

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

Prof. Fabrizio Di Lazzaro

CORRELATORE

Prof. Alessandro Musaio

CANDIDATO

Matr.639071

Manuela Detomaso

ANNO ACCADEMICO
2012/2013

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 Jianqing, 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 portato a credere 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, 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 protagonista. La contrazione dei volumi dei finanziamenti concessi alle imprese segnate da un profondo calo degli ordini e la maggiore di volatilità delle relative quotazioni 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 dai 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 continui 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 consapevolezza 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 alle analisi 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, 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 sono stati messi puntualmente in correlazione con la dinamica delle retribuzione totale e con il trend delle due macro categorie in cui questa può essere scomposta: la componente fissa e quella variabile.

Capitolo I: La globalizzazione dei mercati finanziari e l'evoluzione del dibattito internazionale sulla remunerazione dei dirigenti

Il primo capitolo si propone l'obiettivo 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.

Una prima riflessione sulla quale indugia il capitolo è quella relativa al fatto che la globalizzazione dei mercati finanziari permette facilmente il contagio di crisi sistemiche a livello globale nonché una più agevole diffusione di prassi di *corporate governance* non virtuose, spesso accelerate dalla

ramificazione dei grandi gruppi bancari a livello multinazionale. 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 corrisposte in strumenti azionari (come le *stock options*) un utile strumento per risolvere il problema espresso dalla teoria dell’agenzia relativamente 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 generali 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; oppure si può considerare il caso delle pessime pratiche diffuse 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 (ROA, ROIC, l’utile netto, l’EBIT, l’EBITDA e i ricavi; oppure metriche 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 alle quotazioni azionarie) per giudicare la coerenza dei 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 è stato 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 citate 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.

L'indagine è stata condotta su 23 gruppi bancari, scelti tra i primi 50 al mondo per volume totale dell'attivo secondo la classifica riportata a fine 2011 dalla rivista finanziaria "Global Finance". A tale classifica sono stati applicati tre criteri di selezione: il primo riguardante il totale dell'attivo (sono state considerate tutte le banche con un attivo superiore ai settecento miliardi di dollari); il secondo criterio applicato è stato quello dell' "internazionalità", che ha portato a selezionare fino a due banche per stato e ha permesso così comprendere dodici nazioni: Germania, Regno Unito, Francia, Olanda, Spagna, Svizzera, Italia, Stati Uniti D'America, Canada, Australia, Cina e Giappone; infine, il 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. La "*ratio*" 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 ventitré gruppi bancari: Deutsche Bank, BNP Paribas, Crédit Agricole, HSBC, Barclays, ING Group, Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA), UBS, Crédit 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.

Capitolo II: La crisi finanziaria e l'evoluzione delle regolamentazione: la revisione dei principi di compensation e corporate governance

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 della autorità di regolamentazione e vigilanza di numerosissimi Paesi, stimolati dagli interventi del Financial Stability Board e del G20 nel 2009. Dunque, si ripercorre il complesso dei provvedimenti adottati a livello internazionale 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 capitolo porta innanzitutto a riflettere sull'idea che le falle nella regolamentazione della remunerazione degli *executive*, specialmente dei colossi della finanza mondiale, possano aver influenzato e favorito il diffondersi della crisi finanziaria non è nuova, una convinzione già diffusasi dopo la crisi del 1929. Le nazioni facenti parte del G20 hanno ritenuto nel 2009 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. Il lavoro iniziato dai venti privilegiati ministri delle finanze percorre attualmente una strada piuttosto accidentata, a causa della difficile convergenza degli eterogenei ordinamenti legislativi nazionali (la Cina, per esempio, mantiene sempre un certo distacco rispetto all'attivismo mostrato dalle nazioni di cultura anglosassone e occidentale e fatica a star dietro ai parametri di Basilea III) e dell'opposizione di quanti ritengono che la regolamentazione internazionale non dovrebbe sostituirsi alla politica degli incentivi individualmente scelta da ciascuna banca.

