

Facoltà di Economia  
Dipartimento di Impresa e Management

**LA RETRIBUZIONE  
DEI DIRIGENTI BANCARI**  
La crisi del 2008 e le successive riforme

*Relatore*

**Prof. Luca Panaccione**

*Laureando*

**Federica Chiappetta**



## Lista delle figure

- Figura 1.1. Tipi di retribuzione dirigenziale
- Figura 1.2. Complessità e opacità di *Corporate*: Dispersione delle Previsioni sugli Utili-Per-Azione per settore
- Figura 2.1. 2006-2011 – Retribuzione del CEO in banche globali sistematicamente importanti – UE
- Figura 2.2. 2006-2011 – Retribuzione del CEO in banche globali sistematicamente importanti – USA
- Figura 3.1. Priorità nello sfruttamento di diversi livelli di *output*
- Figura 3.2. Effetto di una riduzione del tetto sul pagamento ottimale
- Figura 3.3. Benefici per l'agente derivanti dalla riduzione del tetto

## INDICE

<b>Lista delle figure</b>	iii
<b>Prefazione</b>	1
<b>1. Capitolo 1 – Rischi, problemi di agenzia e conflitti nelle banche</b>	2
1.1. Introduzione	2
1.2. Le banche: i problemi di agenzia e il <i>risk-taking</i>	3
1.2.1. Conflitti di interesse tra <i>manager</i> e azionisti	5
1.2.2. Conflitti tra azionisti e obbligazionisti	10
1.3. Le esternalità e gli interessi della società	13
<b>2. Capitolo 2 - Regolamentazione dei bonus bancari in USA e UE</b>	15
2.1. L'evoluzione dei bonus bancari	15
2.1.1. L'inizio della cultura dei bonus bancari	15
2.1.2. I bonus bancari e la crisi finanziaria	16
2.1.3. Bonus bancari prima e dopo la crisi	18
2.2. Recenti sviluppi normativi: USA e UE	23
2.2.1. Provvedimenti adottati negli USA	24
2.2.2. Provvedimenti adottati nell'UE	26
2.2.3. Conflitto tra BoE e Commissione Europea	31
2.2.4. La proposta europea per le piccole istituzioni finanziarie	35
<b>3. Capitolo 3 - Un modello di analisi del <i>pay cap</i></b>	37
3.1. Introduzione	37
3.2. Il modello <i>set-up</i>	38
3.3. Piano di incentivazione ottimale	39
3.4. Effetto del tetto sulla paga	40
<b>Conclusioni</b>	44
<b>Bibliografia</b>	46

## Prefazione

La retribuzione dei *manager* bancari è un argomento che ha acquistato una notevole importanza a seguito della crisi economico-finanziaria del 2008, in quanto sono stati individuati legami tra la struttura della retribuzione dei dirigenti e la depressione economica stessa.

Gli obiettivi di questo lavoro di tesi consistono nell'analisi degli aspetti che caratterizzano gli istituti bancari, nel fornire una panoramica degli sviluppi del piano normativo nei diversi paesi e nel trovare un riscontro con i modelli teorici presenti in letteratura.

Il lavoro è organizzato come segue. Nel primo capitolo vengono analizzate le problematiche tradizionalmente associate alle banche e si affrontano tematiche quali l'assunzione del rischio, i problemi di agenzia e i diversi conflitti esistenti tra le varie categorie di *shareholders*.

Il secondo capitolo tratta dell'evoluzione dei bonus bancari, quali componenti di incentivo della remunerazione dirigenziale, del legame tra tali bonus e la crisi finanziaria e delle diverse iniziative adottate dall'*Establishment* europeo ed americano.

Nel terzo capitolo viene poi sviluppato un modello analitico incentrato sull'imposizione di un tetto sulla retribuzione dei *manager* tramite l'utilizzo di grafici e formule matematiche.

L'ultimo capitolo è dedicato alle conclusioni.

# **1. Capitolo 1 – Rischi, problemi di agenzia e conflitti nelle banche**

## **1.1. Introduzione**

Il periodo che ha preceduto la crisi finanziaria mondiale è stato caratterizzato dall'eccessiva assunzione di rischi nel settore finanziario e, nel momento in cui la crisi si è verificata, i rischi accumulati hanno evidenziato problemi sistemici e hanno condotto al fallimento di molti istituti finanziari. Le cause di tale situazione sono numerose e complesse, ma, nel settore finanziario, nel settore pubblico e nel mondo accademico vi è un consenso generale sul ruolo importante svolto dalle strutture di incentivi negli istituti finanziari (IMF, 2014). A ciò si aggiunge il livello di remunerazione della classe dirigenziale che nelle imprese finanziarie è stata spesso accusata della crisi finanziaria; tuttavia secondo alcuni bisogna effettuare una importante distinzione tra il livello e la struttura della retribuzione dirigenziale (Squam Lake Group, 2010).

Per affrontare il problema della eccessiva assunzione di rischi, il programma di riforma finanziaria post-crisi si è concentrato sul miglioramento della regolamentazione di *corporate governance* nelle banche e sulla regolare retribuzione dei dirigenti bancari. Pertanto, oltre ad affrontare il problema delle banche "troppo importanti per fallire" e migliorare la capacità finanziaria delle banche di assorbire le perdite, sono state proposte misure per migliorare la vigilanza sul rischio bancario e garantire che la remunerazione dei dirigenti impartisca gli incentivi appropriati per frenare l'eccessiva assunzione di rischi. Le misure di riforma dovrebbero essere basate su una comprensione approfondita dei fattori sottostanti l'eccessiva assunzione di rischi nelle banche. Su tali presupposti, questo capitolo si propone di giungere a questa comprensione. Prendendo in considerazione il modo in cui gli incentivi (come la retribuzione e la proprietà) e i controlli (come la struttura del Consiglio di Amministrazione e quella di *risk management*) influenzino l'assunzione di rischi della banca (in teoria e in pratica), l'analisi qui condotta può fornire informazioni sul disegno di regolamentazione in queste aree (IMF, 2014). Tale analisi è indirizzata a trovare risposte alle seguenti domande:

- in che misura la *corporate governance* e gli incentivi remunerativi nelle banche contribuiscono all'assunzione di rischi bancari e di rischi per la stabilità finanziaria?
- in che modo l'interazione degli interessi di *manager*, azionisti e creditori influenza la propensione al rischio di una banca? Come, tale interazione, si relaziona con obiettivi di politica pubblica, compresa la tutela dei depositanti e dei contribuenti?

Per rispondere a queste domande, l'analisi svolta dall'*International Monetary Fund* si basa su un'indagine empirica che lega le misure di *corporate governance* e di incentivi manageriali (comprese le strutture di compensazione) alle misurazioni del rischio delle banche, includendo il loro contributo al rischio sistemico, il fattore di rischio associato all'andamento del mercato nel suo complesso. Si ritiene infatti che alcune di queste misure siano costantemente associate all'assunzione di rischio nelle banche in tutti i paesi. Ad esempio, un numero maggiore di consiglieri indipendenti dalla gestione della banca, una quota elevata di premi azionari nella retribuzione del *Chief Executive Officer* (CEO) bancario e la presenza di investitori istituzionali, conducono ad un più basso *risk-taking* (IMF, 2014). Sebbene gran parte del dibattito pubblico si sia concentrato sul piano della remunerazione, questa analisi non trova tuttavia un rapporto coerente tra l'importo totale (corretto per la dimensione d'impresa) delle retribuzioni dei dirigenti e l'assunzione di rischi (IMF, 2014).

## **1.2. Le banche: i problemi di agenzia e il *risk-taking***

Al fine della trattazione occorre ricordare che i moderni sistemi di retribuzione, in parte, si sono sviluppati senza considerare l'insufficiente assunzione di rischio da parte dei *manager*. I tradizionali spunti di letteratura sulla *corporate governance* menzionano i problemi di "agenzia" tra i proprietari di un'impresa e i dirigenti (Jensen e Meckling, 1976). Una relazione di agenzia è un contratto in base al quale una o più persone (il principale) obbliga un'altra persona (l'agente) a ricoprire per suo conto una data mansione che implica una delega di potere all'agente. Si tratta di una definizione alquanto generale

che comprende qualsiasi relazione tra due individui in cui uno dipende da un'azione dell'altro (Jensen e Meckling, 1976).

Ma la tipica relazione principale-agente è quella tra imprenditore e dipendente. La teoria dell'agenzia studia i problemi che emergono in quanto esiste una divergenza di interessi tra le due parti oltre a un'imperfetta informazione sugli stati di natura e sui comportamenti degli attori e a una asimmetria informativa tra le parti. Da quest'ultima consegue che l'agente ha normalmente più informazioni del principale sul compito da svolgere (Jensen e Meckling, 1976).

L'opportunismo delle parti porta ad un uso delle asimmetrie informative a proprio vantaggio, genera due problemi: la selezione avversa (opportunismo *ex-ante*) e l'azzardo morale (opportunismo *ex post*). Nella selezione avversa l'agente fornirà informazioni incomplete o inesatte sulle proprie caratteristiche pur di farsi assumere. Il rischio morale deriva dalla possibilità per l'agente di non rispettare i propri impegni nell'esecuzione del contratto anche a causa della difficoltà e dell'onerosità del controllo da parte del principale. In termini più generali, la selezione avversa può essere definita come il comportamento scorretto messo in atto da un soggetto nella fase di stipulazione di un contratto, in presenza di asimmetria informativa, che gli permette di nascondere o manipolare informazione per ingannare la controparte (Jensen e Meckling, 1976). L'azzardo morale, invece, può essere identificato con il comportamento scorretto messo in atto da un soggetto nell'esecuzione delle sue obbligazioni contrattuali in presenza di asimmetria informativa, contratto incompleto e difficoltà di stabilire, anche a causa della non osservabilità delle azioni, se le parti hanno rispettato i termini del contratto (Jensen e Meckling, 1976).

La teoria dell'agenzia suppone che entrambe le parti cerchino di massimizzare la propria utilità e che anticipino razionalmente gli effetti della relazione d'agenzia sui risultati futuri. Gli interessi restano divergenti ed è praticamente impossibile che l'agente operi nell'interesse del principale, al quale non resta che tentare di ridurre tale divergenza attraverso strumenti di sorveglianza (*monitoring*) e, soprattutto, sistemi di incentivi volti a limitare l'effetto di comportamenti opportunistici dell'agente (Jensen e Meckling, 1976).

Tutto questo implica dei costi, monetari e non, che vengono appunto definiti costi di agenzia e riguardano:



- costi di sorveglianza e di incentivazione necessari per orientare il comportamento dell'agente;
- costi di obbligazione sostenuti dall'agente per assicurare il principale che non adotterà comportamenti volti a danneggiarlo e, nel caso, per indennizzarlo;
- parte residua, che è rappresentata dal costo opportunità misurato dalla differenza tra il comportamento effettivo dell'agente e quello che teoricamente avrebbe portato alla massimizzazione dell'utilità per il principale. Il problema che la teoria di agenzia si propone di risolvere è quindi, date le caratteristiche della relazione principale-agente, l'individuazione della struttura contrattuale che minimizza i costi di agenzia.

La teoria dell'agenzia ha avuto molta influenza sullo sviluppo di sistemi di remunerazione, soprattutto dei *manager* (nel ruolo di agenti), basati su incentivi quali la partecipazione ai profitti o le *stock options* di cui si parlerà in seguito.

