguentemente un Payout ratio nullo. Il Payout è rimasto pari a zero anche nei due anni successivi poiché nulla è stato pagato come dividendo. I prezzi hanno mostrato una dinamica complessivamente crescente, con picco nel 2010.

Si ricorda che in ING la retribuzione riservata agli *executive* era solo fissa e ha registrato un picco nel 2010 (+28,42% rispetto al 2009), attestandosi sul 23,41% in più nel 2011 rispetto a due anni prima. Quindi, prezzi medi e retribuzioni hanno mostrato una dinamica analoga, mentre non si può dire lo stesso circa l'andamento della remunerazione degli azionisti.



Figura 12. Fonte: elaborazione propria su dati ING.

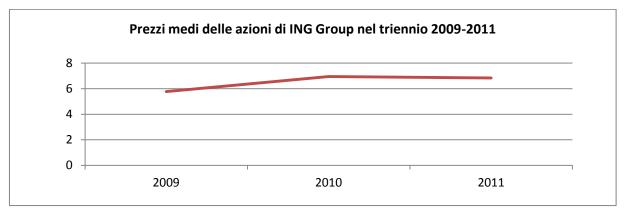


Figura 13. Fonte: elaborazione propria su dati ING.

Il Banco Santander si è caratterizzato per una performance nel mercato azionario piuttosto deludente durante il triennio, con prezzi medi in diminuzione da € 11,55 nel 2009 a € 7,93 nel 2010 e € 5,87 nel 2011. Parallelamente l'EPS si è ridotto da € 1,04 nel 2009 a € 0,94 e € 0,60 nei due esercizi a seguire. Tuttavia, poiché il dividendo pagato per azione è rimasto costante a 0,60, il Payout ratio è andato progressivamente lievitando dal 58% del 2009 al 64% e 100% nel 2010 e 2011. Si può osservare facilmente come man mano che si sono contratti i guadagni unitari si è cercato di trattenere gli azionisti incrementandone la partecipazione agli utili e reinvestendo una porzione man mano inferiore del profitto nella gestione interna. Mentre i prezzi subivano un costante abbassamento (meno 49,18% nel 2011 rispetto al 2009), la retribuzione degli executive ha osservato invece un incremento nel 2011 del 24%, sempre rispetto al 2009, più in linea con l'andamento del Total Shareholder Return, passato da 4,919 milioni di euro a 4,999 e 5,260 milioni di euro negli esercizi successivi (+32% nell'arco di un investimento quinquennale). Nonostante la povera performance sul mercato azionario, l'investimento azionario è stato profittevole.



Figura 14. Fonte: elaborazione propria su dati di Banco Santander.

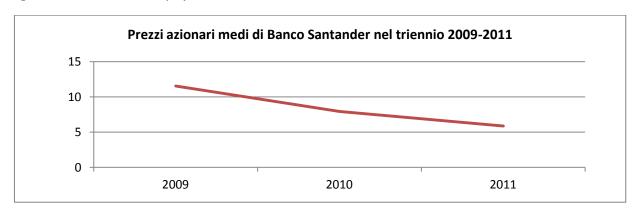


Figura 15. Fonte: elaborazione propria su dati Banco Santander.

Una performance molto simile a quella di Banco Santander ha caratterizzato il secondo gruppo bancario spagnolo per totale dell'attivo: BBVA. Ai prezzi azionari in discesa (€12,73; €7,56; €6,68, ossia -90,56%tra 2011 e 2009) ha fatto eco la riduzione degli Earning Per Share (€ 1,33; € 1,4 e € 0,85) anche se il Payout ratio si è innalzato dal 32% del 2009 al 39% e 49% nel 2010 e 2011, dato un dividendo per azione stabile a € 0,42. La retribuzione riconosciuta al top management esecutivo è diminuita secondo l'andamento delle quotazioni.

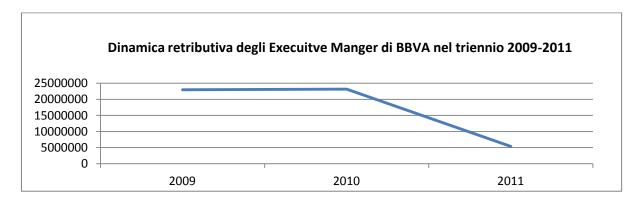


Figura 16. Fonte: elaborazione propria su dati BBVA.



Figura 17. Fonte: elaborazione propria su dati BBVA.

Come accaduto per i due gruppi bancari spagnoli, anche le quotazioni azionarie del gruppo svizzero UBS hanno registrato un calo del 43,56%, passando da CHF 16,05 nel 2009 a CHF 11,18 nel 2011 (CHF 15,35 nel 2010). Gli *earnings* per azione inizialmente erano negativi per 0,75 CHF, poi sono saliti a 1,99 e 1,10. Nessun dividendo è stato pagato nel 2009 e nel 2010, mentre 0,10 CHF sono stati attributi per ogni azioni ordinaria nel 2011, dando luogo ad un Payout ratio del 9,1%. Coerentemente con la discesa dei prezzi, la remunerazione totale riconosciuta agli *executive* ha subito un calo, anche se inferiore a quello mostrato dalle quotazioni, e pari al 17,43% in meno nel 2011 rispetto a quanto corrisposto due anni prima.



Figura 18. Fonte: elaborazione propria su dati UBS.

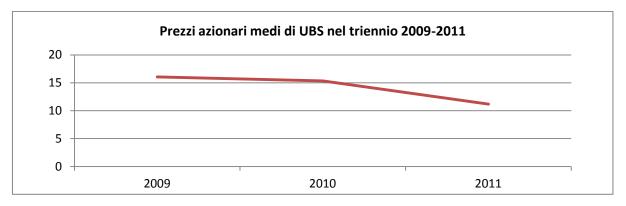


Figura 19. Fonte: elaborazione propria su dati UBS.

Crédit Suisse ha evidenziato una dinamica dello *share price* complessivamente discendente analogamente a quanto visto per i due gruppi bancari appena analizzati. I prezzi (CHF 44,56, CHF 44,88 e CHF 30,07) hanno subìto una compressione del 45,24% nel 2011 rispetto al 2009. Un andamento analogo è stato manifestato dagli EPS: CHF 5,28 nel 2009, CHF 3,91 e CHF 1,27 nel biennio successivo. Inoltre, anche i dividendi per azione si sono contratti ma il Payout ratio segnala una maggiore partecipazione degli azionisti ai guadagni societari: dal 39% del 2009 al 55% del 2011 (33% nel 2010). Da una prospettiva di partecipazione azionaria è stato creato valore solo nel 2009, anno in cui il Total Shareholder Return ha raggiunto l'80,1% mentre è stato negativo per i due anni seguenti (-23% e -39,4%). Anche la retribuzione degli *corporate officers* è stata ridotta (-49,3%) nel 2011 rispetto al 2009, pur a seguito di un aumento nel 2010 (+11,5%).



Figura 20. Fonte: elaborazione propria su dati Crédit Suisse.

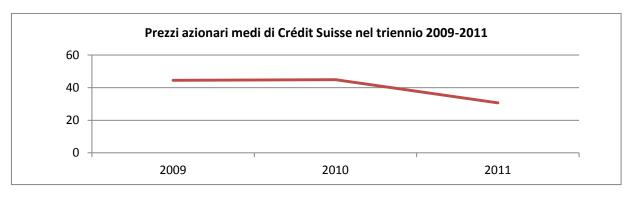


Figura 21. Fonte: elaborazione propria su dati Crédit Suisse.

Il Gruppo bancario Svedese Nordea ha mostrato una dinamica crescente delle quotazioni azionarie medie (€ 5,79, € 6,88 e € 8,39) e dell'EPS (€ 0,60, € 0,65 e € 0,66); un trend piuttosto stabile del Payout ratio (42%, 43% e 40%) e del DPS (€ 0,25, € 0,29 e € 0,26). Nonostante ciò il valore creato a lungo termine mediante l'investimento azionario è andato riducendosi progressivamente: il TSR del 2009 è stato pari al 78,6% e solo nel 2010 era sceso al 3,7%, per poi raggiungere un valore negativo pari al meno 24,4% nel 2011. La retribuzione degli alti dirigenti ha assunto un trend in crescita (+27,72%) nel 2011 rispetto al 2009) coerente con i prezzi medi registrati (+30,99% nello stesso confronto temporale), ma che risulta in disaccordo la forte perdita di valore dall'investimento azionario segnalata dal Total Shareholder Return.

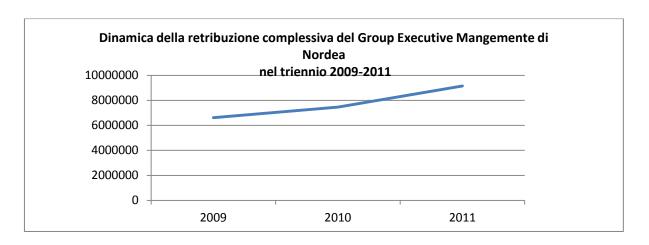


Figura 22. Fonte: elaborazione propria su dati Nordea.

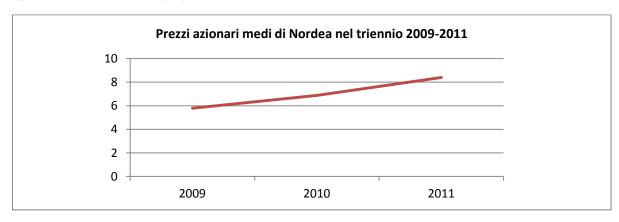


Figura 23. Fonte: elaborazione propria su dati Nordea.