Il FSB ha giocato un ruolo fondamentale a partire dal 2009 attraverso l'emanazione dei "Principles for sound compensation practices" approvati dal G20 di Londra del 2009 e degli "Implementation Standards" adottati dal G20 di Pittsburgh nello stesso anno. Nell'implementazione dei Principi e degli 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).

È stata assai significativa l'evoluzione dell'approccio regolamentare adottato dai Paesi dell'Unione Europea: 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 efficacia reale sul settore, poiché sono intervenuti nel delineare la struttura della retribuzione fissa, di quella variabile e i parametri di performance cui far riferimento. Se da un "orientamento al mercato" si è passati ad un "orientamento alle regole", negli anni è comunque rimasto un principio fondamentale, quello del "*one size does not fit all*": ossia la normativa deve essere rispettosa delle differenti realtà aziendali.

Con riferimento alla prima fase normativa, ossia quella successiva allo scandalo Enron, si ricorda che la Commissione europea adottò un approccio basato sull'autoregolamentazione, detto "*market-based approach*" o anche "*comply or explain approach*", basato su Raccomandazioni¹ piuttosto inefficaci ai fini dell'armonizzazione delle legislazioni. Il primo atto dalle conseguenze forse più incisive è stato il "Company Law Action Plan" del 2003.

Come accennato, 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 stessa. Come è accaduto negli Stati Uniti sono stati avviati una serie di programmi di nazionalizzazione da parte dei governi statali, puntualmente assistiti da interventi restrittivi sulla *compensation* degli *executive* delle banche, che così bilanciavano un certo "vantaggio competitivo" che proveniva dagli aiuti ricevuti. Tali restrizioni sono state introdotte attraverso Comunicazioni rivolte al settore che limitavano i bonus e ponevano dei limiti superiori ("*caps*") agli stipendi. Ciò che ha reso questo ancor più incisivi i provvedimenti del 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, invita a prendere decisioni indipendenti riguardo la gestione dei rischi aziendali e le politiche retributive e a fornire su queste un'ampia e completa disclosure nel bilancio annuale. Si ricorda che la BCBS ha poi emanato anche un documento supplementare noto come "Compensation Principles and Standards Assessment Methodology". Sempre la Commissione di Basilea ha diffuso nell'ottobre del 2009 i quattordici "Principles of enhancing corporate governance", la cui enfasi è 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. Su richiesta del FSB, il Comitato di Basilea ha

¹ 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).

arricchito i contenuti del terzo pilastro ("Pillar 3") sulle informazioni supplementari da fornire al mercato

Tuttavia, entrambe le normative emanate dal BCBS e dal FSB costituiscono un set di regole non vincolanti. Dunque, l'Unione Europea ha intrapreso una strada decisiva quando ha emanato una serie di direttive nell'ambito del "Financial Services Action Plan" (FSAP), tra cui si ricorda la terza direttiva sul capitale, "Capital Requirement Directive" (CRD III), che fissa alcune disposizioni più rigide e restrittive relativamente a: 1) le strutture di composizione della componente variabile della remunerazione (anticipata o differita) che deve tassativamente essere costituita da azioni o strumenti assimilabili; 2) l'applicazione delle regole ad un ampio spettro di destinatari esercenti attività finanziaria; 3) la diffusione obbligatoria di disclosure per tutte le imprese cui si rivolge la CDR III. Il piano di regole introdotto si applica tenendo conto delle caratteristiche del business, dalle dimensioni e dal raggio d'azione della società finanziaria in questione; mentre richieste più stringenti sono rivolte soprattutto alle banche con importanza cosiddetta "sistemica". Per preservare la stabilità del "capitale di base" la CDR III la possibilità di imporre l'adozione di misure finanziarie (accantonamento ulteriore di fondi) o non finanziarie (richiedere la correzione di comportamenti che generano rischi superflui) quando il piano degli incentivi stimoli l'assunzione di maggiori rischi.