I costi di agenzia quindi risultano connessi alla scelta della struttura di capitale dell'impresa e sorgono a causa dei conflitti di interesse esistenti all'interno della stessa tra diversi soggetti. In particolare, due conflitti principali sono presi in considerazione dalla teoria dei costi di agenzia:

- i conflitti di interesse esistenti tra *manager* e azionisti;
- i conflitti di interesse esistenti tra azionisti e obbligazionisti.

### **1.2.1. Conflitti di interesse tra *manager* e azionisti**

I *manager* potrebbero non sempre agire nel migliore interesse degli azionisti (*stockholders*) a causa di interessi in competizione. Ad esempio, essi potrebbero non controllare adeguatamente l'operato del personale dell'impresa e non selezionare in modo opportuno i fornitori (Tirole, 2006). Per di più, gli atteggiamenti dei dirigenti dell'impresa nei confronti del rischio possono non essere ottimali dal punto di vista degli azionisti: senza ulteriori incentivi, i *manager* possono essere troppo avversi al rischio, quando l'impresa sta affrontando un periodo profittevole, perché non vogliono rischiare di perdere la ricchezza finanziaria personale o il capitale umano che hanno investito nell'azienda. Il pagamento di incentivi e le strutture di *corporate governance* sono volte a garantire che

*manager* e lavoratori agiscano nel migliore interesse dei proprietari dell'azienda che consiste nel saper massimizzare la ricchezza degli azionisti assumendo progetti opportunamente rischiosi. Per assicurare ciò, i dirigenti vengono quindi monitorati non solo dal Consiglio di Amministrazione, ma anche da grandi azionisti, detentori di debito, analisti di mercato e agenzie di *rating*. Il monitoraggio può prevenire i più comuni costi di agenzia e può garantire che i *manager* dedichino sufficiente tempo al lavoro. Tuttavia, l'attività di *monitoring* costa tempo, sforzo e denaro. Esso è quasi sempre utile, ma un limite può essere presto raggiunto nel momento in cui a un euro in più speso nel monitoraggio non corrisponde un euro in più nel rendimento in termini di riduzione dei costi di agenzia. Come un qualunque altro investimento, il monitoraggio comporta rendimenti decrescenti. Nelle maggiori *public companies* l'attività di controllo viene delegata al Consiglio di Amministrazione, che viene eletto dagli stessi azionisti e si suppone rappresenti i loro interessi. La delega dell'attività di monitoraggio è particolarmente importante nelle imprese a proprietà diffusa perchè in presenza di una moltitudine di piccoli azionisti, ognuno dei quali è detentore di una modesta quota proprietaria, il singolo investitore non ha sufficienti incentivi a investire tempo e denaro nel monitoraggio. Ogni piccolo *stockholder* finisce per delegare tale attività di controllo ai soggetti detentori del pacchetto azionario di maggioranza, ottenendo un beneficio dallo sforzo altrui. Gli economisti chiamano questo problema il *free-rider problem* e di fronte a un serio pericolo di *free-riding*, la delega dell'attività di monitoraggio può rappresentare l'unica soluzione. Tuttavia tale delega genera specifici problemi di agenzia. Il monitoraggio è quindi costoso, imperfetto e potrebbe essere inefficace. Le imprese mirano pertanto ad allineare gli incentivi dei *manager* con quelli degli azionisti attraverso programmi come pacchetti retributivi basati sulla *performance* come ad esempio bonus in contanti, azioni, o *stock options* che in genere rendono il *manager* più sensibile alle variazioni nella ricchezza degli azionisti (Brealey et al., 2011).

In particolare, le *stock options* conferiscono a coloro che dirigono l'impresa il diritto di acquistare in futuro le azioni della società per la quale lavorano a un prezzo di esercizio prestabilito. Se, grazie alle *performance* aziendali, il prezzo delle azioni sale, il *manager* può acquistare le azioni e trarre vantaggio dalla differenza fra il prezzo delle azioni e il

prezzo di esercizio. Se invece il prezzo delle azioni scende, il *manager* non esercita il diritto di opzione e spera in un rialzo futuro o in una forma di remunerazione attraverso altro canale.

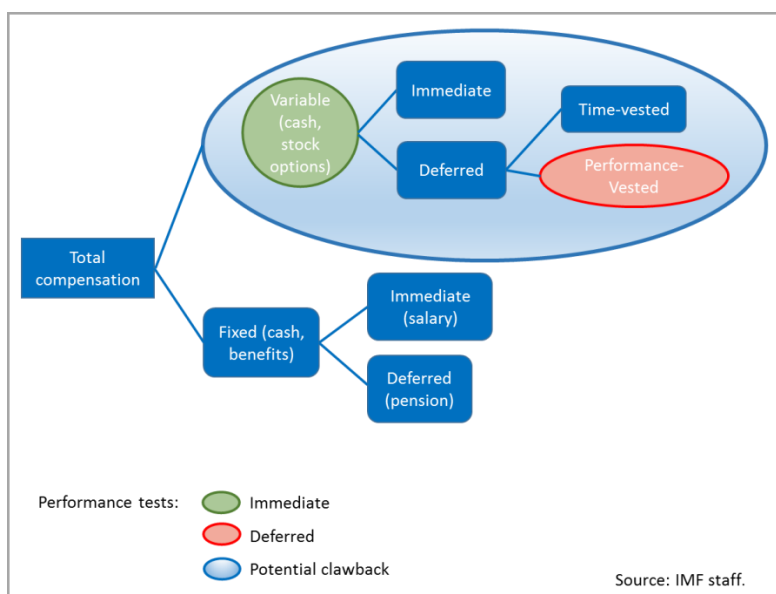
La popolarità delle *stock options* è stata incoraggiata dalle norme contabili vigenti fino a poco tempo fa negli USA in cui un'ampia e crescente frazione del compenso del CEO proviene da bonus variabili, *stock options* e altri incentivi a lungo termine (Tirole, 2006). Tali norme consentivano alle imprese di assegnare *stock options* senza dover indicare nei propri bilanci alcuna spesa immediata per compensi. Questa pratica ovviamente preoccupava gli investitori e i revisori, in quanto gli utili aziendali risultavano sovrastimanti man mano che il volume delle opzioni assegnate cresceva. Dopo anni di controversie, le norme contabili sono state cambiate nel 2006. Alle imprese statunitensi è ora richiesto di valutare più realisticamente le *stock options* distribuite al *top management* e di dedurre questi valori come spese per retribuzioni. Negli USA, le opzioni godono anche di un vantaggio fiscale. È possibile perciò comprendere la convenienza del tenere legate le retribuzioni dei *managers* al prezzo delle azioni (Tirole, 2006).

Le *stock options*, d'altro canto, presentano alcuni inconvenienti. Supponiamo che a un dirigente vengano consegnate *stock options* da poter (eventualmente) esercitare dopo due anni di lavoro e che egli apprenda dopo un anno che l'impresa sta affrontando uno *shock* avverso tale per cui "sotto la gestione normale" diventa improbabile che il prezzo di mercato sia superiore al prezzo d'esercizio alla data di esercizio. L'opzione del *manager* è quindi "*out of the money*" ed ha un valore modesto a meno che l'impresa non realizzi una *performance* notevolmente positiva durante l'anno rimanente. Ciò può incoraggiare il *management* ad assumere un rischio sostanziale al fine di aumentare il valore delle sue *stock options* (Tirole, 2006).

Un altro problema connesso alle opzioni "*out of the money*" si riferisce alla loro credibilità. Una volta che le opzioni sono *out of the money*, o inducono il *top management* a lasciare l'impresa o creano incentivi perversi o modesti. Il loro prezzo può essere ricalcolato o possono esserne concesse delle nuove. In una certa misura, tali adeguamenti *ex post* compromettono gli incentivi *ex ante* astenendosi dal punire il *management* per scarso rendimento. Al contrario, quando l'opzione è in gran parte "*in the money*", cioè,

quando sembra molto probabile che il prezzo di mercato sarà superiore al prezzo di esercizio, una *stock option* ha un impatto di incentivo analogo a quello dell'azione ordinaria ma offre al *management* un guadagno più basso, vale a dire la differenza tra il prezzo mercato e quello di esercizio piuttosto che il pieno prezzo di mercato<sup>1</sup>.

Ai fini di questa trattazione, inoltre, risulta utile analizzare i tipi di retribuzione con cui vengono remunerati gli *executives* di un'impresa (Figura 1.1 tratta da IMF, 2014).



**Figura 1.1. Tipi di retribuzione dirigenziale<sup>2</sup>**

<sup>1</sup> Passo tradotto da Tirole, 2006, pp. 23-24.

<sup>2</sup> La retribuzione totale dei dirigenti può essere costituita da un insieme di componenti:

- *remunerazione fissa*, il cui livello non dipende dalla *performance*. Il compenso fisso può essere concesso immediatamente (per esempio, un salario) o può essere differito (ad esempio una pensione);
- *remunerazione variabile* (bonus), il cui livello dipende da una serie di misure di *performance*, che possono includere gli utili o le *performance* delle azioni. Il bonus può essere assegnato immediatamente o promesso ad una data futura. La futura maturazione del bonus differito può dipendere solo dal trascorrere del tempo (da esempio 3 anni) o può dipendere da prestazioni future (ad esempio utili futuri o prezzo futuro delle azioni);
- la remunerazione variabile può essere soggetta a *clawback*. Un *clawback* si verifica quando in precedenza si è assegnato un compenso variabile (conferito immediatamente o dopo un certo tempo o dopo che è stato effettuato un test sulla *performance*) che viene recuperato in risposta ad uno sviluppo negativo (p.e. un investimento fallito o un peggioramento della posizione di solvibilità).

I test delle prestazioni che determinano l'importo della retribuzione variabile possono essere basati su una serie di misure e devono adeguatamente tener conto del rischio a più lungo termine. Tradizionalmente le strutture di remunerazione per i dirigenti bancari si sono basate su metriche di *performance* della redditività operativa e del prezzo delle azioni come il ROE (*Returns On Equity*) e il valore contabile per azione. Questi parametri sono a breve termine e non tengono conto del rischio operativo, del rischio di credito e del rischio di liquidità. Misure più appropriate di *performance* e che considerino il rischio a lungo termine potrebbero includere la sensibilità delle azioni di una banca al più ampio mercato azionario (*beta*), lo spread dei *credit default swap* del debito di una banca, o il capitale economico aggiustato per il rischio (misurato in base alla capitalizzazione di mercato più il totale del debito meno le attività ponderate per il rischio).

In particolare, considerando istituti finanziari quali le banche, si può notare come i problemi di agenzia siano particolarmente rilevanti soprattutto a causa della maggiore importanza e difficoltà di gestione del rischio. Il *risk management* e l'allineamento degli incentivi di rischio tra proprietari e dirigenti di banca sono molto importanti per tali istituti finanziari dal momento che l'assunzione di rischi è al centro del loro modello di *business*. Inoltre, l'elevata complessità del *business* bancario su base giornaliera implica che il *senior management* della banca debba delegare buona parte del processo decisionale sul rischio a lavoratori più giovani. La maggiore complessità e incertezza del *business* nel settore bancario hanno due ulteriori implicazioni sulla remunerazione manageriale e su quella relativa al personale (Prendergast, 2002): dal momento che il rischio è alto, la retribuzione complessiva deve essere elevata; inoltre, dato che l'attività di delega è molto consistente, la retribuzione deve essere indicizzata a misure della *performance* o dell'output al fine di bloccare la discrezione degli impiegati. Per quest'ultimo motivo, la remunerazione variabile deve corrispondere a una frazione significativa della retribuzione totale. Inoltre, la complessità caratterizzante il *business* bancario rende il monitoraggio e il controllo delle azioni da parte dello *staff* incaricato del *risk taking* difficili da implementare e spesso poco efficaci. I *managers* basano quindi la retribuzione di questi dipendenti su prestazioni misurate, che agiscono come parziali sostituti del monitoraggio diretto e del controllo del loro comportamento (Prendergast, 2002).