In Italia il Gruppo Unicredit ha avuto una dinamica di mercato più simile a quella dei gruppi bancari spagnoli: prezzi medi in ragguardevole aumento nel 2011 (77,83% rispetto al 2009: da  $\in$  1,90 a  $\in$  8,57 del 2011;  $\in$  1,93 nel 2010). Il Payout ratio in analogo aumento dal 32,2% del 2009 al 41,6% nel 2010, ma nullo nel 2011, anno in cui non è stato pagato alcun dividendo in ossequio alla politica di rafforzamento del proprio capitale e in virtù della perdita per oltre 8 miliardi di euro. L'EPS in quell'anno è stato negativo per  $\in$  (5,12), sebbene in debole crescita nel 2010 ( $\in$  0,1) rispetto all'anno precedente ( $\in$  0,06).

Anche il secondo gruppo italiano per *total assets*, Intesa San Paolo, si è caratterizzato per un risultato netto al di sotto dello zero nel 2011, da cui è derivato un dividendo (e un payout) nullo per gli azionisti, mentre, sempre nel 2011, i membri del Consiglio di Gestione hanno ricevuto 11,174,000 euro. Il dividendo riconosciuto nei due anni precedenti era stato pari a € 1,033 e aveva dato origine ad un Payout del 38% (2010) e 37% (2009), dati gli EPS rispettivamente di € 0,21 e € 0,14.

Tornando, invece al caso Unicredit, la retribuzione degli executive nel 2011 è apparsa in crescita rispetto al 2009 (+21,04%), ma in drastica riduzione rispetto al 2010 (-89,87%). La dinamica retributiva osservata nel triennio non appare in linea con l'andamento dei prezzi

medi delle azioni ordinarie, mentre trova corrispondenza con la remunerazione degli azionisti.

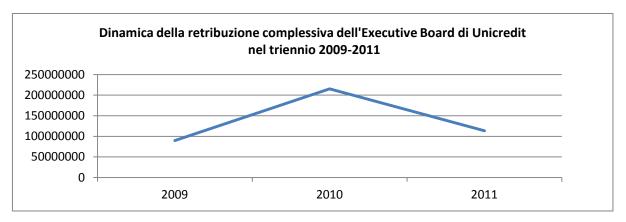


Figura 24. Fonte: elaborazione propria su dati Unicredit.

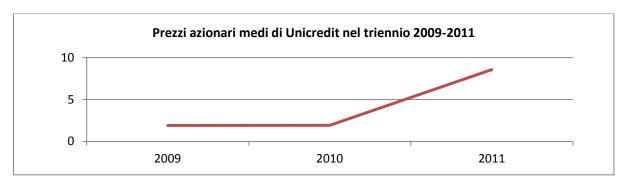


Figura 25. Fonte: elaborazione propria su dati Unicredit.

### 3. Le quotazioni e il dividend payout nelle banche di cultura anglosassone

Il presente paragrafo compie, per le banche del Regno Unito, Stati Uniti, Canada e Australia, la stessa analisi sin qui effettuata.

Iniziando dall'Inghilterra, per HSBC il prezzo medio di titoli quotati sulla borsa di Londra ha avuto una dinamica pressoché costante: £ 5,27 nel 2009, £ 6,13 nel 2010 e £ 5,98 nel 2011, così come il dividendo pagato per azione (0,34 nel 2009 e 2010; 0,39 nel 2011). Poiché gli EPS sono andati via via aumentando (£ 0,34, £ 0,73 e £ 0,92), l'effetto netto è stato un dimezzamento del Payout ratio: dal 100% del 2009 al 47% e 42% nei due esercizi successivi. Dunque, all'aumentare del profitto una quota maggiore è stata trattenuta a titolo di autofinanziamento, piuttosto che essere riconosciuta agli azionisti. Nel triennio, però, il valore creato per gli azionisti (su un periodo di monitoraggio di cinque anni) è andato riducendosi: il TSR è passato dal 120,6% 2009, al 103,4% nel 2010 e 78,2% nel 2011.

Coerentemente con la dinamica del TSR la retribuzione totale corrisposta al Group Executive di HSBC si è ridotta del 21% circa nel corso del triennio.

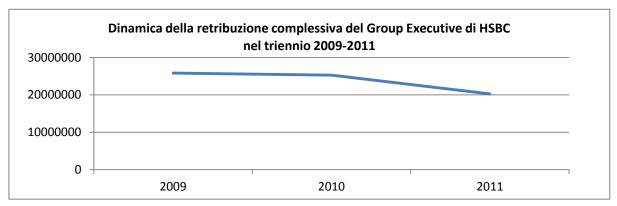


Figura 26.Fonte: elaborazione propria su dati HSBC.



Figura 27. Fonte: elaborazione propria su dati HSBC.

L'andamento delle quotazioni di mercato medie per i titoli Barclays è stato discendente, contrariamente a quanto avvenuto per HSBC: da £ 2,89 nel 2009, si è passati a £ 2,67 e £ 1,81 nel biennio successivo. Lo stesso trend hanno mostrato gli *earning per share* (£ 0,86, £ 0,30 e £ 0,25); i dividendi riconosciuti, invece, sono cresciuti (2,5 pence, 5,5 pence e 60 pence per azione), dando luogo ad un payout ugualmente in aumento (2,9%, 18,3% e 23,9%). Com'è cresciuta la remunerazione ricevuta dagli azionisti, così è andata lievitando la retribuzione complessivamente elargita agli executive directors di Barclays (+33% nel 2011 rispetto al 2009). Il TSR del 2010 è stato inferiore a quello del 2009 del 2% e, infatti, pari al 55% nel 2009 e al 53% nel 2010, per poi assumere un valore fortemente negativo (-30,6%) nel 2011.

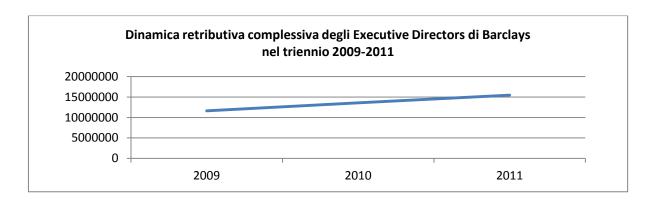


Figura 28. Fonte: elaborazione propria su dati Barclays.

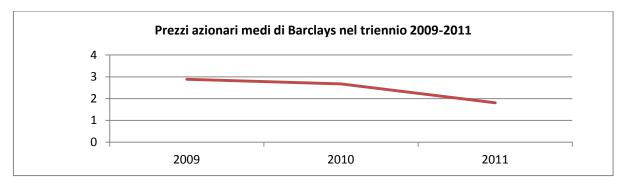


Figura 29. Fonte: elaborazione propria su dati Barclays.

Il colosso statunitense JP Morgan Chase & Co ha registrato un incremento degli *earnings per share* durante il triennio (\$ 2,27, \$ 3,98 e \$ 4,48), cui è corrisposto un aumento del payout ratio dallo 0,8% e 0,5% del 2009 e 2010 al 22% nel 2011, con dividendi inizialmente piatti a \$ 0,2 per azione e poi incrementati ad 1 dollaro nel 2011. I maggiori guadagni cui hanno partecipato in misura superiore anche gli azionisti, si sono riflessi in una dinamica ascendente delle quotazione annue medie (da \$ 31,22 del 2009 a \$ 38,11 nel 2011, con picco di \$ 41,68 nel 2010). Nonostante ciò il valore creato a lungo termine su un orizzonte di monitoraggio triennale dell'investimento azionario, è andato riducendosi: il TSR si è attestato inizialmente intorno al 143%, è sceso al 130% nel 2010, abbassandosi ulteriormente al 117% nel 2011, quasi il 20% in meno rispetto a due anni prima.

La retribuzione totale dei membri esecutivi dell'Operating Committee ha mostrato un andamento a picco coerente con quanto avvenuto per i prezzi e con la crescita del payout.

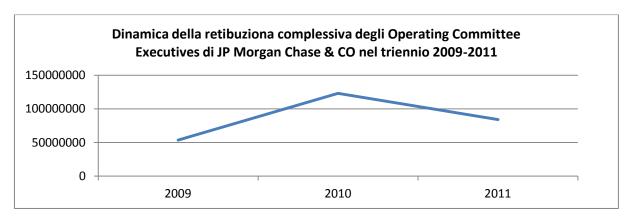


Figura 30. Fonte: elaborazione propria JP Morgan Chase & Co.

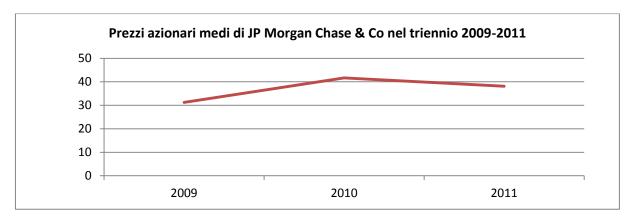


Figura 31. Fonte: elaborazione propria su dati JP Morgan Chase & Co.

Anche Goldman Sachs ha registrato un picco dei prezzi nel 2010 (\$ 157,96), contro \$ 126,37 del 2009 e \$ 129,81 nel 2011. Gli *earnings per share* si sono contraddistinti per una crescita poderosa: da \$ 4,71 (2009) a \$ 14,15 (2010), cioè il 66,71% in più; e per un ulteriore 40,40% nel 2011 (\$ 23,74). Tale incremento non è stato assistito da un analogo incremento dei dividendi (\$ 1,05 nel 2009 e \$ 1,40 in seguito), condizione che si è tradotta in una forte riduzione del Payout ratio, precipitato dal 22% del 2009 al 9% e 5% di 2010 e 2011. Mentre la remunerazione degli azionisti è diminuita, la retribuzione complessivamente corrisposta agli executive è cresciuta visibilmente, seguendo un trend non correlato con l'andamento delle quotazioni azionarie, come emerge chiaramente dai grafici sottostanti.