Alcuni organi come il CEBS, il CEIOPS e la Commissione europea, sia nelle raccomandazioni sia nella terza direttiva sui requisiti del capitale (CDR III), hanno espresso il *principio del bilanciamento e della proporzionalità* tra remunerazione fissa e variabile, caldeggiando la costituzione di un ammontare fisso piuttosto elevato, così da permettere una politica flessibile dei bonus, che, dunque, potrebbero anche essere nulli. Gli stessi organi hanno sancito che 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.

Sempre CRD III sancisce, riguardo al punto una percentuale di differimento della remunerazione variabile tra il quaranta e il sessanta per cento. Tale componente deve riferirsi ad un orizzonte temporale di 3 anni, per riuscire a cogliere la performance del lavoratore nel lungo termine. Inoltre, tale frazione deve essere almeno per la metà costituita da azioni e strumenti simili (per esempio stock option e investimenti in fondi fiduciari), purché non sottoforma di denaro. Il periodo di acquisizione delle stesse azioni e il cosiddetto "periodo di trattenimento in portafoglio" o maturazione ("vesting period") non deve essere inferiore ai due anni.

A tali novità in ambito di remunerazione variabile, si affianca l'introduzione del "clawback system" e del "malus system", che portano a ritirare, cancellare o proibire pagamenti previsti a fronte di pessime performance finanziarie e comportamenti spregiudicati legalmente perseguibili.

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). Il FSB si è pronunciato solo rispetto ai primi richiedendo che questi facciano riferimento sempre al capitale, ai rischi e alla liquidità richiesta, mentre ha lasciato agli ordinamenti statuari interni alle banche la facoltà di scegliere i secondi.

Sia il CEBS sia il CEIOPS hanno poi affermato 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*.

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. 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 stessa strada è stata intrapresa dal MEP, Monetary and Economic Affairs Committee del Parlamento UE relativamente al settore settore dell'*asset management*.

Al fine di avviare una serie di riforme coerenti e omogenee tra i diversi Stati dell'Unione, si richiama la proposta dell'European Banking Federation rivolta alle autorità europee di operare di intervenire su due differenti piani di intervento a presidio della competitività: il primo è il *level playing field di livello globale*, per comporre alcuni principi basilari che trovino applicazione a livello mondiale; il secondo è il *level playing field di livello intersettoriale*, che invita a riflettere su come la questione della remunerazione dei dipendenti c.d. "risk takers" sia un problema non solo per le banche, ma anche per tutto il settore dell'*asset management* e quello assicurativo.

Al di là dei buoni propositi 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 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.

L'Europa fin ora ha dato il buon esempio, pur con un eterogeneo livello di *compliance* alle nuove normativa da parte dei singoli Stati. In particolare per la Francia si rievocano le "AFEP-MEDEF Guidelines" in Francia, i provvedimenti della Federazione bancaria francese e i decreti ministeriali; in Germania il Fondo di stabilizzazione dei mercati finanziari ("SoFFin"), con il quale presero piede alcune importanti restrizioni ai salari (non più di cinquecentomila euro l'anno; i bonus e le indennità

di fuoriuscita furono banditi). Sempre in la Germania l'autorità di vigilanza "BAFin" ha diffuso una circolare sui requisiti degli schemi di remunerazione.