Tuttavia, la *performance* reale è difficile da misurare e fornire incentivi può incoraggiare il personale della banca ad occuparsi eccessivamente dell'assunzione di rischi dal punto di vista degli azionisti. Ad esempio, accettando prestiti che sembrano essere redditizi nel breve termine, ma che celano rischi di lungo periodo, i dirigenti bancari possono aumentare la loro retribuzione immediata in base ai risultati di *performance* e continuare la propria attività prima che i rischi si concretizzino. Un'ulteriore complicazione è costituita dal fatto che il personale della banca spesso deve scegliere l'ammontare di rischio da assumere senza sapere come questo potrebbe influenzare il rischio complessivo dell'ente (IMF, 2014).

### **1.2.2. Conflitti tra azionisti e obbligazionisti**

Anche se le banche riescono ad allineare gli incentivi del personale con gli interessi degli azionisti, esse potrebbero non riuscire a soddisfare tutti i soggetti interessati in quanto la massimizzazione del valore per i detentori di azioni non è necessariamente nell'interesse degli obbligazionisti (*bondholders*) della banca (Squam Lake Group, 2013).

Il modello più semplice di debito ed *equity* di una società implica che gli obbligazionisti abbiano, in genere, una priorità di pagamento rispetto agli azionisti, ammesso che la società generi un livello di reddito sufficiente per adempiere i suoi obblighi finanziari. Gli azionisti hanno invece diritto al pagamento dei flussi di cassa residuali e l'opportunità di dichiarare il fallimento nel caso in cui l'azienda non abbia i fondi necessari per adempiere gli obblighi finanziari. Pertanto, se il valore degli *assets* dell'impresa è inferiore alla pretesa vantata dai creditori, gli azionisti non ricevono nulla. Di conseguenza, nella scelta dei progetti di investimento e in altre decisioni dell'azienda, i *bondholders* valutano il rischio in modo molto più negativo rispetto agli *stockholders*, dal momento che essi ricevono somme fisse anche se l'investimento si rivela un gran successo, mentre possono sopportare una porzione significativa dei costi nel caso in cui si riveli un fiasco. Questo crea un rilevante conflitto di interessi tra le due classi di pretendenti. Gli azionisti vorrebbero che l'azienda assumesse più rischio rispetto a quello preferito dai detentori di debito dal momento che essi hanno responsabilità limitata e beneficiano di tutti i guadagni generati da un aumento del valore della società. Ciò implica che, talvolta, gli azionisti trasferiscano ricchezza dai creditori a loro stessi investendo in progetti rischiosi. Dato che, così facendo, le banche si avvicinano al *default*, il cosiddetto "rischio di *shifting*" aumenta perché i *manager*, spesso per conto degli azionisti, tendono a "scommettere per la resurrezione" cioè sperano di recuperare la solvibilità assumendo maggiori rischi che rientrano nei loro interessi, ma non in quelli degli obbligazionisti. Nella misura in cui le strutture di retribuzione sono progettate per allineare gli interessi tra dirigenti e azionisti, esse aumentano la propensione dei dirigenti ad assumere rischi quando la banca è vicina al *default*. Tale comportamento manageriale va pertanto contro gli interessi degli obbligazionisti, i quali preferirebbero che l'istituto finanziario assumesse un più basso livello di rischio. Questo conflitto è costoso per la società quando distorce le decisioni

economiche, spingendo il *management*, in qualità di agente degli azionisti, ad intraprendere progetti rischiosi che costano più di quello che valgono e a respingere progetti sicuri che costano meno di quello che valgono (Squam Lake Group, 2013).

Inoltre, fornendo una rete di sicurezza per entrambi azionisti e obbligazionisti, i salvataggi (*bailouts*) governativi esacerbano il problema di rischi eccessivi presso le istituzioni finanziarie. Nella prospettiva di poter beneficiare di un piano governativo di salvataggio, gli azionisti si preoccupano esclusivamente di come le nuove partecipazioni possano influenzare i risultati positivi d'impresa, lasciando che i contribuenti si preoccupino del "rovescio della medaglia". Gli obbligazionisti, invece, sicuri di rientrare in possesso dei loro soldi, non hanno alcun motivo di ostacolare il desiderio degli *stockholders* verso maggiori rischi. Effettivamente, senza rischio di perdita, gli obbligazionisti sono disposti a finanziare ad un basso tasso investimenti rischiosi per gli azionisti e, così facendo, le banche trovano ancor più vantaggioso l'utilizzo di un'elevata leva finanziaria. In sintesi, la promessa di salvataggi spinge le imprese finanziarie a assumere ancora più rischi di quanto farebbero senza prospettive di un piano di salvataggio, aumentando ulteriormente la probabilità e i potenziali costi di salvataggi futuri (Squam Lake Group, 2013).

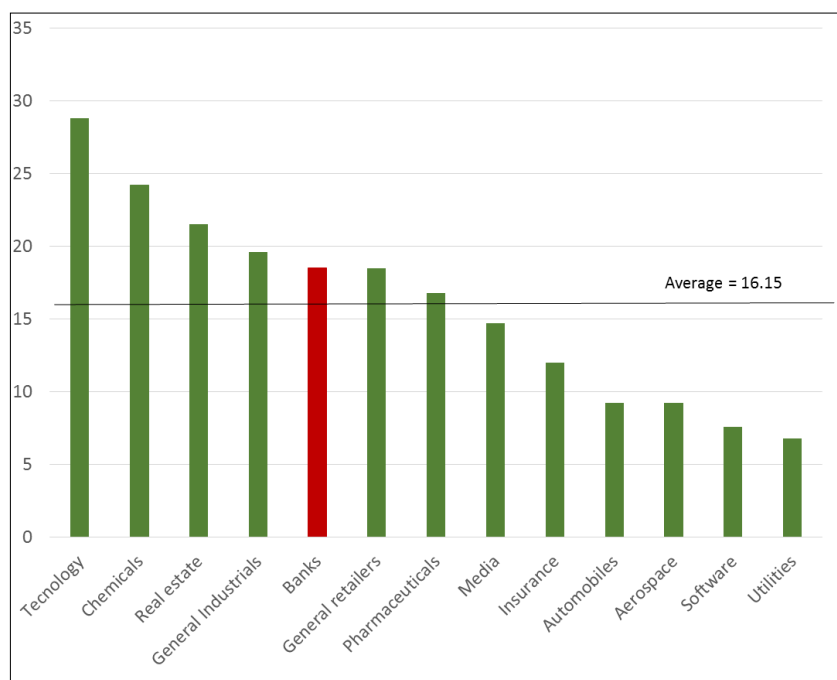
La vita reale è però più complicata di ciò che questo semplice modello suggerisce in quanto i *manager* hanno preoccupazioni di carriera che possono scoraggiarli dall'aumentare il rischio di fallimento della loro impresa. Inoltre, i regolamenti limitano il *risk-taking* e forniscono notevole discrezionalità alle Autorità di Regolamentazione per forzare le banche a ridurre il rischio e i contratti obbligazionari limitano spesso i rischi assunti dalle imprese. A ciò va aggiunto che i salvataggi governativi non sono certi, anche per le più grandi imprese finanziarie. Nonostante queste complicazioni, la possibilità di guadagni privatizzati e di perdite socializzate incentiva gli azionisti a favorire maggiori rischi e le grandi pretese di molti dirigenti, progettate per allineare i loro interessi con quelli degli azionisti, li spingono verso il profilo di rischio preferito dai detentori di *equity*. Quindi, anche quando vengono riconosciute le complicazioni chiave del mondo reale, gli azionisti e i *managers* di società finanziarie di rilevanza sistemica, in genere, propendono verso un livello di rischio socialmente eccessivo (Squam Lake Group, 2013).

Inoltre, la possibilità di salvataggi governativi enfatizza un'altra manifestazione del conflitto tra obbligazionisti e azionisti che gli economisti chiamano "*debt overhang*". Una società in difficoltà, talvolta, può evitare il *default* con la vendita di azioni e utilizzando il ricavato per pagare i suoi creditori. Ma questo comportamento è raramente rivolto all'interesse degli azionisti esistenti. I *bondholders* trarrebbero vantaggio dalla vendita di azioni in caso di difficoltà finanziaria perché ciò permetterebbe alla società di tener fede ai pagamenti promessi loro. I vecchi *shareholders* darebbero parte della loro quota di partecipazione al capitale della società a nuovi azionisti ricevendo una piccola somma o nulla in cambio. Per questo motivo, in una tale situazione, gli azionisti esistenti si opporrebbero alle emissioni di nuovo capitale (Squam Lake Group, 2010).

I potenziali salvataggi rafforzano il problema dell'eccesso di debito per le imprese finanziarie. Se una società finanziaria in difficoltà si ricapitalizza attraverso l'emissione di azioni, il nuovo capitale porta a rafforzare l'azienda riducendo il trasferimento previsto dalle Autorità governative e aumentando i pagamenti previsti agli obbligazionisti. I vecchi azionisti non ne trarrebbero però alcun vantaggio perché le loro pretese verrebbero nuovamente diluite con una misera o nessuna retribuzione. In tale condizione, non è quindi sorprendente il fatto che gli azionisti siano riluttanti a ricapitalizzare deboli imprese finanziarie (Squam Lake Group, 2013).

Infine, al contesto sopra descritto va aggiunto il fatto che conflitti tra azionisti e creditori sono potenzialmente più gravi per le banche che per le altre imprese come conseguenza di una mancanza di disciplina del mercato (IMF, 2014). Molti piccoli risparmiatori che hanno investito nella banca hanno pochi incentivi a monitorare le azioni delle banche perché il deposito di garanzia li protegge dal *default*. Inoltre, come già detto, le banche sono caratterizzate da un rapporto di indebitamento (o grado di utilizzo della leva finanziaria) più elevato rispetto ad altre imprese perché il deposito di garanzia, le garanzie governative implicite ed esplicite e il premio che le banche guadagnano per il rilascio di crediti finanziari liquidi (cioè depositi e *commercial paper*), riducono il costo del debito. Infine, i creditori trovano che sia difficile disciplinare (e monitorare) le banche attraverso contratti obbligazionari e richiedendo garanzie (*collateral*) a causa della complessità e poca chiarezza associata a questi istituti finanziari (Figura 1.2 tratta da IMF, 2014).





**Figura 1.2. Complessità e Opacità di *Corporate*: Dispersione delle Previsioni sugli Utili-per Azione per Settore<sup>3</sup>** (Coefficiente di variazione)

### 1.3. Le esternalità e gli interessi della società

A quanto fin'ora affermato va aggiunto il rilievo degli interessi della società nel suo complesso rispetto a quelli di azionisti, *manager* e titolari di debito. Conflitti di interessi tra questi diversi *shareholders* e la società sorgono a causa della presenza di esternalità legate al rischio sistemico, il rischio che dipende da fattori che influiscono sull'andamento generale del mercato e che non può essere eliminato o ridotto tramite una diversificazione del portafoglio. Tali conflitti hanno costituito per molto tempo una preoccupazione per le Autorità di Regolamentazione. Per esempio, gli azionisti, i titolari di debito, e i *manager* non riescono a considerare il contributo della banca al rischio sistemico e quindi il suo effetto sulle altre istituzioni e sui suoi contribuenti. I livelli di rischio preferiti delle banche

<sup>3</sup> Fonti: Thomson Reuters Datastream; IMF *staff calculations*.