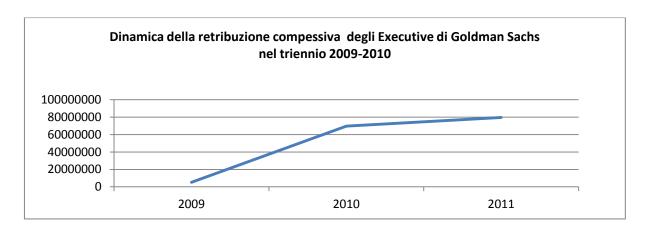


Figura 32. Fonte: elaborazione propria su dati Goldman Sachs.

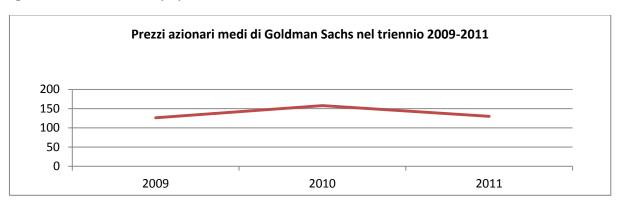


Figura 33. Fonte: elaborazione propria su dati Goldman Sachs.

La Royal Bank Of Canada ha visto i propri utili per azione aumentare del 12,75% nel 2011 (\$ 4,47) rispetto al 2009 (\$ 3,90) e diminuiti dell'1,28% nel 2010 (\$ 3,85). Tuttavia, poiché dividendi unitari sono rimasti pressoché costanti durante il triennio (\$ 2), il *payout ratio* si è inzialmente contratto dal 62% al 57%, per poi salire all'80%. I prezzi azionari medi hanno mantenuto un trend in crescita (\$42,01, \$ 57,73 e \$ 52,42). Com'è possibile notare, il 2010 è stato l'anno che ha registrato utili e prezzi maggiori. D'altra parte il Total Shareholder Return calcolato su un orizzonte temporale di 5 anni segnala una graduale perdita di capacità di creare valore dall'investimento azionario, passando dal 22,7% del 2009, al 2,9% del 2010 e a meno 6,7% nell'anno seguente. La dinamica retributiva degli executive bancari ha mostrato un calo coerente con la contrazione del payout percentuale destinato agli azionisti e del TSR.

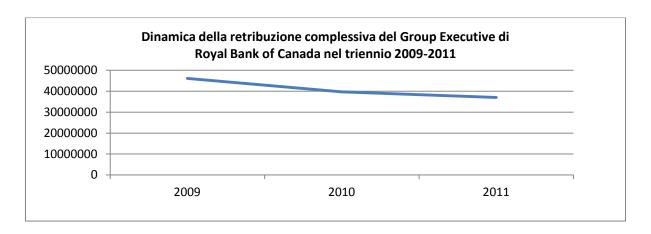


Figura 34. Fonte: elaborazione propria su dati di Royal Bank of Canada.

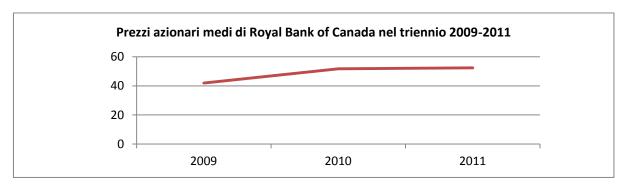


Figura 35. Fonte: elaborazione propria su dati di Royal Bank of Canada.

La performance di mercato che ha caratterizzato il secondo gruppo bancario canadese, Toronto Dominion Bank ha visto i prezzi medi dei titoli azionari in forte ascesa, passati da \$51,19 nel 2009 a \$ 69,31 e \$ 77,48 rispettivamente nel 2010 e 2011. Se i prezzi sono aumentati del 34% nel 2001 rispetto al 2009, anche gli utili guadagnati per azione (EPS) sono lievitati: \$ 3,49 nel 2009, \$5,13 e \$ 6,45 nei due esercizi posteriori, mentre i dividendi unitari sono rimasti piuttosto stabili (\$ 2,44; \$ 2,44 e \$ 2,61). Il payout ratio indicato dalla banca per il triennio ha avuto la seguente dinamica: 38,1%; 42,1% e 45,6%, segnalando una maggiore partecipazione degli azionisti agli utili societari. La retribuzione degli executive della banca canadese ha subìto una leggera flessione nel corso degli esercizi esaminati, non coerente con l'incremento delle quotazioni medie, ma più in linea con la graduale riduzione del TSR dal 13,6% del 2009 al 5,7% del 2011 (nonostante il picco registrato nel 2010: 23,6%).

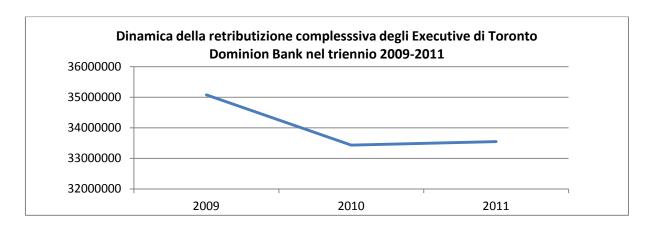


Figura 36. Fonte: elaborazione propria su dati Toronto Dominion Bank.

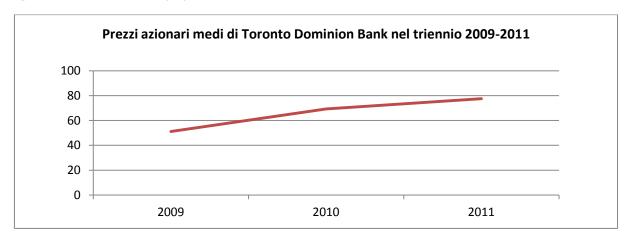


Figura 37. Fonte: elaborazione propria su dati Toronto Dominion Bank.

Spostando l'attenzione sul caso della National Australian Bank, si nota come gli ESP abbiano evidenziato un trend in aumento (\$ 1,23, \$ 1,92 e \$ 2,34). Tuttavia, poiché il dividendo per azione ordinaria non è cresciuto allo stesso ritmo (\$ 0,73, \$0,88 e \$0,88), il payout ratio è andato progressivamente calando dal 59% del 2009 al 41% e 38% del biennio seguente. I prezzi medi dei titoli NAB hanno subito una lieve contrazione dello 0,8% tra 2011 e 2009 (\$ 24,11, \$ 25,63 e \$ 23,91), che però si è tramutata in una forte riduzione del TSR (a un anno), passato dal 34,6% nel 2009, al -13,3% e -5,7% nel 2010 e 2011, quindi a lungo termine l'investimento azionario ha prodotto un rendimento negativo.

La retribuzione totale riconosciuta al Group Executive di NAB ha avuto una dinamica del tutto simile a quella dei prezzi e del payout, con picco nel 2010 ed una generale riduzione nel 2011 rispetto al 2009 pari al 2,8%.

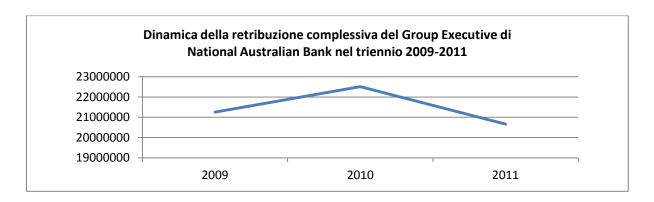


Figura 38. Fonte: elaborazione propria su dati di National Australian Bank.

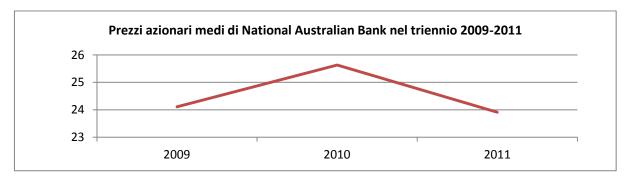


Figura 39. Fonte: elaborazione propria su dati di National Australian Bank.

Infine, per quanto riguarda la dinamica di mercato della Commonwealth Bank of Australia è stato osservato un trend senz'altro crescente delle quotazioni medie (\$35,36, \$48,10 e \$51,41), dell'EPS (\$3,29, \$3,68 e \$4,11), del dividendo unitario (\$2,40, \$2,90, \$3,20) e, conseguentemente, del *dividend payout* che ha visto incrementare la partecipazione degli azionisti agli utili passando dal 73,10% del 2009 al 78,80% e 77,85% degli anni a seguire. Nell'ottobre 2011 veniva stimato che un investimento dell'orizzonte temporale di dieci anni aveva generato sino a quell'esercizio un TSR del 205%.

Se le quotazioni azionarie medie sono lievitate del 31,21% nel 2011 rispetto al 2009, la remunerazione complessivamente assegnata al Group Executive di CBA si è innalzata del 33,%, mostrando perciò una dinamica in linea con i prezzi e che trova una parziale corrispondenza della crescita del *payout*.