In Italia la Banca d'Italia si era mossa nel marzo del 2008 stabilendo un sistema di regole attraverso un documento, noto come "Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche", nel quale con particolare riguardo alle componenti variabili veniva 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 e il mantenimento di un livello di patrimonializzazione adeguato, invitando tutto il sistema finanziario ad una significativa riduzione della remunerazione variabile. Sullo stesso punto la Banca d'Italia è tornata nel 2013. Il Banco de España e la Comisión Nacional del Mercado de Valores si sono preoccupati di dare attuazione agli Implementation Standards del Financial Stability Board. In Olanda La NBV (l'associazione dei banchieri olandesi) ha chiesto a ciascuna banca di fissare un rapporto ("ratio") massimo tra componente variabile e fissa. Il Regno Unito, oltre a rimpolpare il contenuto del suo Remuneration Code, ha visto la Financial Service Authority scrivere un "Draft Code of practice on remuneration policy"; revisionare un documento sugli incentivi e i rischi, detto "Turner Review", pubblicare un "Consultation Paper" e la bozza di un codice sulle pratiche di remunerazione ("Code of Practice"). Di fatto l'Europa continentale si è caratterizzata per un approccio normativo inizialmente più povero e meno anticipatore rispetto a quello inglese; 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).

In Svizzera nel 2009 la FINMA ("Financial Market Supervisory Authority") si preoccupava di stabilire degli standard minimi per il sistema di remunerazione di tutto il settore finanziario, sancendo un collegamento tra responsabilità, stipendi ed entità del differimento delle ricompense, prevedendo "blocking period" di tre anni che rimanda la ricompensa dei dipendenti con un profilo di compiti altamente rischiosi. Tuttavia, la FINMA non vincola ad alcuna struttura remunerativa specifica, né ha preteso che fosse inserito nelle disclosure l'ammontare della busta paga dei singoli dipendenti, ma riservandosi di imporre accantonamenti di capitale maggiori per le istituzioni non sufficientemente chiare sul punto, secondo il parere di azionisti e analisti esterni. Recentemente nel 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 mettere un tetto ai super stipendi dei manager di aziende e banche

Le varie autorità europee sono intervenute anche sul tema della *governance* della remunerazione, avendo presente le tre fondamentali richieste del FSB, secondo le quali si devono munire di una "Board Remuneration Committee". 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. Già le Raccomandazioni del 2005

avevano previsto la creazione di una *remuneration committee*. CEBS e il Consiglio Europeo nella CDR III si erano pronunciati a favore della 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. L’ultima parola su struttura e il monitoraggio complessivo della performance degli executive è riservata al *board of directors* nel suo insieme. Dal punto di vista delle disclosure sempre la CDR III afferma che le imprese dovrebbero assicurare al mercato un adeguato livello di trasparenza della propria struttura remunerativa e dei rischi ad essa associati. La *corporate governance* remunerativa si basa non solo sulla costituzione di una commissione per la remunerazione, ma anche il conferimento concesso agli azionisti del potere 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 è ammesso solo per le banche.

Tuttavia il “*say on pay vote*” ha una portata meno rivoluzionaria di quella che appare, dal momento che il voto chiesto agli *shareholder* non è vincolante e, quindi, il *board* delle società può ancora autodeterminare la propria retribuzione, sebbene di essa si facciano carico membri indipendenti.

Negli Stati USA gli stipendi d’oro pagati ai manager americani furono attaccati per la prima volta con lo scandalo Enron attraverso il *Serbans-Oxley Act* del 2002 ed in particolare mediante due provvedimenti specifici, tramite i quali istituiva il meccanismo del clawback e vietava la concessione di prestiti personali a dirigenti ed *executive officer*.

All’indomani dello scoppio della crisi finanziaria del 2008, fu richiesto a tutte le banche aderenti al programma TARP² 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, “*Emergency Economic Stabilization Act*”). Si ricordano poi le “Treasury Guidelines” del febbraio del 2009 che introdussero tagli agli stipendi senza possibilità d’appello per il *board* e 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.