Nota: il grafico mostra il coefficiente di variazione delle previsioni sugli utili-per-azioni effettuate dagli analisti (2012-13) per le più grandi imprese in ogni settore dell'economia. La misura sottostima la relativa opacità della banche perchè la confonde con il rischio *hard-to-measure*, probabilmente più diffuso in settori innovativi come la tecnologia. Inoltre, dato che le necessità di divulgazione sono maggiori per le imprese finanziarie che per quelle non finanziarie, l'ambiguità dell'informazione è minore per le banche che per le non-banche e quindi l'opacità degli istituti finanziari è principalmente dovuta alle discordanze circa gli elementi essenziali d'impresa (cioè la difficoltà di comprendere il loro modello di *business*).

e le pratiche retributive utilizzate per la loro realizzazione, possono quindi essere in contrasto con la stabilità finanziaria. Inoltre, le banche sono soggette a provvedimenti a causa di un'elevata leva finanziaria e un disallineamento di scadenze nei loro bilanci. Questi problemi sono stati affrontati in diversi modi dalla regolamentazione, ad esempio attraverso requisiti patrimoniali subordinati alla rischiosità degli *assets* bancari (IMF, 2014).

La crisi finanziaria globale ha dimostrato che la normativa esistente per affrontare questo problema si è rivelata insufficiente, e un programma di riforma della regolamentazione ha prestato attenzione alla questione degli incentivi per le banche in senso lato (IMF, 2014). Ne sono esempi le misure per affrontare il problema “*too-important-to-fail*”, l'elaborazione di *standards* sugli strumenti di debito che possono far parte delle passività di assorbimento delle perdite di una banca (si parla di norme che possono essere “*bailed in*”) e i dibattiti sui principi riguardanti prassi retributive e *corporate governance*. Inoltre, sono state proposte misure (e in alcuni casi adottate) con l'obiettivo di migliorare l'efficacia degli strumenti *price-based* (come i requisiti patrimoniali) e con quello di guidare la cultura del *business* bancario al di fuori dell'eccessiva assunzione di rischi (Viñals et al., 2013). Tali misure comprendono provvedimenti strutturali che impongono i *bail-in* di debiti non garantiti e settori più rischiosi di stanziamenti vincolati e che proibiscono alle banche di intraprendere alcuni tipi di attività rischiose (IMF, 2014).

Una serie di iniziative di riforma internazionali di *corporate governance* nelle banche sono in corso. L'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo, il *Financial Stability Board* (FSB), e il Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria (CBVB) stanno rivedendo le norme di *corporate governance* in base agli effetti prodotti dalla crisi in settori quali la *governance* del rischio, la struttura del consiglio, la remunerazione, la revisione interna e il ruolo delle Autorità di Vigilanza. Infine i singoli paesi hanno anche adottato diverse iniziative che nel capitolo 2 del presente lavoro saranno esaminate nel dettaglio (IMF, 2014).

## **2. Capitolo 2 - Regolamentazione dei bonus bancari in USA e UE**

### **2.1. L'evoluzione dei bonus bancari**

#### **2.1.1. L'inizio della cultura dei bonus bancari**

La forte dipendenza dai bonus è stata per decenni una caratteristica della remunerazione dell'*investment banking* e può essere fatta risalire ai tempi in cui le banche di investimento erano *partnerships*. In passato le imprese tenevano sotto controllo i costi fissi, mantenendo bassi stipendi di base e pagando la maggior parte della remunerazione sotto forma di bonus in contanti corrisposti a fine anno sulla base dei profitti realizzati dalla società. Infatti, lo scopo iniziale dei bonus in denaro non era, di per sé, l'erogazione di incentivi ma piuttosto un meccanismo atto a garantire che la spesa retributiva fosse corrisposta in forma ridotta negli anni con una bassa redditività ed elevata negli anni di alta profittabilità (Murphy, 2013).

La struttura di base del bonus bancario è rimasta intatta quando le banche di investimento sono divenute società per azioni, ma, successivamente, i bonus in denaro sono stati sostituiti da una combinazione di contanti, azioni vincolate e *stock options*. Gli stipendi base hanno continuato a costituire solo una piccola parte della remunerazione totale per quasi tutto lo staff, compresi i lavoratori in posizioni *entry-level*. Inoltre, premi di fine anno (in contanti ed *equity*) sono stati sempre più utilizzati esplicitamente come incentivi, per premiare i dipendenti sulla base della *performance* a livello individuale, di gruppo e d'impresa (Murphy, 2013).

Negli Stati Uniti, il *Banking Act 1933* (spesso chiamato '*Glass-Steagall Act*') vietava alle banche commerciali di offrire servizi di *investment banking*, come l'emissione, la sottoscrizione, la vendita o la distribuzione di titoli. A partire dal 1960, modifiche normative hanno consentito alle banche commerciali di offrire una più ampia gamma di servizi tradizionalmente associati alle banche di investimento. Di conseguenza, le banche commerciali che offrivano servizi di *investment banking* hanno affrontato una crescente tensione tra i tradizionali banchieri commerciali – venivano pagati stipendi elevati di cui

una relativamente piccola parte di essi era basata sulla *performance* - e i professionisti nelle loro divisioni di *investment banking*. In sostanza, le banche commerciali hanno iniziato ad offrire una retribuzione di tipo *investment banking* ai *top performers* dell'intera organizzazione (Murphy, 2013).

### **2.1.2. I bonus bancari e la crisi finanziaria**

La cosiddetta “cultura dei bonus di *Wall Street*” (Murphy, 2013) è stata molto discussa negli Stati Uniti all'inizio del 2009, tra le rivelazioni secondo cui *Merrill Lynch* aveva pagato sostanziali premi di fine anno ai propri dirigenti e dipendenti dopo aver ricevuto fondi di salvataggio e appena prima del completamento della sua acquisizione da parte della *Bank of America*. Il dissenso da parte del pubblico si è intensificato a seguito alla rivelazione che il gigante assicurativo *American International Group* (che aveva ricevuto più di \$122 miliardi di fondi federali di salvataggio) era in procinto di pagare \$121 milioni alla sua classe dirigente in ricompense non comprese nel regolare stipendio e offerte come incentivo agli *executives* a mantenere il proprio posto di lavoro nel corso di un ciclo economico cruciale (*retention bonuses*). Il disaccordo del pubblico per questi pagamenti – insieme alle credenze secondo cui i bonus di *Wall Street* siano stati la causa principale dell'eccessiva assunzione di rischi che ha contribuito a provocare la crisi finanziaria globale – ha portato ad un efficace divieto dei bonus in denaro per i partecipanti al *Troubled Asset Relief Program* del governo (TARP) e ad una regolamentazione di spazzamento della remunerazione dei dirigenti come parte del *Dodd-Frank Wall Street Reform Act* di luglio 2010 (Murphy, 2013).

Il dissenso pubblico verso i bonus pagati dalle istituzioni finanziarie travagliate non si limitava agli Stati Uniti. Nel marzo 2009, è infatti aumentata la pressione sul governo francese diretta a limitare i bonus bancari dopo che la banca francese *Natixis SA* aveva rivelato i suoi piani: pagare ai *traders* 70 milioni di euro in bonus per il 2008. Nello stesso mese, il ministro tedesco della finanza federale ha chiesto un rimborso dei bonus pagati nel 2008 dalla *Dresdner Bank*. In seguito nell'agosto 2009, sia la Germania sia la Francia hanno annunciato nuove norme restrittive per i bonus bancari, e l'allora presidente francese Nicolas Sarkozy ha esortato i leader delle prime 20 nazioni sviluppate del mondo (G20), a

seguirne l'esempio. All'inizio di settembre 2009, i Ministri dell'Economia e della Finanza di Svezia, Olanda, Lussemburgo, Francia, Spagna, Germania e Italia hanno congiuntamente richiesto un divieto totale sulle garanzie dei bonus e che la loro diffusione venga sviluppata in diversi anni (Murphy, 2013).

È evidente che le cause precise della crisi finanziaria globale saranno discusse per decenni (come sono ancora in discussione le cause precise che portarono alla depressione del 1930). Tuttavia, il consenso in evoluzione suggerisce che la crisi è stata sostanzialmente legata al crollo dei prezzi delle abitazioni statunitensi e che il contributo del *risk-taking* rifletteva una combinazione di fattori (almeno negli USA) quali le politiche sociali sulla casa di proprietà, politiche monetarie allentate, garanzie "*Too Big To Fail*" e innovazioni finanziarie mal implementate. Tuttavia, questi diversi fattori potrebbero avere poco a che fare con la cultura dei bonus bancari (Murphy, 2013).

Si potrebbe anche supporre che forse non è stata un'eccessiva assunzione di rischi ad aver provocato la depressione finanziaria quanto piuttosto l'ipotesi errata secondo cui i prezzi delle case avrebbero continuato ad aumentare (Murphy 2013). Fondamentalmente, i prezzi delle case artificialmente rilanciati da mutuatari che non potevano realisticamente beneficiare o rimborsare i loro prestiti non sarebbero potute aumentare all'infinito. Infatti, quando i prezzi delle case cominciarono a scendere, i mutuatari che in precedenza avevano rifinanziato o venduto loro case non ottennero alcun profitto e ciò intensificò il ritmo di pignoramenti. Le banche che avrebbero in precedenza raggiunto il *break even* anche sulle proprietà pignorate si trovarono pertanto ad affrontare enormi perdite. Inoltre, la globalizzazione del commercio mondiale e di capitali a lungo termine fece poi sì che le banche e gli investitori di tutto il mondo fossero colpiti dallo scoppio della bolla del settore residenziale statunitense (Turner, 2010).

L'ipotesi che il prezzo dell'*housing* avrebbe continuato a crescere è stato un errore di proporzioni epiche, ovviamente col senno di poi, ma non durante il *boom* immobiliare. Tuttavia, secondo alcuni, esso non è stato causato dai bonus bancari in quanto le più grandi banche commerciali e di investimento (e i loro dirigenti) ne hanno subito le tragiche conseguenze (Murphy, 2013).