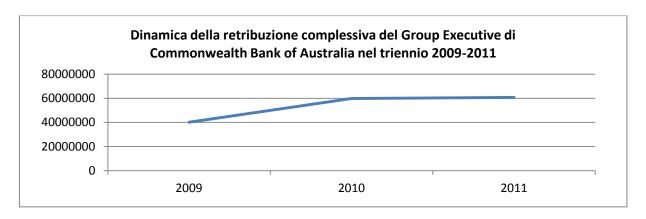


Figura 40.Fonte: elaborazione propria su dati Commonwealth Bank of Australia.

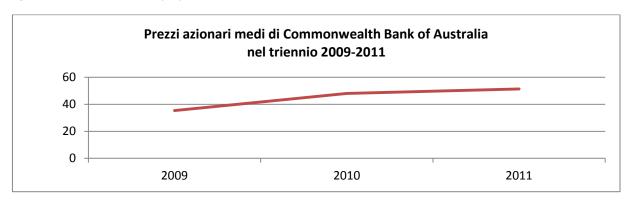


Figura 41. Fonte: elaborazione propria su dati Commonwealth Bank of Australia.

### 4. Il trend dei corsi azionari e il payout ratio nelle banche asiatiche

Si espongono, in ultimo, i casi delle quattro banche selezionate per il continente asiatico: l'Industrial Construction Bank of China, l'Agricultural Bank of China, il Mitsubishi Financial UFJ Group e il Mizuho Financial Group.

Cominciando da ICBC è stato riscontrato un andamento crescente del profitto e quindi degli EPS (HG\$1,95, HG\$ 2,25 e HG\$ 2,13), a fronte di una drastica contrazione dei dividendi azionari unitari, passati dal HG\$ 0,85 e HG\$ 0,37 e per poi diventre nulli nel 2011. Conseguentemente il *dividend payout* ha assunto i seguenti valori: 43,6% e 16,4% nei primi due anni e zero nel 2011. D'altra parte i prezzi medi<sup>388</sup> hanno mantenuto un livello piuttosto stabile con picco nel 2010: HG\$ 5,03, HG\$ 6,14 e HG\$ 5,11.

La remunerazione totale corrisposta agli executive directors di ICBC è andata riducendosi, mostrando un andamento opposto a quello dei prezzi azionari medi calcolati. Infatti, nel 2010 si è registrato il maggior incremento percentuale delle quotazioni medie (+18,07%) rispetto all'esercizio precedente, mentre proprio in quell'esercizio i compensi hanno subito il più ampio abbassamento nell'arco del triennio: -33,98% rispetto al 2009. Tuttavia, la riduzione

-

<sup>&</sup>lt;sup>388</sup> I prezzi medi sono stati calcolati secondo le quotazioni rilevate sull'*equity market* di Hong Kong.

della retribuzione dei massimi dirigenti appare più coerente con la riduzione della remunerazione attribuita agli *shareholders*.

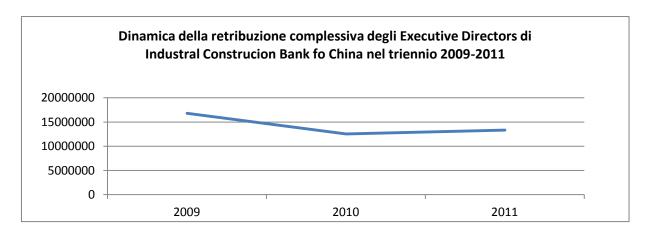


Figura 42. Fonte: elaborazione propria su dati ICBC.



Figura 43. Fonte: elaborazione propria su dati ICBC.

L'Agricultural Bank of China si è quotata per la prima volta sul mercato finanziario di Hong Kong nell'agosto del 2010. Dunque, relativamente al periodo compreso tra il 15/08/2010 e il 31/12/2010 è stato rilevato un prezzo medio dei titoli negoziati pari a HG\$ 3,95, incrementatosi del 65,53% nell'anno successivo, quando i titoli "ABC" venivano negoziati mediamente per HG\$ 11,36. Nel 2010 è stato pagato un dividendo unitario di RMB 0,054; 0,1315 nel 2011. Gli *earning per share* sono andati diminuendo (RMB 0,38, RMB 0,33, RMB 0,25), ma i dividendi pagati (RMB 0; RMB 0,054; RMB 0,132) hanno originato un incremento nel *payout* percentuale passato dal 16,36% del 2010 al 21,60% del 2011.

Non è stata rinvenuta una correlazione tra retribuzione totale dei top executive manager nel 2011 rispetto al 2009 (-41,66%) e l'andamento delle quotazioni e del payout: la prima in forte riduzione, le seconde in evidente ascesa.

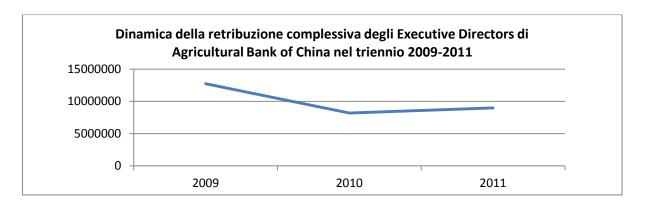


Figura 44. Fonte: elaborazione propria su dati di Agricultural Bank of China.

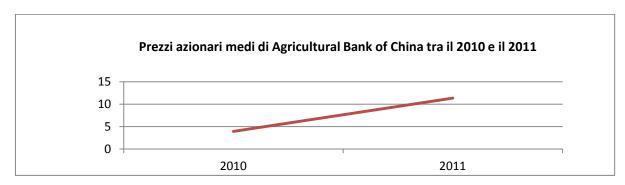


Figura 45. Fonte: elaborazione propria su dati di Agricultural Bank of China.

Il primo gruppo finanziario giapponese per total assets, il Mitsubishi Financial Group UFJ si è contraddistinto per utili per azione in crescita (¥ 29,57, ¥ 39,95 e ¥ 48,58) e per un dividendo unitario stabile a 12 yen, così che il *dividend payout* è andato abbassandosi gradualmente (41%, 30%, 25%). I prezzi medi dei titoli della banca nipponica hanno subito un calo importante (-84,30% nel 2011 rispetto al 2009), passando da ¥ 775 nel 2009 a ¥ 568 e ¥ 421 nel 2010 e 2011.

Gli emolumenti complessivamente riconosciuti agli executive hanno avuto un trend decrescente tra il 2009 e il 2010, successivamente in crescita tra 2010 e 2011, non coerente né con la performance di mercato, né con l'evoluzione dei payout attribuiti agli azionisti.

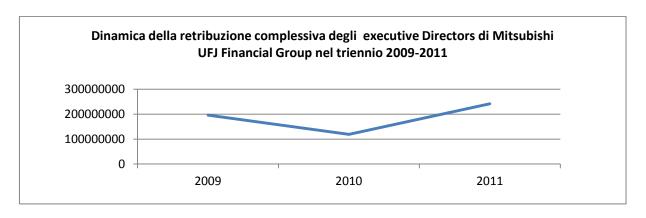


Figura 46.Fonte: elaborazione propria su dati Mitsubishi UFJ Financial Group.

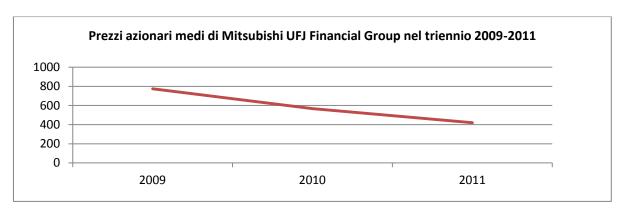


Figura 47. Figura 48. Fonte: elaborazione propria su dati Mitsubishi UFJ Financial Group.

Infine, questa trattazione sull'analisi dell'andamento di mercato e la correlazione tra remunerazione di azionisti e top dirigenti, si conclude con il caso del Mizuho Financial Group. Nonostante il secondo gruppo giapponese per totale dell'attivo si sia caratterizzato *earnings* unitari in costante aumento (¥16,29, ¥ 20,48 e ¥10,34), non è avvenuto lo stesso per la dinamica dei *dividend payout* (49,10%, 29,30% e 29%): più il gruppo guadagnava e meno veniva distribuito come dividendo (¥ 8 nel 2009, ¥ 6 nel 2010 e ¥ 3 nel 2011). Anche i prezzi medi rilevati hanno sperimentato una riduzione importante del 48,20% nel 2011(\$ 3,35) rispetto al 2009 (\$ 4,97) e al meno 42,06% nel 2010 (\$ 3,50) sempre nel confronto con il 2009. Coerente con l'andamento dei prezzi è stata l'evoluzione dei compensi elargiti ai top *directors*, ridottisi del 61,97% nel 2011, rispetto a quanto fu pagato due anni prima, e del 31,93% 2010.

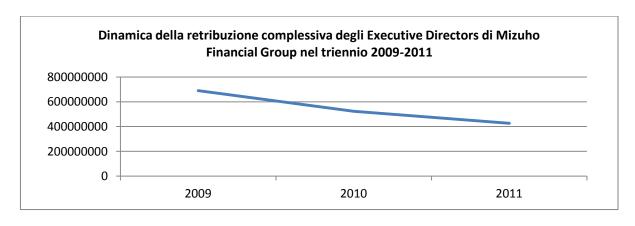


Figura 49. Fonte: elaborazione propria su dati Mizuho Financial Group.

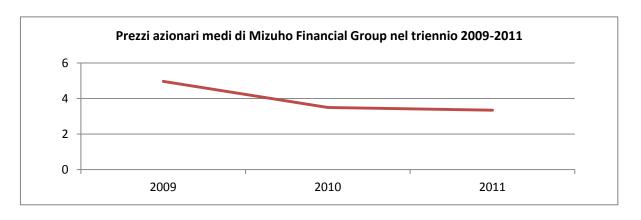


Figura 50. Fonte: elaborazione propria su dati Mizuho Financial Group.