L’implementazione degli standard del FSB negli Stati Uniti d’America è avvenuta con l’adozione della “Guidance on Sound Incentive Compensation Policies” (nota come l’ “Agency Guidance”

² 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 di un programma inserito nell’ Emergency Economic Stabilization Act del governo statunitense per il 2008.

della Federal Reserve), che trova applicazione per una vasta gamma di soggetti finanziari, non solo banche; questa è particolarmente esigente verso quelle più complesse e di maggiori dimensioni (“Large Complicated Banking Organizations”, “LCBOs”), ed è indirizzata soprattutto a quegli individui le cui decisioni hanno 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: a) il principio del disequilibrio (“*balance design*”) tra le varie componenti remunerative; b) il principio dei controlli indipendenti del sistema di gestione dei rischi (“*independent risk mangement control*”); c) il principio della governance forte (“*strong governance*”). L’Agency statunitense non intende imporre alcun limite superiore né una struttura remunerativa da adottare obbligatoriamente (la normativa nazionale non dovrebbe essere troppo dettagliata, poiché comprometterebbe la competitività degli enti sottoposti ad un set di regole più severo) e tiene conto delle disparità dimensionali di ciascun ente finanziario prevedendo l’applicazione della normativa con un diverso grado di intensità secondo *criteri di proporzionalità*. 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. La citata legge statunitense introduce due divieti fondamentali: il *divieto di eccessiva remunerazione* e il *divieto riguardante le perdite finanziarie materiali* causate dagli incentivi economici. La FDIC, prima agenzia statunitense a far propri i capisaldi istituiti dal Dodd-Frank Act ha realizzato un documento noto come “Advanced Notice on Proposed Rulemaking”, dopo aver riscontrato che nel 35% dei report del 2009 che investigavano le cause di tali perdite, le falle nel sistema di *compensation* degli *executive* erano imputabili come un fattore contribuente. Le proposte concrete della FDIC consistono nella corresponsione ai *senior executive* di azioni ordinarie “restricted, non-discounted”; un periodo di maturazione delle azioni (“*vesting period*”) pluriennale assistito da meccanismi di clawback; la costituzione di una commissione per la retribuzione indipendente interna al *board* e coadiuvata da altri organi professionali esterni con ruolo consultivo. Relativamente al tema delle disclosure, 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 informazioni pubbliche rese agli azionisti in occasioni dell’assemblea ordinaria sugli argomenti remunerative.

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 e nel medesimo anno la CCGG promulgò l’ “Executive Comensation Priciples”.

Cina: la regolamentazione cinese presenta un più elevato orientamento verso la stabilità ed una supervisione *macroprudenziale* piuttosto che sulla competitività e l'efficienza, che probabilmente hanno aiutato il sistema bancario del gigante d'oriente a non contrarre i devastanti effetti della crisi. La China Banking Regulatory Commission (CBRC), coerentemente con il framework normativo delineato dal FSB e dalla "Law of the People's Republic of China on Banking Regulation and Supervision", ha emanato nel 2010 le "Supervisory Guidelines on Compensation Practices of Commercial Banks". Sul piano della *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 committee* da parte del *board*. In Giappone, la JFSA ("Japanese Financial Service Authority"), ha introdotto nel 2010 delle Supervisory Guidelines per aderire ai principi e agli standard dettati dal FSB, lasciando a quest'ultimo la facoltà di emettere i c.d. "ordini di miglioramento del business" ("business improvement orders"), che si sono spesso concretizzati in sostituzioni di *senior manager*, riduzione di bonus e in una revisione radicale del sistema di *compensation*. Dal punto di vista della *governance* la National Diet giapponese impone la creazione di un *supervisory board* presieduto da membri *non-executive*, 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). Nell'aprile del 2010 la FSA ha dato esecuzione alle sue "revised Supervisory Guideline", che impone la costituzione di una *remuneration committee*.