### 2.1.3. Bonus bancari prima e dopo la crisi

La crisi finanziaria degli anni 2007-2009 ha avuto importanti conseguenze sulla remunerazione nelle grandi istituzioni di servizi finanziari. La Tabella 2.1 (tratta da Murphy, 2013) riporta il *ratio* tra retribuzione variabile e remunerazione fissa per gli Amministratori Delegati nell'UE e negli USA in banche che, a partire da novembre 2012, sono state identificate come “banche globali di rilevanza sistemica” (“*Global Systemically Important Banks*” *GSIBs*) dal *Financial Stability Board*.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>European Union</b>						
Barclays	2.6	3.3	0.0	0.0	2.5	3.7
BBVA	1.6	1.8	2.0	1.8	1.8	1.5
BNP Paribus	2.6	2.5	0.0	1.5	1.8	1.4
Deutsche Bank	10.4	11.0	0.0	7.2	2.8	2.8
Group BPCE	0.8	0.2	0.2	0.0	0.0	0.6
Groupe Agricole	Crédit 0.8	1.0	0.7	0.0	0.0	0.4
HSBC	1.6	0.9	0.0	3.7	2.4	3.6
ING Bank	3.1	2.7	0.0	0.0	0.9	0.0
Nordea	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
Royal Bank of Scotland	6.3	6.7	5.2	4.4	5.1	5.4
Santander	1.7	1.8	1.3	1.5	1.3	1.9
Standard Chartered	1.9	3.6	2.9	3.7	4.0	3.7
Société Générale	1.8	1.6	0.0	0.2	2.4	0.9
UniCredit	n/a	n/a	n/a	0.2	0.5	0.0
EU median	1.8	1.8	0.2	0.9	1.8	1.5
<b>USA</b>						
Bank of America	14.1	12.5	4.8	0.0 <sup>a</sup>	0.0	6.4
BNY-Mellon	12.0	18.3	10.7	9.9	18.0	19.1
Citigroup	23.6	24.3	38.9	0.0	0.0	7.9
Goldman Sachs	54.1	88.3	70.2	0.0	21.8	6.9
JPMorgan Chase	39.7	27.5	34.4	0.0	19.2	15.2
Morgan Stanley	50.6	50.2	0.0	0.0	17.6	15.2
State Street Corp	17.9	18.4	15.6	5.4	10.4	10.7
Wells Fargo	25.5	17.0	9.0	2.3	4.4	5.4
<i>US Median</i>	<i>24.5</i>	<i>21.4</i>	<i>13.2</i>	<i>0.0</i>	<i>14.0</i>	<i>9.3</i>

n/a implies that data are not disclosed.

<sup>a</sup> CEO received no remuneration for the year.

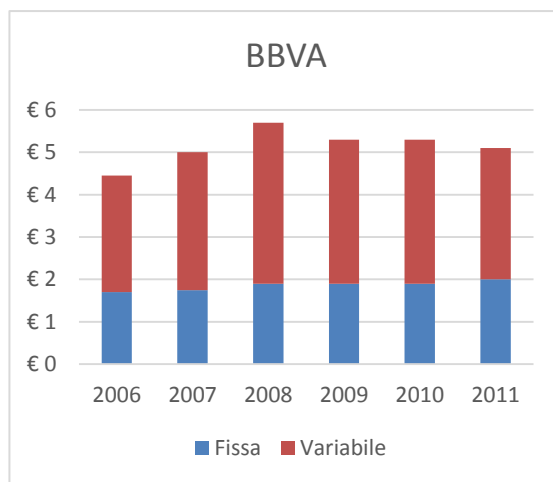
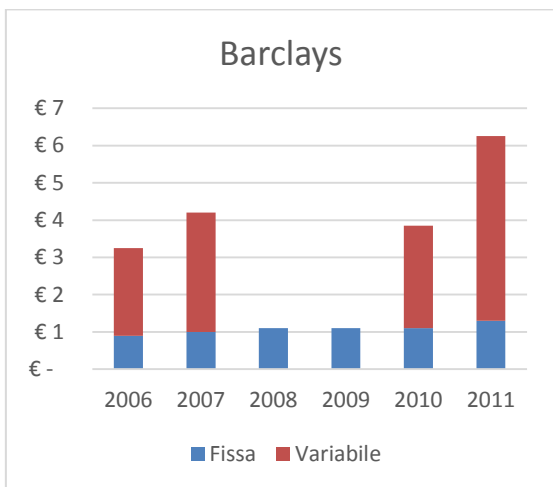
**Tabella 2.1. – Ratio of variable-to-fixed remuneration for G-SIB CEOs, 2006-2011.**

Come mostrato in tabella, il rapporto medio tra remunerazione variabile e remunerazione fissa per gli Amministratori Delegati in *GSIBs* europee e statunitensi è sceso significativamente dal suo livello pre-crisi durante la depressione ed è risalito

completamente o parzialmente negli anni post-crisi. La differenza più evidente nella predetta tabella è rappresentata dalle diverse pratiche di retribuzione adottate nell'Unione Europea in confronto a quelle vigenti negli Stati Uniti (Murphy, 2013).

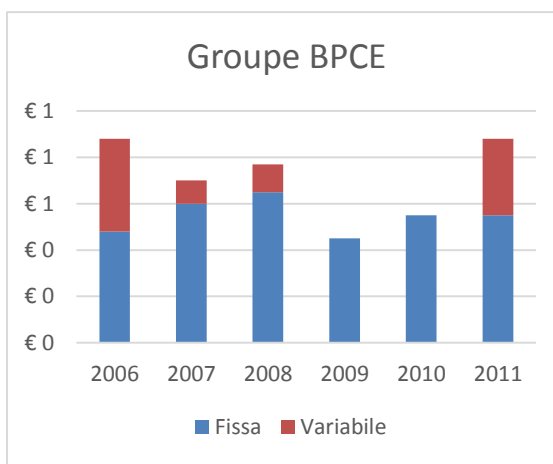
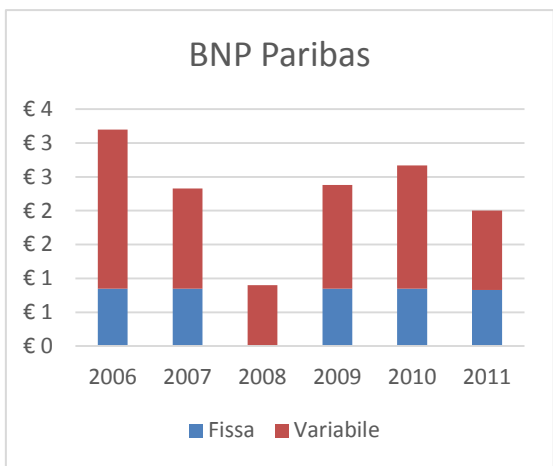
In particolare, gli Amministratori Delegati di GSIBs statunitensi hanno ricevuto, in anni profittevoli, una frazione sensibilmente maggiore del loro salario in forma di bonus in denaro, azioni vincolate, e *stock options* rispetto ai *manager* europei. In sostanza, la retribuzione per gli Amministratori Delegati degli Stati Uniti è stata coerente con l'obiettivo di fornire una bassa retribuzione in anni con bassa redditività e un'alta remunerazione in anni con elevata profittabilità.

Come discusso più dettagliatamente più avanti, GSIBs e altre grandi banche, in seguito alla crisi finanziaria, hanno affrontato una forte pressione politica per ridurre la parte variabile della retribuzione. Le tendenze retributive dipinte nella Tabella, risultanti peraltro dai successivi grafici (tratti da Murphy, 2013), potrebbero quindi riflettere sia una risposta a queste pressioni politiche sia la normale variazione dei rapporti salariali associata a fluttuazioni in termini di prestazioni. Un sondaggio riportato da Towers Watson (2011) suggerisce che le decisioni di pagamento delle remunerazioni post-crisi nel Regno Unito e in Germania siano stati guidati principalmente da fattori competitivi e di *business* e non da pressioni regolamentative e politiche.



Nota: la paga fissa è il salario di base. La paga variabile include bonus in contanti dell'anno corrente, bonus azionari dell'anno in corso, bonus in contanti differiti, bonus azionari differiti e il valore alla data di assegnazione di un premio di incentivo a lungo termine.

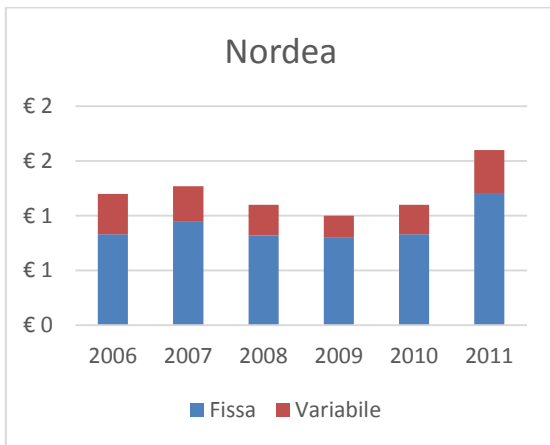
Nota: la paga fissa è una remunerazione fissa come determinata dalla società. La paga variabile riflette i pagamenti effettuati nell'anno in corso per le performance dell'anno precedente.



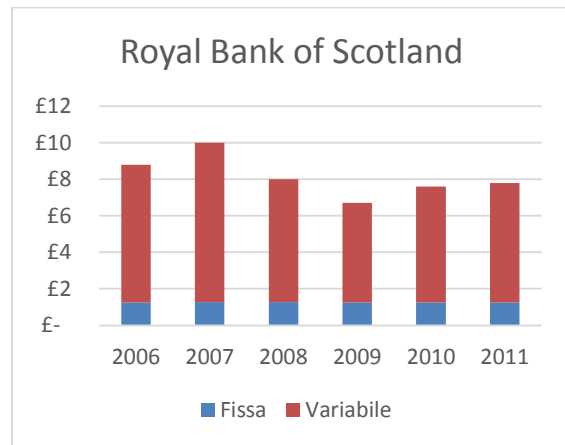
Nota: la paga fissa è il salario effettivamente pagato durante l'anno. La paga variabile include sia la remunerazione pagata alla fine dell'anno sia la remunerazione differita.

Nota: la paga fissa è riportata nella voce della direzione dell'esecutivo. La paga variabile include bonus in contanti effettivamente pagati durante l'anno, ma esclude i premi rinviati agli anni successivi.

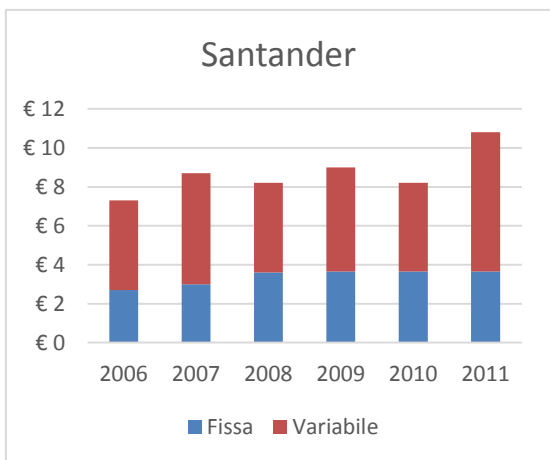




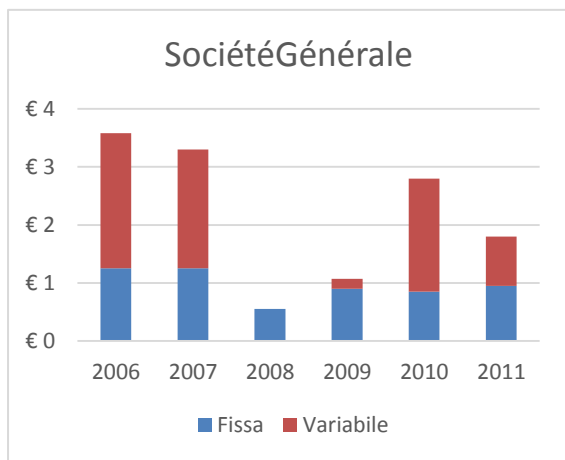
Nota: la paga fissa è il salario fisso. La paga variabile include il salario variabile e premi di incentivi a lungo termine (valutati alla data di assegnazione).



Nota: la paga fissa è il salario di base. La paga variabile include i bonus in contanti e valori alla data di assegnazione di azioni di un piano di incentivi a lungo termine più il prezzo di mercato su un numero di premi differiti.