# 5. Considerazioni finali sull'analisi comparativa tra le quotazioni di mercato e le remunerazioni di azionisti e top manager bancari

Tramite l'analisi condotta in quest'ultimo capitolo si è cercato di rinvenire l'esistenza di una correlazione tra l'andamento sul mercato azionario, riassunto nella dinamica dei prezzi dei titoli azionari, e l'evoluzione dell'ammontare totale dei pacchetti retributivi corrisposti agli executive, considerando anche l'entità dei guadagni ricevuti dagli azionisti nell'arco del triennio considerato.

I risultati empirici hanno mostrato che, su ventitré gruppi bancari, quattordici non hanno evidenziato un collegamento tra la variazione dei prezzi e l'ammontare degli emolumenti elargiti: mentre i prezzi sono diminuiti, i compensi sono stati incrementati e viceversa; tra tali quattordici banche sono compresi anche i gruppi che hanno mostrato una debole correlazione, ossia solo per due anni consecutivi, ma non anche per il terzo. Le banche che si sono caratterizzate per tale evidenza sono: Deutsche Bank (correlazione debole), BNP Paribas (correlazione debole); Crédit Agricole, Banco Santander, Unicredit, Intesa Sanpaolo, HSBC, Barclays, Goldman Sachs, Royal Bank of Canada, Toronto Dominion Bank, Mitsubishi UFJ, Industrial Construction Bank of China ("ICBC") e Agricultural Bank of China. Le nove banche che, al contrario, si sono contraddistinte per una dinamica delle remunerazioni in linea con quella delle relative quotazioni azionarie sono: ING Group, BBVA, UBS, Credit Suisse, Nordea, JP Morgan Chase & Co, National Australian Bank, Commonwealth Bank of Australia e Mizuho Financial Group.

Tutte le banche hanno dichiarato nei loro report annuali l'agganciamento delle remunerazioni differite a lungo termine all'andamento delle quotazioni azionarie. In linea teorica gli strumenti azionari e simili ricevuti dai top manager dovrebbero riflettere l'andamento dei prezzi o quanto meno la dinamica del TSR. Tuttavia, i risultati empirici sono tendenzialmente opposti rispetto a quanto dichiarato nei Report. La corrispondenza con il TSR, poi, è stata

trovata per un numero ancor più ristretto di gruppi bancari: tra gli istituti finanziari che presentano prezzi di mercato e compensi manageriali disallineati, solo tre (HSBC, Banco Santander e Royal Bank of Canada) hanno riportato una dinamica retributiva coerente con l'evoluzione del TSR.

Relativamente alla correlazione tra retribuzioni variabili ed EPS, l'evidenza ha mostrato che 11 banche su 23 mostrano una correlazione debole o positiva. Tra queste vi sono: BNP Paribas, Crédit Agricole, ING Group, BBVA, UBS, Nordea (correlazione debole), Intesa Sanpaolo (correlazione debole), HSBC, JP Morgan Chase & Co, Goldman Sachs, Royal Bank of Canada, National Australian Bank, Mitsubishi UFJ e Agricultural Bank of China.

Il secondo fenomeno empirico osservato, ossia quello relativo alla corrispondenza tra remunerazioni immediatamente percepite degli azionisti, riassunte nel *dividend payout ratio*<sup>389</sup>, e compensi manageriali ha rivelato che dodici banche su ventitre hanno manifestato una correlazione positiva, che ha visto le due "remunerazioni" variare all'unisono. Tra queste vi sono: Banco Santander, UBS, Credit Suisse, Unicredit, HSBC, Barclays, JP Morgan Chase & Co, Royal Bank of Canada, National Australian Bank, Commonwealth Bank of Australia, ICBC e Mizuho Financial Group.

Le undici banche che invece non hanno riportato una simile analogia sono state: Deutsche Bank, BNP Paribas, Crédit Agricole, ING Group, BBVA, Nordea, Intesa Sanpaolo, Goldman Sachs, Toronto Dominion Bank, Mitsubishi UFJ Financial Group e Agricultural Bank of China.

Si tratta di un'evidenza piuttosto mista, che vede il gruppo delle banche selezionate nel campione quasi spaccato a metà.

A conferma di quanto è stato anticipato nell'introduzione del presente capitolo è stato verificato un altro dato piuttosto frequente, secondo il quale quando gli utili per azione aumentano, il dividendo tende a contrarsi o a non innalzarsi ulteriormente, segnalando la volontà dei manager di reinvestire una quota maggiore dei proventi di fine esercizio nella gestione del periodo successivo. Questo è accaduto per: ING Group, Intesa San Paolo, Goldman Sachs, Toronto Dominion Bank, ICBC e Mitsubishi UFJ. Al contrario, il calo degli earnings ha indotto spesso a lasciare invariato o ad incrementare il dividendo al fine di aumentare l'appetibilità del titolo. Questo è stato il caso di BNP Paribas, Banco Santander, BBVA, Nordea, Barclays e Agricultural Bank of China. Tale evidenza spiega perché per ben dieci gruppi bancari su ventitré la variazione della retribuzione degli executive non è stata

-

<sup>&</sup>lt;sup>389</sup> Si ricorda che il *dividend payout ratio* è stato calcolato come rapporto tra i "basic earnings per share" e il "dividend per share".

accompagnata da un'analoga variazione della partecipazione<sup>390</sup> degli azionisti al reddito aziendale.

-

<sup>&</sup>lt;sup>390</sup> Tale partecipazione, si ripete, non tiene conto dei capital gains, ma solamente del *dividend payout*, cioè del rendimento espresso dal solo dividendo.

## Conclusioni

Le osservazioni e l'evidenza empirica raccolta in questo elaborato non sarebbero state certamente possibili se la *governance remunerativa* internazionale non fosse stata scossa profondamente dal nuovo set di regole emanate dal Financial Stability Board nel 2009. Tali regole si sono tradotte in una serie disposizioni contenute nelle raccomandazioni e nelle direttive europee (CDR III, Basilea II e Basilea III), nelle disposizioni di legge statunitensi (Dodd Frank Act) e nelle regole più incisive emanate dalle autorità di vigilanza mondiali (la BCE e le altre banche centrali europee, la Federal Reserve, la Japan Financial Service Autority, la FSA britannica, l'APRA ecc.), che hanno avuto il merito principale di arricchire il quadro delle *disclosure* fornite dalle banche internazionali, favorendo così la comparabilità delle relative prassi remunerative e il loro collegamento con la performance aziendale.

Si è notato come la profonda revisione del quadro regolamentare mondiale sia scaturito dalla diffusa consapevolezza che il processo di deregolamentazione dell'industria finanziaria statunitense, il controllo delle banche (soprattutto cinesi) da parte delle autorità statali, il problema dei costi d'agenzia e del *free riding* nel monitoraggio del lavoro manageriale hanno acuito sempre più la questione della scarsa correlazione tra le retribuzioni e i risultati economico-finanziari societari.

Le conclusioni alle quali si è giunti a seguito dell'evidenza empirica riscontrata permettono di affermare che tra il 2009 e il 2011 non sia esistita un'evidenza empirica forte a livello internazionale relativamente ai due fenomeni indagati. Dunque, benché il mutato set delle regole globali abbia spinto nel senso di una maggiore correlazione "pay-performance", si ritiene che si necessario aspettare ancora alcuni anni prima di vedere tale collegamento realizzato a livello globale.

Inoltre, occorre riflettere sul fatto che l'inesistenza di una simile evidenza empirica è innanzitutto attribuibile al fatto che i manager più potenti possono ancora influenzare concretamente l'ammontare dei propri pacchetti retributivi. È stato verificato come le commissioni interne per la remunerazione si trovino a varare piani retributivi sistematicamente sottoposti all'approvazione del Board of Directors e, quindi, di coloro che ricevono gli emolumenti stessi. Per di più, il voto "say on pay", richiesto agli azionisti per riceverne il consenso sui compensi indirizzati ai top manager, ha natura solo consultiva. Per nessuna delle 23 banche osservate nel campione il parere espresso tramite tale voto ha efficacia vincolante.

Per tanto si auspica che nel futuro il peso dei dirigenti nella autodeterminazione dei propri stipendi si affievolisca e che soprattutto il voto degli azionisti a riguardo porti a modifiche da accettare obbligatoriamente.

Dall'analisi condotta sull'articolazione delle strutture retributive è emersa una tendenza in atto verso la rimozione di quegli strumenti e meccanismi di ricompensa meramente orientati alla massimizzazione dei risultati di breve termine ("shorterminism"). Si stanno diffondendo prassi più virtuose volte a migliorare la correlazione pay performance (come i benefit e i bonus differiti), sebbene ancora si privilegino largamente metodologie retributive intaccano la capital base (come le stock option, bandite solo da gruppo Intesa Sanpaolo). Molto più incoraggianti sono i dati rinvenuti a proposito delle scelte retributive che evitano l'assunzione di rischi eccessivi (come i differimenti dei compensi azionari per lunghi periodi; l'agganciamento a parametri non tradizionali che colgono il rischio di liquidità come il Cash Horizon, il rischio di credito come il RoRWA); oppure indicano in quale direzione si stia modificando il patrimonio di vigilanza (Core Tier 1). Per pochi gruppi tramontano anche i famosi "rewards for failure": per esempio, si ricorda che BNP Paribas, UBS e Unicredit bandiscono i golden parachute, mentre molti altri si limitano a circosrcivere i casi in cui questi possono essere assegnati non solo i golden parachute, ma anche le cospicue indennità di licenziamento ("severance payment").