L'Australia. Questa ha mostrato la sua capacità di recepire prontamente il nuovo quadro regolamentare delineato dal FSB attraverso i "Prudential Standard" dell'APRA. In passato si sono create alcune pressioni a che il governo facesse un passo indietro e non si occupasse delle faccende relative alla *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. Dall'altra parte hanno risposto gli azionisti, mediante l'"Australian Shareholders Association" (ASA) che al contrario credono profondamente in un intervento governativo dal momento che il settore privato fallisce sistematicamente nel rispondere ai problemi derivanti dal pagamento dei manager, soprattutto quando distribuiscono i c.d. "golden parachutes". Nel 2009 l'APRA si è espressa anche in merito all'inserimento di una Board Remuneration Committee, In ultimo si vuole ricordare la Corporate Law Economic Reform Program (Audit Reform and Corporate Disclosure) Act del 2004 che ha preteso un arricchimento delle disclosure sulla retribuzione, la modifica dei pagamenti al termine della carriera ("termination pay") e l'introduzione del principio fondamentale del "remunerate fairly and responsibly".

Attraverso l'indagine svolta sul campione di banche selezionate è stata 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. 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". Infine, si accenna 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. Tutti gli studi, però, concordano sullo stimare un elevato costo per strutturazione di un apparato di governance. Chiare e precise disclosure sono in questo senso la risposta, quando forniscono informazioni esaustive, comprensibili e soprattutto rilevanti. In quest'ambito Regno Unito e U.S.A rimangono i campioni mondiali. 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

Capitolo III: Gli elementi della compensation structure e i parametri per la valutazione delle performance individuale

Il terzo capitolo ripercorre tutte le tecniche e gli strumenti noti nella teoria 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 discutere 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 è suggerito 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.

È stato osservato come recentemente il focus a livello mondiale sia 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 stabilito 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 più flessibile della

quota 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 precisa nel quarto capitolo, 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 Northern Rock, Bearn Sterns, Lehman Brothers ecc.) non fosse logico né socialmente accettabile pagare svariati milioni ai manager responsabili degli avvenimenti che hanno scatenato la crisi del 2008. I *rewards for failure* costituiscono una pratica da debellare 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 ultimo 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, una prima criticità che le moderne società finanziarie 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. Alla seconda categoria 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, magari perché 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 (si pensi al *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. Questo è il caso delle opzioni americane che vengono esercitate alla prima data utile; per di più nessuno dei gruppi bancari esaminati del presente lavoro è ricorso alle *indexed stock option*, che vanificano 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, è necessario 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. Tuttavia, l'irrealizzabilità di *capital gain* reali sul mercato azionario ha reso tali strumenti scarsamente appetibili.

Tra le forme di retribuzione in voga nei tempi moderni 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 del 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 proprio per ottenere un vantaggio d'imposta). L'ampia diffusione di tali meccanismi retributivi, che consentono un riconoscimento più efficace della performance, risiede anche nelle riforme dei sistemi pensionistici avviate 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. D'altra parte, 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.

In linea generale, si può affermare che le prassi remunerative sono fortemente *industry specific*, per cui si è riscontrata una tendenza sistematica nell'industria bancaria a guardare al modo con cui i diretti 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 di 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. Le misure esposte presentano alcuni importanti punti critici.

Gli indicatori di mercato possono soffrire di stati inspiegabili di euforia o depressione vissuti dai mercati 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 (o "di

mercato”) 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

Obiettivo del quarto capitolo è stato quello di osservare le prassi retributive effettivamente seguite dai fra i principali gruppi bancari selezionati. Per ciascuno di essi, infatti, si sono passati in rassegna i principi fondamentali che animano la politica retributiva e l’articolazione degli elementi del “*pay mix*”. Si discute, quindi, il trend in crescita o in diminuzione osservato 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, 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, Crédit Agricole, ING Group, Nordea, Banco Santander, Commonwealth Bank, Goldman Sachs, ICBC e Mitsubishi Financial Group.

Le società finanziarie che invece hanno operato un tendenziale taglio degli stipendi sono state: Deutsche Bank, BBVA, Credit Suisse, HSBC, Barclays, UBS, Royal Bank of Canada, Toronto Dominion Bank, Agricultural Bank of China e ICBC, Mizuho Financial Group.