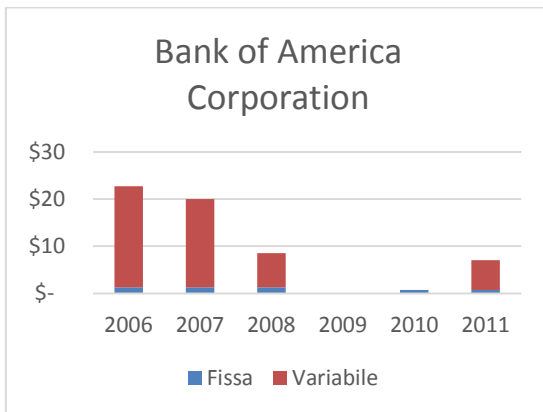


Nota: la paga fissa è la remunerazione fissa come riportato. La paga variabile include contanti e azioni immediati come anche contanti e azioni differiti.

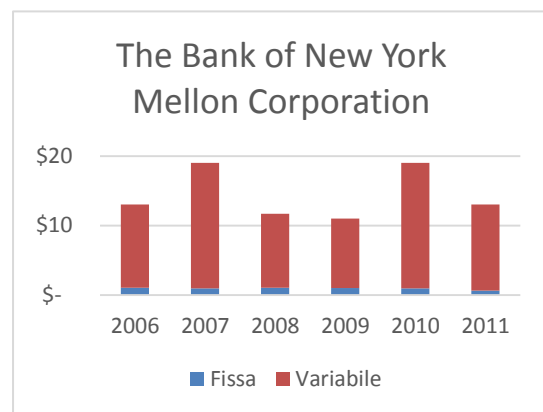


Nota: la paga fissa è data da un salario fisso e bilanci di conti di deposito fruttiferi a tempo. La paga variabile include l'ammontare pagato nell'anno fiscale, la remunerazione differita e non e quella extra.

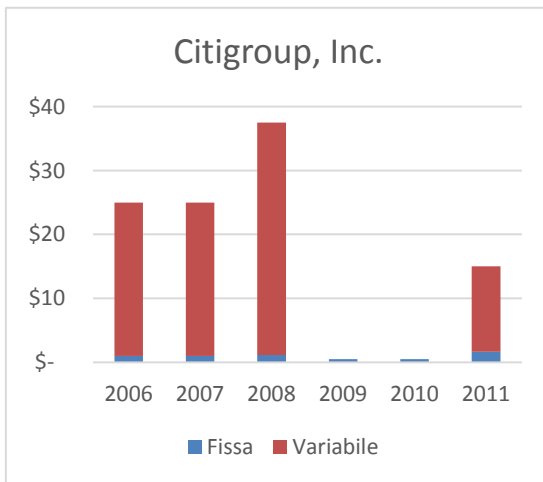
**Figura 2.1 2006-2011 – Retribuzione del CEO in banche globali sistematicamente importanti – EU.**



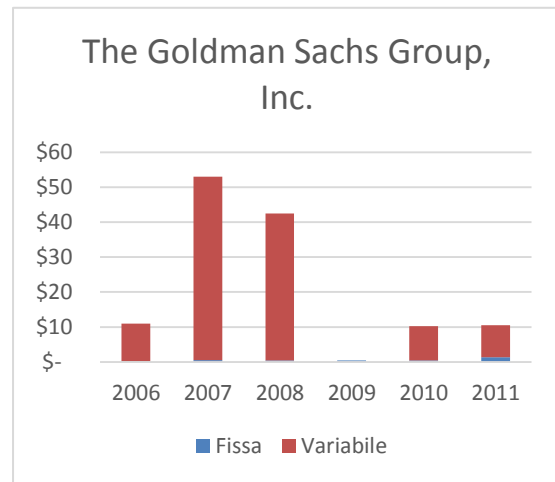
Nota: la paga fissa è il salario. La paga variabile include bonus in contanti e il valore alla data di assegnazione di *stock options* ricevute nell'anno fiscale. La remunerazione dell'anno fiscale 2009 è stata ridotta con il TARP; le restrizioni sono scadute il 9 dicembre 2009.



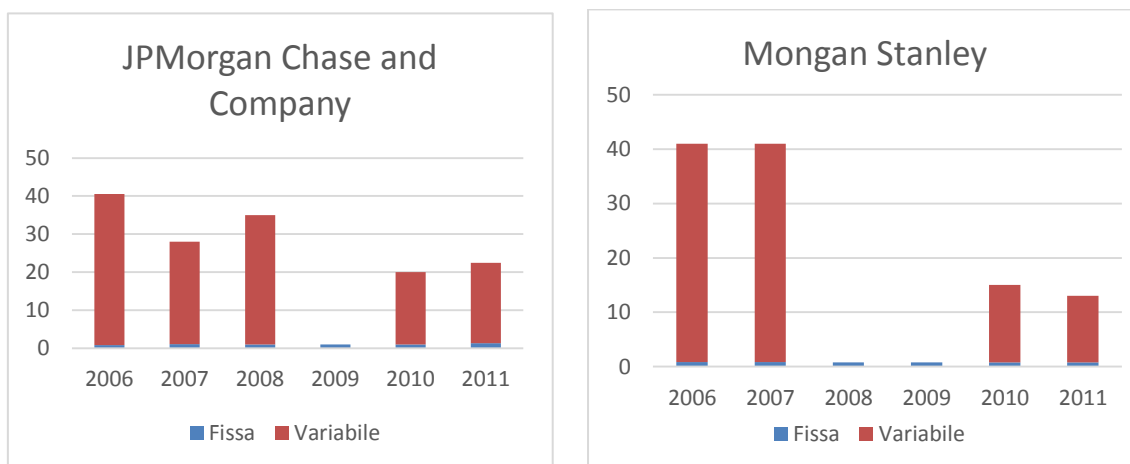
Nota: la paga fissa è il salario. La paga variabile include bonus in contanti e il valore alla data di assegnazione di *stock options* ricevute nell'anno fiscale. La remunerazione dell'anno fiscale 2009 è stata ridotta con il TARP; le restrizioni sono scadute il 17 giugno 2009.



Nota: la paga fissa è il salario. La paga variabile include bonus in contanti e il valore alla data di assegnazione di *stock options* ricevute nell'anno fiscale. La remunerazione dell'anno fiscale 2009 è stata ridotta con il TARP.



Nota: la paga fissa è il salario. La paga variabile include bonus in contanti e il valore alla data di assegnazione di *stock options* ricevute nell'anno fiscale. La remunerazione dell'anno fiscale 2009 è stata ridotta con il TARP; le restrizioni sono scadute il 17 giugno 2009.



Nota: Nota: la paga fissa è il salario. La paga variabile include bonus in contanti e il valore alla data di assegnazione di *stock options* ricevute nell'anno fiscale. La remunerazione dell'anno fiscale 2009 è stata ridotta con il TARP; le restrizioni sono scadute il 17 giugno 2009.

Nota: la paga fissa è il salario. La paga variabile include bonus in contanti e il valore alla data di assegnazione di *stock options* ricevute nell'anno fiscale. La remunerazione dell'anno fiscale 2009 è stata ridotta con il TARP; le restrizioni sono scadute il 17 giugno 2009.

**Figura 2.2 2006-2011 – Retribuzione del CEO in banche globali sistematicamente importanti – USA.**

Tuttavia, vi sono prove che le pressioni politiche abbiano avuto effetto. In particolare, mentre il livello globale delle retribuzioni è sceso dal 2006 al 2011 per 14 dei 21 amministratori delegati delle G-SIBs europee e statunitensi (inseriti nella Tabella 2.1), il livello della retribuzione fissa è di fatto aumentato. Infatti, la remunerazione fissa è aumentata per 11 dei 13 CEO europei ed è diminuito solo per due amministratori delegati europei. Analogamente, il salario di base è aumentato dal 2006 al 2011 per quattro degli otto CEO statunitensi; gli stipendi sono scesi per due CEO e sono rimasti invariati per altri due *manager*. Inoltre, un sondaggio tra 13 banche europee, effettuato nel 2012 da McLagan (AFME, 2012), ha rivelato che la retribuzione fissa per “professionisti bancari e del mercato finanziario” (comprendendo *equity*, entrate fisse, e *investment banking*) è aumentato del 37% tra il 2007 e il 2011.

## 2.2. Recenti sviluppi normativi: USA e UE

In seguito alla crisi finanziaria 2008-2009, scoppiata nel 2008 in seguito al fallimento di *Lehman Brothers*, le Autorità di Regolamentazione su entrambe le sponde dell'Atlantico hanno considerato o implementato regole volte a frenare gli eccessi percepiti

sia a livello di bonus bancari sia a livello di incentivi, forniti dagli stessi bonus, ad assumere rischi.

### **2.2.1. Provvedimenti adottati negli USA**

Negli Stati Uniti, l'evoluzione delle proposte di regolamentazione si è concentrata su differimenti imposti di bonus con esplicite disposizioni revocatorie; le proposte si sono bloccate salvo quelle di limitare esplicitamente il livello di bonus bancari o della remunerazione totale. Nel luglio 2010, il presidente Obama ha firmato la legge “*Dodd-Frank Wall Street Reform e Consumer Protection Act*” o “*Dodd-Frank Act*”, quale culmine dell’ampio e controverso sforzo del Presidente e del Congresso per regolamentare il settore dei servizi finanziari. L’atto è stato un provvedimento legislativo finalizzato, in primo luogo, a promuovere la stabilità finanziaria degli Stati membri migliorando la responsabilità e la trasparenza del sistema finanziario "troppo grande per fallire". In secondo luogo, esso è stato adottato al fine di proteggere il contribuente americano da salvataggi finali, per tutelare i consumatori contro pratiche abusive di servizi finanziari e per altri scopi.

Mentre le restrizioni salariali nella legislazione TARP si applicavano solo alle banche che ricevevano assistenza pubblica, la legge *Dodd-Frank* è andata ben oltre regolando la retribuzione per tutte le istituzioni finanziarie. Specificamente, la parte (a) della Sezione 956 del *Dodd-Frank* impone a tutte le istituzioni finanziarie di identificare e comunicare le modalità di remunerazione e di incentivazione che potrebbero portare a una perdita finanziaria materiale per l’istituto finanziario coperto o fornire a un *executive officer*, a un dipendente, a un amministratore o a un azionista principale una remunerazione, tasse o *benefit* eccessivi. Inoltre, la parte (b) della Sezione 956 vieta alle istituzioni finanziarie di adottare qualsiasi piano di incentivazione che secondo i regolatori incoraggia rischi eccessivi da parte delle istituzioni finanziarie coperte (Murphy, 2013).

In particolare, i provvedimenti contenuti nel *Dodd-Frank Act* possono essere così riassunti (IMF, 2014):

- “*Say on pay*”: le società quotate devono esprimere un voto non vincolante sulla retribuzione dei dirigenti designati almeno una volta ogni tre anni; queste società

devono anche esprimere un voto sulla frequenza del “*vote on pay*” almeno una volta ogni sei anni;

- “*Say on golden parachutes*”: le società quotate devono esprimere un voto non vincolante sul compenso della buonuscita milionaria quando devono votare su un offerta pubblica di acquisto;
- “*Increased disclosures and transparency*”: le società devono divulgare:
  1. la relazione tra la lo stipendio dei dirigenti e la *performance* finanziaria della società (includendo il valore delle azioni e il pagamento dei dividendi);
  2. la paga media nell’impresa (escludendo il CEO), lo stipendio complessivo del CEO e il suo *ratio*;
  3. qualunque operazione di copertura (il c.d. *hedging* è una pratica che consiste nell’effettuare una o più operazioni di copertura per proteggersi dai rischi legati ad un altro investimento) contro le diminuzioni nel valore dei titoli conferiti a ogni dipendente o dirigente;
- “*Integrity and accuracy of executive compensation*”:
  1. un nuovo criterio/standard per l’indipendenza del comitato retributivo;
  2. riottenere gli accantonamenti per consentire il recupero di ogni pagamento eccessivo basato su dati finanziari riportati in modo errato.