Inoltre, il trend generale ha visto una complessiva contrazione della remunerazione variabile a breve termine (bonus), a favore di forme di incentivazione a lungo termine. Per esempio si è visto che in Germania, alla Deutsche Bank ci sono solo incentivi variabili di lungo periodo, e uno spostamento netto verso questa forma retributiva è stato riscontrato anche per le banche nel mondo anglosassone (le britanniche, le australiane e le statunitensi). Sono proliferati anche i meccansimi (clausole di "clawback", "sistemi malus" e "recovery provision"), attraverso i quali sono cancellati o vengono ritirati i compensi, quando si realizzano perdite.

Tuttavia è stata rinvenuta una mancanza di uniformità nel trend dei mix retributivi osservati. Il campione degli istituti selezionati sembra essere spaccato in due gruppi, l'uno con andamenti dei compensi in crescita, l'altro che persegue una costante riduzione dei pacchetti retributivi dei propri dirigenti. I tratti comuni osservati riecheggiano le disposizioni normative dettate dal FSB, per cui si ritiene che senza di esse probabilmente non ci sarebbe stato l'importante spostamento, riscontrato invece quasi ovunque, verso le politiche di incentivazione differita a lungo termine.

Come evidenziato da Buck , Liu e Skovoroda nel 2008<sup>391</sup> per il mercato cinese, anche il presente lavoro giunge alla conclusione che in realtà si può parlare più di un'influenza di senso reciproco tra i compensi e i risultati, che di un'influenza in senso unidirezionale. Taluni motivi di ordine culturale, legati alle dimensioni societarie e alle caratteristiche dell'azionariato, nonché all'ampiezza del mercato di riferimento e agli utili maturati a fine

-

<sup>&</sup>lt;sup>391</sup> Trevor Buck, Xiaohui Liu, Rodion Skovaroda, Top executive pay and firm performance In China, Journal of International Business Studies, 1-18, 2008.

anno influenzano il volume delle remunerazioni riconosciute; ma è vero anche il contrario. Infatti, le banche che si sono dimostrate più capaci di ridurre il costo del personale, tra cui i milionari stipendi pagati agli *executive*, hanno mostrato un miglioramento dei propri risultati operativi e, di conseguenza, una maggiore attitudine alla creazione di valore economico.

A conclusione del lavoro svolto, vale la pena indugiare anche un altro importante risultato ottenuto: diciotto banche su ventitré hanno generato una perdita economica per almeno uno dei tre esercizi analizzati (sovente nel 2011); nessuna delle cinque banche che si sono contraddistinte per un valore economico positivo per l'intero triennio ha origine europea o americana. Ciò a testimonianza di una costante incapacità da parte dei manager bancari di generare un rendimento effettivo del capitale di rischio superiore al costo di approvvigionamento dello stesso. Occorre osservare tale costo, stimato mediante il Capital Asset Pricing Model ha permesso di incorporare nell'analisi soprattutto gli effetti della crisi del debito sovrano europeo che si è riverberata in un incremento del tasso "free risk" e del premio di mercato, non solo dei paesi europei, ma a livello più generale. L'incremento sistematico del costo di mercato dell'equity è stato smorzato solo in alcuni casi da beta "più difensivi" che caratterizzano alcune società bancarie, come quelle australiane e canadesi, mentre vale la pena constatare come le banche giapponesi (Mitsubishi UFJ Financial Group e Mizuho Financial Group) pure a fronte di beta e tassi privi di rischio sui bond governativi estremamente ridotti abbiano distrutto valore economico per svariati miliardi di yen. Quest'ultima evidenza mostra l'effettiva inabilità dei manager a produrre tassi di ritorno finanziari positivi nonostante non fossero stati penalizzati da un elevato costo dell'equity. lo stesso discorso è valso anche per l'inglese Barclays.

I gruppi bancari che hanno mostrato la capacità di generare un Vac positivo per tutto il triennio (canadesi, australiani e la cinese Agricultural Bank of China) hanno tutti evidenziato l'abilità dei propri manager di attuare delle efficaci politiche di *repricing* del portafoglio dei propri crediti, per non perdere importanti margini di redditività sullo *spread* intaccato dalle politiche monetarie perseguite dalle banche centrali. A fronte delle ottime performance, tali banche hanno comunicato la decisione di elevare i pagamenti dei bonus prestazionali nei confronti dei loro manager più capaci. Come appare evidente, i risultati ottenuti relativamente alle performance economico-finanziarie hanno risentito di due eventi cruciali: la crisi del debito sovrano e le manovre di politica monetaria delle banche centrali. Si tratta di eventi esogeni non direttamente controllabili da parte dei manager bancari, ma rispetto ai quali sono state messe a dura prova le rispettive capacità gestionali.

In particolar modo, si vogliono qui richiamare alcuni fenomeni sistematicamente riscontrati nei bilanci analizzati: a) le pesanti svalutazioni dell'avviamento delle holding e dei marchi di società controllate operanti nei mercati affetti dalla crisi del debito pubblico e caratterizzati da recessione e taglio del rating (tra cui anche gli Stati Uniti); b) la drastica riduzione dei

finanziamenti denominati in valuta estera (soprattutto l'euro) a causa della contrazione di numerose attività industriali nelle aree colpite dalla "crisi europea" inasprita dalle politiche di austerità dei governi locali; c) il peggioramento della solvibilità di alcuni grandi clienti corporate; d) le gravi svalutazioni dei titoli del debito pubblico greco (come accaduto a Intesa Sanpaolo e Crédit Agricole); e) l'estrema volatilità e incertezza che ha pervaso i mercati e ha fatto registrare un cambiamento nell'attitudine al rischio anche dei clienti dotati dei più ingenti patrimoni (clienti private), i quali hanno spostato i loro investimenti su attività meno rischiose, ma anche meno redditizie per le banche stesse e per il livello delle commissioni percepite.

Infine, l'analisi ha fatto emergere che una corrispondenza ancora debole è stata trovata tra la dinamica delle remunerazioni fisse e variabili e alcuni altri indicatori gestionali di redditività ed efficienza tipici della prassi bancaria. Simili risultati sono stati rinvenuto rispetto alla correlazione con la remunerazione degli azionisti, captata dal dividend payout ratio e dal TSR. Migliore è stata la corrispondenza degli stipendi complessivi rispetto all'andamento delle quotazioni di mercato, verificata per 14 banche.

A conclusione del lavoro svolto si può affermare senza dubbio che il mercato del lavoro manageriale costituisce una lente di ingrandimento sul funzionamento dei mercati finanziari globali.

Le gravi perdite registrate da numerosi gruppi a fronte di retribuzioni spesso in aumento fanno riflettere sulla necessità di continuare a riformare la *governance* remunerativa, che non può essere lasciata all'arbitrarietà delle decisioni interne, ma impone un rafforzamento della regolamentazione esterna per l'omogeneizzazione delle prassi retributive e per evitare che pratiche eccessivamente disparate attivino flussi migratori di dirigenti verso "paradisi retributivi" che promettono buste paga multimilionarie senza chiedere in cambio comportamenti prudenti ed un efficiente orientamento ai risultati.

Inoltre, si ritiene fondamentale avviare un processo di uniformazione delle prassi di rendicontazione contabile, che le holding operanti a livello multinazionale riescono a riconciliare con fatica, al fine di stabilire degli indicatori di performance che non siano solo nominalmente uguali, ma si basino su voci di bilancio effettivamente analoghe. Ciò appare essenziale per uniformare il processo di valutazione delle decisioni strategiche e operative dei manager, senza favorire determinate aree geografiche.

Infine, si suggerisce lo sviluppo di parametri di performance di natura prospettica, mentre la maggior parte di quelli adoperati oggi hanno un valore retrospettivo, poiché basati su dati storici. Dal momento che non si può agire sui deludenti risultati del passato, si ritiene opportuno strutturare dei meccanismi di incentivazione e delle metodologie di monitoraggio delle prestazioni che rendano più certo il miglioramento della performance futura.

## Bibliografia

Aggarwal Reena, Williamson Rohan, "Did New Regulations Target the Relevant Corporate Governance Attributes?", SSRN-id 891411 Working Paper, October 2012

Ammann Manuel, Oesch David and Schmid Markus, "Corporate Governance and Firm Value: International Evidence", Swiss Institute of Banking and Finance, University of St. Gallen, 2009

APRA, Discussion Paper: "Remuneration: Proposed Extensions to Governance Requirements for APRA-regulated Institutions", May 2009

Australian Government Productivity Commission, "Regulation of Director and Executive Remuneration in Australia", Issues Paper (April 2009),

Australian Shareholders" Association (ASA), ASA Policy Statement: Executive Remuneration, 23 March 2009

Ayadi Rym, Arbak Emrah, De Groen Willem Pieter, "Regulation of European banks and business models: towards a new paradigm?", Centre for European Policies Studies (CEPS), April 2012

Banca d'Italia, Bollettino di Vigilanza n. 3, marzo 2013, disponibile su www.bancaditalia.it.

Banca d'Italia, Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche, Comunicato Stampa, Roma, 4 Marzo 2008, disponibile su www.bancaditalia.it.

Bhagat S., Bolton B., Romano R., "The Promise and Peril of Corporate Governance Indices", ECGI Law Working Paper No. 89/2007, Yale Law & Economics Research Paper No. 367, 2007.