Unicredit e JP Morgan Chase & Co si sono contraddistinte per un picco retributivo nel 2010. 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 Group.

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 differita. 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 stato rilevato che spesso nel 2009 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 è stata contemplata 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" e 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"). 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* 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.

È stato osservato 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'Earnings 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 proprio sul tema della valutazione dei risultati: tema cruciale dal momento che le misure finanziarie si fondano spesso su parametri frutto di congetture, ipotesi, costruzioni contabili non sempre accettati ovunque. 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 *customer satisfaction*, le capacità di *risk management*, il grado di coinvolgimento dei dipendenti nei processi decisionali e al loro responsabilizzazione ("employee engagement"), le abilità di leadership, i comportamenti etici e rispettosi della regolamentazione, l'attività di *corporate social responsibility*.

Un altro tema su cui si vuole indugiare, a conclusione del capitolo, è quello concernente la mancanza di uniformità nel trend dei mix retributivi osservati. 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.

Capitolo V: Gli indicatori di performance e l'evoluzione del valore aggiunto del capitale

Il quinto capitolo contiene il fulcro dell'analisi, che, come anticipato, è stata condotta mediante il *diagramma del valore*, uno 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 è stato 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 sono 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 sono stati messi sistematicamente a confronto con l'andamento della remunerazione totale, di quella fissa e della quota di incentivazione variabile, per verificarne il tipo di correlazione esistente.

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 è stata 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 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 ventitré) 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, Credit Suisse, Nordea, JP Morgan, RBC, Toronto Dominion Bank, National Australian Bank, Commonwealth Bank, ICBC, Mitsubishi UFJ 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 casi³ esiste una corrispondenza tra variazione dei salari ed il rapporto "MI/TA", in dieci casi⁴ (alcuni coincidenti) è stata rinvenuta una simile corrispondenza con la remunerazione variabile. Quattordici⁵ istituti finanziari hanno modificato la remunerazione così come variava il rapporto "MINT/MI"; rispetto allo stesso parametro, quattordici gruppi⁶ (alcuni

³ Le 9 banche sono: Deutsche Bank, BNP Paribas, Crédit Agricole, ING Group, Banco Santander, BBVA, UBS, Toronto Dominion (TD) Bank, ICBC.

⁴ I 10 istituti sono: BNP Paribas, Banco Santander, BBVA, Credit Suisse, Intesa Sanpalo, HSBC, RBC, TD Bank, National Australian Bank, ICBC.

⁵ 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.

⁶ 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.

coincidenti) hanno parimenti incrementato o diminuito la componente variabile. Sempre per dodici⁷ banche è stata ritrovata una coerenza tra compensi variabili e andamento dell'indicatore "RLG/MINT"; mentre solo otto⁸ 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 sono fatte alcune riflessioni sui fenomeni che hanno condizionato tale evidenza e che vale la pena riprendere.

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 la mondo per *total assets*, su ventitré, si sono dimostrate 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 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

⁷ Questi sono: BNP Paribas, ING Group, BBVA, UBS, Crediut Suisse, Intesa Sanpaolo, HSBC, RBC, Commonwealth Bank, ICBC, Agricultural Bank of China e Mitsubishi UFJ.

⁸ Queste sono: Deutsche Bank, BNP Paribas, Crédit Agricole, BBVA, ICBC, Agricultural Bank of China, Mitsubishi UFJ, Mizuho Financial Group.

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 avvengono 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 a confronto

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. Si sono considerati anche 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. Quindi, si è cercato di capire se vi sia una correlazione tra le retribuzioni e la performance di mercato, riassunta nella dinamica dei prezzi medi annui dei titoli.

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 14 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, Crédit 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*, e compensi manageriali ha rivelato che dodici banche su ventitré 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 sempre spaccato a metà. D'altra parte 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 Sanpaolo, 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 accompagnata da un'analogia variazione della partecipazione degli azionisti al reddito aziendale.

Conclusioni

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.