La responsabilità per l’implementazione dei contenuti della Sezione 956 del Dodd-Frank Act è ricaduta congiuntamente su sette agenzie: la *Securities and Exchange Commission*, la *Federal Reserve System*, l’*Office of the Comptroller of the Currency*, l’*Office of Thrift Supervision*, la *Federal Deposit Insurance Corporation*, la *National Credit Union Administration*, e la *Federal Housing Finance Agency* (IMF, 2014).

Nel marzo 2011, queste sette agenzie hanno emesso una proposta comune modellata in parte sulla Sezione 39 del *Federal Deposit Insurance Act*. Nonostante la proposta si sia astenuta dal limitare esplicitamente il livello della remunerazione dirigenziale, essa ha vietato una retribuzione irragionevole o sproporzionata alla quantità, natura, qualità e portata dei servizi prestati. Inoltre, la proposta ha richiesto che le società identifichino gli individui che siano capaci di esporre l’impresa a un rischio sostanziale e che almeno il

50% dei *bonus* da corrispondere a tali individui siano rinviati di tre anni o più; gli importi differiti sarebbero soggetti a confisca se la *performance* peggiora (Murphy, 2013).

Inoltre va precisato che, in generale, negli Stati Uniti le leggi federali sui titoli richiedono una chiara, concisa e comprensibile divulgazione sulle retribuzioni corrisposte a CEO, CFO e ad altri dirigenti di alto rango di società quotate. Diversi tipi di documenti che la società cataloga con la *Securities Exchange Commission* (SEC) includono informazioni sulle politiche e sulla pratiche di remunerazione dei dirigenti della società. Il documento che rende più agevole la raccolta di informazioni sulla retribuzione dirigenziale è probabilmente la dichiarazione annuale di delega (*proxy statement*). In essa, una società deve indicare le informazioni riguardanti l'ammontare e il tipo di retribuzioni per il suo CEO, CFO e per gli altri tre dirigenti più remunerati come anche i criteri utilizzati per la determinazione della remunerazione dirigenziale e il rapporto tra le pratiche di retribuzione e le *performance* aziendali.

Con la dichiarazione di delega annuale della SEC del 2010, è stato stabilito che le società debbano discutere (IMF, 2014):

- a. il punto fino a cui i rischi che emergono dalle politiche retributive potrebbero avere un impatto sfavorevole e determinante sulla società;
- b. come le politiche e le pratiche retributive siano in relazione con la gestione del rischio (*risk management*) e con gli incentivi per l'assunzione di rischio.

### **2.2.2. Provvedimenti adottati nell'UE**

In Europa, l'evoluzione delle proposte di regolamentazione si è concentrata sulla limitazione del rapporto tra remunerazione variabile e fissa.

Nel mese di aprile 2009, il "Gruppo dei 20" (G20), al fine di evidenziare potenziali problemi nel sistema finanziario globale, ha istituito il *Financial Stability Board* (FSB) che ha sostituito il *Financial Stability Forum* (FSF) al quale spettava il compito di promuovere la stabilità finanziaria internazionale e di ridurre i rischi del sistema finanziario grazie allo scambio di informazioni e alla cooperazione tra le istituzioni finanziarie mondiali. Le raccomandazioni di incentivazione più notevoli, rivolte direttamente al comportamento individuale, sono state inserite nel P&S (*"Principles and Standards for Sound*

*Compensation Standards*”) che il FSB di nuova formazione ha immediatamente emanato per fornire linee guida per i bonus bancari. Tale guida mirava a garantire una *governance* adeguata della retribuzione, l'effettivo allineamento della retribuzione con una prudente assunzione di rischi e un efficiente controllo di vigilanza e il coinvolgimento dei soggetti interessati. Inoltre, raccomandava che i bonus dovessero essere regolati per il rischio assunto dal dipendente; dovessero essere legati ai risultati di *performance*; dovessero essere rinviati per tener conto della durata dei rischi assunti; e dovessero essere pagati in un mix di contanti ed *equity*. L'obiettivo dei P&S emanati dal FSB consisteva nella concreta attuazione di queste regole e in una vigilanza efficace.

Successivamente, nell'agosto 2009, il presidente francese Sarkozy ha annunciato che egli avrebbe incoraggiato l'imposizione di limiti sui bonus bancari al successivo vertice del G20. Ma la speranza del presidente Sarkozy che le nazioni del G20 accettassero una protezione globale sui bonus bancari è svanita dopo che il Regno Unito e Stati Uniti hanno giudicato il tetto proposto troppo restrittivo. Tuttavia, al vertice di Pittsburgh del G20, i leader mondiali hanno acconsentito all'attuazione dei regolamenti proposti dal *Financial Stability Board* (Murphy, 2013).

In base alle proposte del FSB, che si sarebbero applicate soltanto al settore finanziario:

- almeno il 40% dei bonus di ogni dirigente doveva essere differito per un certo numero di anni, salendo al 60% per i bonus dei dirigenti più anziani;
- il periodo di differimento doveva essere di almeno tre anni, con almeno la metà versati sotto forma di azioni vincolate, piuttosto che in contanti;
- i pagamenti in contanti dovevano essere soggetti a misure di recupero.

Le proposte del FSB sono state progettate come un quadro internazionale, lasciando a ciascun paese la possibilità di adottare una legislazione nazionale specifica per la sua attuazione. Tuttavia, nonostante il presidente Obama avesse accettato il quadro del FSB, la *US Federal Reserve*, il regolatore bancario chiave negli Stati Uniti, ha respinto le raccomandazioni del FSB, sostenendo che un unico approccio basato su una formula avrebbe potuto esacerbare l'eccessiva assunzione di rischio. Tuttavia, la maggior parte dei

paesi dell'UE hanno poi abbracciato le raccomandazioni e si sono impegnati ad avere una legislazione in vigore già all'inizio del 2010 (Murphy, 2013).

Nel marzo 2010, in sede di Parlamento europeo è stato proposto “un giusto equilibrio” tra bonus e stipendi ed è stato affermato che i bonus non dovevano costituire più del 50% del totale della retribuzione annuale. La Commissione Parlamentare per gli Affari Economici e Monetari (ECON), nel giugno 2010 ha formalmente raccomandato di porre un tetto al rapporto tra remunerazione fissa-variabile ma il limite proposto sulla retribuzione variabile è stato successivamente abbandonato il 30 giugno, in seguito a negoziazioni con il Consiglio dei Ministri e la Commissione Europea. Invece, il Parlamento ha approvato norme in gran parte in linea con le precedenti raccomandazioni del FSB. Nel dicembre 2010, il Comitato delle Autorità Europee di Vigilanza Bancaria (CEBS) – seguendo determinati principi di redazione per attuare la proposta del Parlamento europeo - ha pubblicato le sue regole per la remunerazione bancaria. Secondo le nuove norme in vigore, un minimo di 40% a 60% della paga variabile doveva essere differita da 3 a 5 anni e soggetta a confisca in base alla *performance* futura. Inoltre, almeno il 50% della retribuzione variabile doveva essere conferita sotto forma di azioni o altri strumenti “*share-based*” soggetti a “periodi di ritenzione” (Murphy, 2013).

Nel mese di aprile 2012, il Parlamento Europeo ha rivisitato l'idea di imporre alle imprese un limite alla remunerazione variabile al massimo pari all'ammontare della retribuzione fissa, e il mese successivo l'ECON ha approvato il *ratio* 1:1 come una modifica della quarta Direttiva sui Requisiti Patrimoniali (“CRD-IV”). In seguito, nell'agosto 2012, il Parlamento ha respinto un compromesso della presidenza Danese volto ad aumentare il rapporto a 3:1 per i membri del consiglio e 5:1 per gli altri e la Commissione europea ha rifiutato la proposta 1:1 del Parlamento, indicando la sua preferenza a separare le questioni di remunerazione dalla CRD-IV. Nel dicembre 2012, il Parlamento ha rinviato il voto chiave sul *pay ratio* fino al 2013 (Murphy, 2013).

Nel 2013, sulla scia della crisi finanziaria scoppiata nel 2008 con il fallimento drammatico di *Lehman Brothers*, l'Unione Europea ha avviato una serie di riforme, direttive e regolamenti nel settore finanziario. Dopo lunghe trattative, i negoziatori delle istituzioni dell'Unione Europea hanno raggiunto un accordo preliminare che impone un tetto



massimo ai bonus dei banchieri. Infatti, nel febbraio 2013, l'Unione Europea ha raggiunto un accordo provvisorio che rientra nell'ambito del pacchetto di provvedimenti per la vigilanza bancaria Basilea III per limitare la quantità di bonus dei banchieri alla quantità di fissa retribuzione (cioè, un *one-to-one ratio*). Nonostante l'approvazione finale della CRD-IV sia stata minacciata dall'insistenza del Parlamento Europeo sul tetto sui bonus (Murphy, 2013), il 27 febbraio 2013, il Parlamento e il Consiglio dei Ministri dell'Unione Europea hanno annunciato un compromesso articolato nei seguenti punti (IMF, 2014):

- il rapporto tra retribuzione fissa-variabile deve essere limitato a 1:1, ma potrebbe essere aumentato a 2:1 con il sostegno di una maggioranza di azionisti (il 65% se viene raggiunto il quorum e 75% altrimenti);
- la retribuzione variabile comprende “ogni benefit al dipendente oltre a quelli richiesti dalla legge”;
- fino al 25% della retribuzione variabile può potenzialmente essere scontato se pagato in forma di “strumenti differiti a lungo termine” che sono posticipati di almeno cinque anni;
- coerentemente con il quadro attuale del FSB, almeno il 40% (e, per alcuni dirigenti, almeno il 60%) della retribuzione variabile è necessario che debba essere differita per un periodo non inferiore a tre/ cinque anni;
- fino al 100% della retribuzione variabile deve essere oggetto di *bonus-malus* o di clausole di restituzione;
- le nuove norme si applicheranno ai lavoratori la cui attività professionale ha un impatto significativo sul rischio, come il *management senior*, i dipendenti con funzioni di controllo e anche a chiunque riceva una remunerazione pari a quella degli individui di questi gruppi;
- le restrizioni si applicano ai dipendenti di tutto il mondo di cooperative di credito e imprese di investimento comprese le banche con sede nell' Unione Europea, l'Islanda, il Liechtenstein e la Norvegia (collettivamente, l'*European Economic Area* “EEA”);
- sono messe al bando le strategie di *hedging* o i contratti assicurativi che minerebbero gli effetti di un allineamento del rischio del pacchetto remunerativo;

- la nuova normativa richiede una divulgazione completa e dettagliata delle pratiche remunerative per società di grandi dimensioni e complesse: informazione sul legame tra lo stipendio e la *performance* (elemento comune), criteri di ricompensa tramite azioni ed importi complessivi della retribuzione. È richiesta una divulgazione qualitativa per imprese più piccole.