Bartlett, "Global Crisis, Failure of Extreme Capitalism:Australian PM", Agence France Presse, 15 October 2008

Bebchuk Lucian A., Cohen Alma, Spamann Holger, "The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008", Finance Working Paper, SSRN-id1513522, No. 287/2010 ECGI, June 2010

Biancone Paolo P., "La gestione del business in Cina, Contabilità e bilancio d'impresa: gli standard in Cina", 24 Novembre 2011, Torino, disponibile su: http://images.to.camcom.it/f/Estero/

Brigham Eugene F., Houston Joel F., Fundamentals of Financial Management, Abridged Costum Edition, South Western CENGAGE Learning, 12th Edition.

Brown L.D, Caylor M.L., "Corporate Governance and Firm Operating Performance", Review of Quantitative Finanance and Accounting, 32:129–144, 2009

Brunello Giorgio, Graziano Claudia, Parigi Bruno, "Executive compensation and firm performance in Italy", Feem.it-Pubblications, 1996.

Bruno Valentina, Claessens Stijn, "Corporate Governance and Regulation: Can There be Too Much of a Good Thing?", ECGI Finance Working Paper No. 142/2007 and World Bank Policy Research SSRN-id956329 Working Paper, 2007

Buck Trevor, Liu Xiaohui, Skovaroda Rodion, "Top executive pay and firm performance In China, Journal of International Business Studies", 1-18, 2008

Burghof Hans P., Hoffmann Christian, "Executives' compensation of European Banks - Disclosure, Sensitivity and their impact on Bank performance", University of Munich, June 2001.

Campbell John Y. and Shiller Robert J., "Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook: An Update", COWLES FOUNDATION DISCUSSION PAPER NO. 1295, Yale University, March 2001

Caramiello Carlo, Di Lazzaro Fabrizio, Fiori Giovanni, "Indici di bilancio, Strumenti per l'analisi della gestione aziendale", Giuffrè Editore, 2003

Castellani Gilberto, De Felice Massimo, Moriconi Franco, "Manuale di Finanza II", Il Mulino, 2005

CCGG, Executive compensation principles, January 2013, disponibile su: www.ccgg.ca

Chapple and Christensen, "The Non-Binding Vote on Executive Pay: A Review of the CLERP 9 Reform" (2005) 18 Aust. J. Corp. L. 263

Cheng Ing-Haw, Hong Harrison, Scheinkman Jose A., "Yesterday's Heroes: Compensation and Creative Risk-taking", ECG Finance Working Paper, No 285/2010, 2010

Chen Carl R., Steiner Thomas, Whyte Ann Marie, "Does stock option-based executive compensation induce risk taking? An analysis of the banking industry", Journal of Banking and Finance 30, 915-945, 2006

Chhaochharia Vidhi, Laeven Luc, "Corporate Governance, Norms and Practices", ECGI Finance Working Paper No.165/2007.

China Banking Regulatory Commission, "Supervisory Guidelines on Compensation Practices of Commercial Banks", 2010 (14), disponibile su: www.cbrc.gov.cn

Coffee, "What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990s", 89 Cornell L. Rev. 269, 2004

Commission Reccomendation 2004/913/EC, "Executive Remuneration: Guidelines for Listed Company Boards", Official Journal of the European Union AICD, 2009.

Commission of the European Communites, COMMISSION RECOMMENDATION complementing Recommendations 2004/913/EC and 2005/162/EC as regards the regime for the remuneration of directors of listed companies, EN.

Conyon Martin, He Lerong, "Executive compensation in China", SSRN-id 2071001 Working Paper, April 2012

Curran Mike, Gundy Peter, "Banking industry pay regulation: has change really happened?", BNA's Banking Report, Bloomberg BNA, 2012

Cutillo Guido, Franco Fontana, "Manuale di executive compensation e corporate governance", Franco Angeli, 2012

De Young Robert, Peng Emma Y., Yan Meng, "Executive compensation and business policy choices at U.S. commercial banks", The Federal Reserve Bank of Kansas City, Research Working Paper 10-02, January 2010

Deloitte, "The Federal Reserve's Guidance to banking organization on sound incentive compensation arrangements", November 2009, disponibile su: www.deloitte.com

Di Lazzaro Fabrizio, "La performance del valore", G. Giappichelli Editore, 2003.

Direttiva 2010/76/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 24 novembre del 2010 (CDR III), Official Journal of the European Union, 2010

Doucouliagos Hristos, Askary Saeed, Haman Janto, "Directors remuneration and performance in Australian banking, Corporate Governance: An International Review", Vol.15, No.6, pagg.1363-1383, 2007

Duffhues Peter, Kabir Rezaul, "Is the pay-performance relationship always positive? Evidence from the Netherlands", Journal of Multinational Financial Management, Vol.18, No.1., 2008.

EC Recommendation fostering an appropriate regime for the remuneration of directors of listed companies (2004/913/EC)

EC Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board (2005/162/EC).

European Banking Federation, "Remuneration policies after the crisis", Aprile 1, 2010, disponibile su: www.ebf-fbe.eu

European Commission, "The Treatment of Impaired Assets in the Community Banking Sector", O.J. (C 72) 1, 6–7, 2009

Fahlenbrach Rüdiger, Stulz René M., "Bank CEO Incentives and credit crisis, Fisher College of Business", SSRN Working Paper 2009-03-013, August 2010.

Federal register, Vol 76, n°72, 14, April 2011 disponibile su: www.gpo.gov

Feldman Robert E., "Incorporating Employee Compensation Criteria Into The Risk Assessment System. Advance notice of proposed rulemaking" (ANPR), FDIC, 12 CFR Part 327, January 2010

Fernandes Nuno G.G. (2005), "Board Compensation and Firm Performance: The Role of "Independent" Board Members, ECGI Finance Working Paper No. 104/2005, 2005

Ferrarini Guido e Ungureanu Maria Cristina, "Economics, Politics, and the International Principles for Sound Compensation Practices: an analysis of executive pay at European banks", Vanderbilt Law Review, Vol. 62, No. 2, p. 439-441, ECGI - Law Working Paper No. 169/2010, March 2011

Ferrarini Guido, Moloney Niamh, Ungureanu Maria Cristina, "Understanding directors' pay in Europe: a comparative and empirical analysis", ECGI Law Working Paper N°126/2009, August 2009

Financial Service Authority, Newsletter No. 84 2010. Financial Services Agency (Japan). 9 June 2010. Date of Access: 27 March 2011, disponibile su: www.fsa.go.jp

Financial Service Authority, Consultation Paper 09/10 (CP09/10), "Reforming Remuneration Practices in Financial Services", March 2009.

Financial Services Authority (FSA), "The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis", March 2009

Finanacial Stability Board Charter, disponibile su: www.financialstabilityboard.org

Financial Stability Forum, "FSF Principles for Sound Compensation Practices", 2 April 2009, disponibile su: www.financialstabilityboard.org.

Financial Stability Forum, "FSF Principles for Sound Compensation Practices", 2 April 2009

Financial Times Chinese, "Basic Rules Helped China Sidestep Bank Crisis", June 30<sup>th</sup>, 2009

Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz [FMStErgG] [Supplementary Financial Market Stabilization Act], Apr. 7, 2009, BCBL. I at 725 (Ger.).

Fraser Ian and Earle James E., "Global Update on regulation of Compensation for Financial services Companies", Benefits Law Journal, Vol. 24 n°3, Autumn 2011

G20 Working Group 1, "Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency: Final Report", March 2009, disponibile su: www.g20.org

Gabrielli Gabriele, People Management, Teorie e pratiche per una gestione sostenibile delle persone, Franco Angeli, 2010

Gregg Paul, Jewell Sarah, Tonks Ian, "Executive pay and performance in the UK", AXA Working paper Series No. 5, November 2010.

Haid Alfred, Yurtoglu B. Burcin, "Ownership structure and executive compensation in Germany", SSRN-id948926 Working paper, 2006.

Heimes Moritz, Seemann Steffen, "Which pay for what performance? Evidence from executive compensation In Germany and the United States", SSRN Working Paper, November 2012

Hill Jennifer, "New trends in the regulation of executive remuneration", University of Sydney, Vanderbilt University and ECGI, SSRN Working Paper-id 1549429, March 2010

Hubbard R. Glenn, Palia Darius, "Executive pay and performance. Evidence from the U.S. banking industry", Journal of Financial Economics 39 (1995), pagg.105-130

HM Treasury, Press Notice, "Walker Review Proposes Fundamental Changes to Strengthen Bank Governance", 16 July 2009 disponibile su: www.hmtreasury.gov.uk

IMA, "Consultation Paper: Guidelines on remuneration policies and practices", (MIFID), Decembre 7, 2012, disponibile su: www.esma.europa.eu

Kaplan Steven N., "Top executive rewards and firm performance: a comparison of Japan and the U.S.", NBER, Working Paper No. 4065, May 1992

Kato Takao, Ling Cheryl, "Executive compensation, Firm Performance and Corporate Governance in China: Evidence from firms listed in the Shanghai and Shenzhen stock exchanges", IZA Discussion Papers, No. 1767, September 2005

Kato Takao, Kubo Katsuyuki, "CEO compensation and firm performance in Japan: evidence from new panel data on individual CEO pay", Scholar-Google.it, 2003.

Jensen Michael C. e Meckling William H., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, October, 1976, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360

John Kose, Quian Yiming, "Incentive Features in CEO compensation in the banking industry", FRBNY Economic Policy Review, April 2003, pagg.109-121

Loechel Horst, Packham Natalie, Xiang Li Helena, "International Banking Regulation and Supervision after the Crisis. Implications for China", EU-CHINA BMT WORKING PAPER SERIES No. 013, CEIBS, December 2010,

Lublin, Scannell, "They Say Jump: SEC Plans Tougher Pay Rules", Wall Street Journal, 11 January 2006

Merhan Hamid, Rosenberg Joshua, "The effect of employee stock options in Bank investment choice, Borrowing and capital", Federal reserve Bank of New York Staff Report no. 105, October 2007

Merhebi Rachel, Pattenden Herry, Swan Peter L., Zhou Xianming, "Australian chief executive officer remuneration: Pay and performance", Accounting and Finance, Vol. 43, pagg.481-497.

Minnick Kristina, Unal Haluck, Yang Liu, "Pay for performance? CEO Compensation and acquirers returns in BHCs", SSRN Working Paper 11087721, Anderson School of Mangement, UCLA, 2008.

Murphy Kevin J., "Executive Compensation", Handbook of Labour economics, Vol, 3, April 1998, O.Ashenfelter and D. card eds. Pagg.2485-2563

Nadotti Loris, Porzio Claudio, Previati Daniela, "Economia degli intermediari finanziari", MecGrow-Hill, 2010

Potito Lucio, "Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese", G. Giappichelli, Torino, 2009.

Pricewaterhouse Coopers, "FS Regulatory Brief - EU bankers bonus cap is near final – Asset manager cap for UCITS under consideration", Marzo 2013, disponibile su: www.pwcregulatory.com

Relly Frank K., Brown Keith C., "Analysis of investments & Management of Portfolios", South Western, Cengage Learning, 2012

Ruozi Roberto, "Economia della banca", Egea, 2011

Savarese, "SEC Pursues Unprecedented Sarbanes-Oxley, Clawback", The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 1 August 2009

Scannell, Francis, "Executive-pay Disclosure Takes Spotlight in U.S.", Wall Street Journal Europe, 17 January 2006, 1

SEC, "Proxy Disclosure Enhancement, Final Rule", 17 CFR, disponibile su: www.sec.gov

Schumer Charles E. Senator, Press Release, Schumer, Cantwell Announce "Shareholder Bill of Rights to Impose Greater Accountability on Corporate America", 23 May 2009 (disponibile su: www.schumer.senate.gov

Sheleifer Andrei, Vishny Robert W, "A survey of corporate governance", Journal of Finance, Vol. 52, No 2, 1997, pagg. 737-783.

Suntheim Felix, "Managerial Compensation in the Financial Service Industry", SSRN Working Paper, August 26, 2011.

Thomson Reuters (United States), "Japan to require disclosure of executive pay", 16 February 2010. Date of Access 25 March 2011.

Thematic Review on Compensation. Financial Stability Board (Switzerland), 30 March 2010

"The Recapitalization of Financial Institutions in the Current Financial Crisis: Limitation of Aid to the Minimum Necessary and Safeguards Against Undue Distortions of Competition", 2009 O.J. (C 10) 2, 8–9.

Treasurer, Joint Media Release with Assistant Treasurer and Minister for Competition Policy and Consumer Affairs and Minister for Superannuation and Corporate Law, Productivity Commission and Allan Fels to Examine Executive Remuneration, Review into the Regulation of Director and Executive Remuneration in Australia March 2009,

Zhou Wenqian, Georgakopoulos G., I Sotiropoulosoannis, Vasileiou Konstantinos Z., "The Impact of Executive Payment on Firm Performance of the Financial Enterprises in China", Asian Social Science, Vol. 7, No. 8, August 2011.

## Sitografia

pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ wwww.aph.gov.au ww.apra.gov.au www.bancaditalia.it. www.borsaitaliana.it www.cbrc.gov.cn www.ccgg.ca www.deloitte.com www.esma.europa.eu www.financeyahoo.com www.financialstabilityboard.org www.fsa.go.jp www.g20.org www.gpo.gov www.ilsole24ore.com www.pwcregulatory.com www.sec.gov www.scholargoogle.it www.schumer.senate.gov www.thomsonreuters.com www.tradingeconomics.com

## Bilanci e Relazioni sulla gestione

Agricultural Bank of China, Annual Report, 2009

Agricultural Bank of China, Annual Report, 2010

Agricultural Bank of China, Annual Report, 2011

Agicultural Bank of China Limited, Final Emoluments of Directors, Supervisors and Senior Management, 2011

Agricultural bank of China Limited, Supplement of Notice of the 2010 Annual General Meeting, 2010.

Banco Santander, Report on the director remuneration policy, 2009

Banco Santander, Report on the director remuneration policy, 2010

Banco Santander, Report on the director remuneration policy, 2011

Banco Bilbao Vizcaya Aregentaria, Report on the Remuneration Policy of the BBVA Board of Directors, 2009

Banco Bilbao Vizcaya Aregentaria , Report on the Remuneration Policy of the BBVA Board of Directors, 2010

Banco Bilbao Vizcaya Aregentaria, Report on the Remuneration Policy of the BBVA Board of Directors, 2011.

Banco Bilbao Vizcaya Aregentaria, Annual Report, 2009

Banco Bilbao Vizcaya Aregentaria, Annual Report, 2010

Banco Bilbao Vizcaya Aregentaria, Annual Report, 2011

Barclays, Annual Report, 2009

Barclays, Annual Report, 2010

Barclays, Annual Report, 2011

BNP Paribas Group, Annual Report 2009

BNP Paribas Group, Annual Report 2009

BNP Paribas Group, Annual Report 2010

BNP Paribas Group, Annual Report 2011

Commerzbank, Annual Report, 2011.

Commonwealth Bank of Australi , Annual Report, 2009

Commonwealth Bank of Australia, Annual Report, 2010

Commonwealth Bank of Australia, Annual Report, 2011

Crédit Agricole, Registration document and annual report, 2009

Crédit Agricole, Registration document and annual report, 2010

Crédit Agricole, Registration document and annual report, 2011

Crédit Suisse, Annual report, 2009

Crédit Suisse, Annual report, 2010

Crédit Suisse, Annual report, 2011

Deutsche Bank, Financial report, 2009

Deutsche Bank, Financial report, 2010

Deutsche Bank, Financial report, 2011

Goldman Sachs Group, Notice of Annual meetings of shareholders, 2009

Goldman Sachs Group, Notice of Annual meetings of shareholders, 2010

Goldman Sachs Group, Notice of Annual meetings of shareholders, 2011.

Goldman Sachs, Annual Report, 2009

Goldman Sachs, Annual Report, 2011

Goldman Sachs, Annual Report, 2011

HSBC, Annual Reports and Accounts, 2009

HSBC, Annual Reports and Accounts, 2010

HSBC, Annual Reports and Accounts, 2011

ING Group, Annual Report, 2009

ING Group, Annual Report, 2010

ING Group, Annual Report, 2011

Intesa Sanpaolo, Report on corporate governance and ownership structure, Report on remuneration, 2009

Intesa Sanpaolo, Report on corporate governance and ownership structure, Report on remuneration, 2010

Intesa Sanpaolo, Report on corporate governance and ownership structure, Report on remuneration, 2011

Intesa Sanpaolo, Bilanci, 2009

Intesa Sanpaolo, Bilanci, 2010

Intesa Sanpaolo, Bilanci, 2011

Industrial and Commercial Bank of China, Annual Report, 2009

Industrial and Commercial Bank of China, Annual Report, 2010

Industrial and Commercial Bank of China, Annual Report 2011.

JP Morgan chase & Co, Notice of 2011 Annual Meeting of Shareholders and Proxy Statement, 2009

JP Morgan Chase & Co, Notice of 2011 Annual Meeting of Shareholders and Proxy Statement, 2010

JP Morgan Chase & Co, Notice of 2011 Annual Meeting of Shareholders and Proxy Statement, 2011.

JP Morgan Chase & Co, Annual Report, 2009

JP Morgan Chase & Co, Annual Report, 2010

JP Morgan Chase & Co, Annual Report, 2011

Mitsubishi UFJ Financial Group, Annual Report, 2009

Mitsubishi UFJ Financial Group, Annual Report, 2010

Mitsubishi UFJ Financial Group, Annual Report, 2011

Mizuho Financial Group, Annual Report, 2009

Mizuho Financial Group, Annual Report, 2010

Mizuho Financial Group, Annual Report, 2011

National Australian Bank, Annual Financial Report, 2009

National Australian Bank, Annual Financial Report, 2010

National Australian Bank, Annual Financial Report, 2011

Nordea, Annual Report, 2009

Nordea, Annual Report, 2010

Nordea, Annual Report, 2011

Royal Bank of Canada, Notice of Annual Meeting of Common Shareholders Management Proxy Circular, 2009

Royal Bank of Canada, Notice of Annual Meeting of Common Shareholders Management Proxy Circular, 2010

Royal Bank of Canada, Notice of Annual Meeting of Common Shareholders Management Proxy Circular, 2011

Royal Bank of Canada, Annual Report, 2009

Royal Bank of Canada, Annual Report, 2010

Royal Bank of Canada, Annual Report, 2011

Royal Bank of Scotland, Summary remuneration report, 2011

UBS, Annual Report, 2009

UBS, Annual Report, 2010

UBS, Annual Report, 2011

Unicredit, Relazioni e bilancio consolidato, 2009

Unicredit, Relazioni e bilancio consolidato, 2010

Unicredit, Relazioni e bilancio consolidato, 2011

Unicredit, Group Compensation policy, 2009

Unicredit, Group Compensation policy, 2010

Unicredit, Group Compensation policy, 20011

Toronto Dominion Bank Group, Annual Report, 2009

Toronto Dominion Bank Group, Annual Report, 2010

Toronto Dominion Bank Group, Annual Report, 2011