L'accordo provvisorio è stato formalmente approvato dal Parlamento europeo il 16 aprile 2013 e dal Consiglio Europeo dei Ministri nel giugno 2013. Pertanto, nella sua ultima revisione nel mese di agosto del 2013 il FSB ha riferito che tutti tranne due dei suoi *member jurisdictions* avevano completato l'incorporazione dei principi nelle loro regolamentazioni nazionali o linee guida prudenziali. Comunque, le nuove regole hanno acquistato efficacia a partire dal mese di gennaio 2014; i primi bonus annuali soggetti a restrizioni ai sensi dei regolamenti sono stati quelli pagati all'inizio del 2015 riferiti alle prestazioni del 2014 (Murphy, 2013).

Tuttavia, il 15 ottobre 2014 l'*European Banking Authority* (EBA) ha pubblicato i risultati dell'indagine sui compensi complementari o discrezionali che vengono assegnati al *top management* delle banche dell'Unione Europea. Il rapporto sottolinea come alcuni gruppi bancari, in totale 39, abbiano classificato alcune componenti complementari nella parte fissa dello stipendio. Questo procedimento è risultato, nella pratica, un "*escamotage*" per aggirare i limiti imposti sui bonus dalle direttive europee, in particolare nel rapporto tra remunerazione fissa e variabile previsto dalle norme europee fino al 100% della retribuzione fissa o fino al 200% se approvato dall'assemblea degli azionisti (La Repubblica, 15 ottobre 2014).

L'EBA, che precedentemente aveva spiegato che le componenti complementari della remunerazione denominate "*role-based*" per essere considerate parte fissa della remunerazione dovevano avere carattere "permanente", mentre nei fatti hanno carattere discrezionale, ha inoltre specificato che le componenti complementari o discrezionali sono fiorite proprio dopo l'approvazione della direttiva. Andrea Enria, il Capo dell'Autorità Bancaria Europea, ha infatti rilevato che nella maggior parte dei casi i pagamenti non soddisfacevano le condizioni necessarie per essere classificati come retribuzione fissa (Fleming et al., 15 ottobre 2014).

La sorveglianza bancaria europea ha pertanto richiesto misure restrittive sulle "indennità" per il personale *senior*, dichiarandole una manovra illegale per schivare il tetto fissato sui bonus della regione. Prendendo una decisione non condivisa dal Regno Unito, l'EBA ha invitato le Autorità europee competenti a muoversi in questa direzione imponendo agli istituti di credito di classificare correttamente questa voce nella parte variabile delle retribuzioni entro il 31 dicembre del 2014 per garantire che le indennità *role-based* siano regolate in conformità alla legge (La Repubblica, 15 ottobre 2014).

### **2.2.3. Conflitto tra BoE e Commissione Europea**

Merita, a questo punto, di essere segnalato il conflitto venutosi a creare tra la *Bank of England* (BoE) e la Commissione Europea.

Il Regno Unito rappresenta il più grande centro d'Europa per gli investimenti bancari e, in questo scenario, ha costituito anche il luogo in cui il Governo inglese ha cercato di opporsi al tetto sui bonus nelle corti europee (Fleming et al., 15 ottobre 2014).

Il parere dell'EBA, che si rivolgeva alla Commissione Europea e alle Autorità di Regolamentazione Nazionali, non era giuridicamente vincolante, e, di conseguenza, non era chiaro il suo probabile impatto nei singoli paesi europei (Fleming et al. 15 ottobre 2014). La Banca d'Inghilterra, nel mese di ottobre 2014, ha dichiarato di opporsi al tetto sui bonus poichè temeva che esso potesse rendere più difficile l'allineamento della remunerazione con le prestazioni e, secondo il suo governatore, Mark Carney, avrebbe avuto l'effetto collaterale indesiderato di limitare le possibilità di ridurre le remunerazioni (Fleming et al. 15 ottobre 2014). Inoltre, Andrew Bailey, il Capo della *Prudential Regulation Authority* della BoE, ha affermato che secondo la BoE il sistema delle indennità è stato un risultato non troppo negativo (Fleming et al., 15 Ottobre 2014).

Tra le banche che hanno utilizzato le indennità per pagare il personale di alto livello vi sono la *Goldman Sachs* e *Barclays*. Come già affermato, secondo le direttive dell'EBA, qualsiasi indennità deve essere classificata come retribuzione variabile se può essere rettificata da una banca su base discrezionale, se è offerta per un periodo limitato di tempo, se è legata ad una persona piuttosto che ad un ruolo, se può essere rivista sulla base di indicatori economici o di *performance* e comprende eventuali clausole penali se un

membro dello *staff* si licenzia previo avviso. L'indagine effettuata dall'Autorità Europea ha rivelato differenti gradi di non conformità e secondo il capo Enria la maggior parte delle disposizioni erano inferiori ai requisiti dell'EBA, calibrate, invece, in linea con la normativa in modo tale da mantenere la proporzione tra remunerazione variabile e fissa (Fleming et al., 15 Ottobre 2014). Ciò, secondo l'autorità, ha reso l'uso delle indennità uno strumento per eludere il tetto europeo sui bonus, utilizzato da banche che operano a Londra per rafforzare le buste paga e fornire un incentivo a mantenere il personale.

Secondo l'Associazione *British Bankers* ogni operazione che aumentava i costi fissi e riduceva la possibilità di utilizzare questi strumenti che le autorità di regolamentazione britanniche hanno messo in pratica negli ultimi anni sembrava controproducente (Fleming et al., 15 ottobre 2014).

Mark Carney, inoltre, sosteneva che ci fosse stato un progresso nella creazione di un sistema finanziario più sicuro dopo la crisi 2007-9: i requisiti prudenziali e il quadro di vigilanza per le banche erano ormai "in gran parte stabiliti" e il sistema era diventato più equo in quanto si voleva porre fine agli impliciti sussidi pubblici per le banche "troppo grandi per fallire". Ciò non significa, tuttavia, che la riforma del sistema fosse completa. Sono stati necessari altri passaggi per garantire un sistema finanziario più diversificato, fidato e aperto (Fleming, 17 novembre 2014).

A seguito dei 4,3 miliardi di dollari di multe per la manipolazione dei cambi, Mark Carney ha ritenuto che nuove strutture di retribuzione fossero necessarie per ricostruire la fiducia nel sistema bancario e per ridurre l'assunzione di rischi e del *planning* a breve termine. Nel mese di novembre 2014, citando le idee esposte il mese precedente da Bill Dudley, presidente della *Federal Reserve* di New York, Carney ha infatti proposto l'idea secondo cui il personale dirigente debba ricevere parte del salario come "*performance bonds*" piuttosto che come semplici contanti (*straightforward cash*) per garantire che esso operi nell'interesse a lungo termine della società (Financial Times, 17 novembre 2014). Nel caso di una buonuscita, l'alta dirigenza e i *risk-takers* della banca avrebbero perso i *bonds* e il debito avrebbe potuto essere utilizzato per aiutare a ricapitalizzare una banca in difficoltà.

Tuttavia, secondo gli esperti, l'idea poteva istituire un nuovo scontro tra la Banca Centrale del Regno Unito e le autorità di regolamentazione europee in quanto avrebbe portato ad un conflitto con l'EBA su ciò che può legittimamente essere considerata retribuzione fissa. Il Regno Unito ha avviato, nel mese di novembre 2014, una contestazione legale sul tetto fissato dall'Autorità Bancaria Europea. Successivamente, il Governo britannico ha chiesto alla Corte Europea di annullare le disposizioni della direttiva sostenendo che le misure potevano essere adottate sulla base di quanto stabilito nel Trattato sulla libertà di stabilimento e sulla libertà di prestazione dei servizi (articolo 53, paragrafo 1, Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea) e che queste rientravano nella politica sociale e, in quanto tali, nella competenza degli Stati membri (La Repubblica, 20 novembre 2014). In sostanza la Gran Bretagna riteneva che l'UE non potesse stabilire un limite agli stipendi nei singoli paesi. Prima dell'impatto del tetto sui bonus, entrato in vigore nel 2014, nelle banche europee, la retribuzione variabile era scesa dai 2/3 della retribuzione complessiva nel 2010 a circa la metà nel 2012 (La Repubblica, 20 novembre 2014).

Dall'analisi delle autorità europee è emerso che uno dei principali fattori scatenanti della crisi è stata la struttura dei sistemi retributivi all'interno delle banche e, in particolare, si è sottolineato come il pagamento di bonus ragguardevoli rispetto agli stipendi abbiano incentivato i dipendenti ad assumere rischi eccessivi per poter partecipare ai profitti a breve termine delle banche, ma non ai costi dei loro fallimenti che, nei casi più gravi, sono stati sopportati dai contribuenti. La posizione della Gran Bretagna è stata quindi respinta dall'avvocatura dell'Unione Europea secondo cui la parte variabile della remunerazione ha un impatto diretto sul profilo di rischio degli enti finanziari: essa può colpire la stabilità di quelli che possono liberamente operare nell'Unione e di conseguenza la stabilità dei mercati finanziari europei. Nel proprio parere pubblicato il 20 novembre 2014 in Lussemburgo, l'avvocato generale della Corte di Giustizia europea, Niilo Jääskinen, ha messo l'accento sul fatto che le nuove regole hanno come obiettivo di garantire la stabilità finanziaria e la tutela dei risparmiatori, e sono quindi legate al funzionamento del mercato unico (La Repubblica, 20 novembre 2014). Con riguardo al fatto che tali misure debbano essere considerate nel contesto della politica sociale, il giurista ha inoltre specificato che

fissare il rapporto tra remunerazione variabile e lo stipendio di base non equivale ad imporre un tetto massimo ai bonus dei banchieri o a fissare il livello di retribuzione, poichè non è fissato alcun limite allo stipendio di base al quale i bonus sono indicizzati (La Repubblica, 20 Novembre 2014). In seguito, il ministero delle Finanze britannico ha annunciato di procedere ad uno studio circa il parere espresso dalla Corte di Giustizia europea a Lussemburgo e le sue implicazioni (Romano, 21 novembre 2014).

Inoltre, all'inizio del 2015, uno scandalo ha investito i banchieri di Londra. La notizia che il colosso bancario americano *Goldmans Sachs* ha distribuito ai 121 *top manager* della propria sede londinese salari e bonus per un totale di 367 milioni di sterline ha suscitato sdegno e polemiche in Gran Bretagna. Secondo la tabella regolamentare ogni banchiere ha ricevuto in media 3 milioni di sterline, dunque perfino di più della media già elevatissima per i banchieri londinesi che aveva raggiunto 1 milione e 300 mila sterline nel 2014 (Franceschini, 2 gennaio 2015).

Le banche statunitensi sono infatti diventate più generose rispetto ai loro concorrenti europei, in particolare pagando più in contanti che in opzioni. *Morgan Stanley*, nel 2014, aveva annunciato che avrebbe pagato anticipatamente una percentuale maggiore di bonus in contanti - in parte per scongiurare le critiche che la retribuzione differita corrisposta ai dipendenti, in un ammontare di livello più elevato rispetto alla media, fosse una fonte di elevati costi nel futuro e in parte per soddisfare il personale (Arnold e Braithwaite, 11 gennaio 2015). Nel mese di gennaio 2015, era evidente che la maggior parte delle banche di Londra stesse cercando di aggirare le restrizioni, per esempio introducendo degli elevati rimborsi spese da sommare al salario nel conteggio dei bonus. Tuttavia, mentre le altre banche hanno diffuso le cifre sui bonus 2014 già nei mesi precedenti, la *Goldman* ha atteso l'ultimo giorno dell'anno per pubblicare i propri, suscitando accuse di voler nascondere un provvedimento che avrebbe certamente riaperto la controversia sui bonus eccessivi corrisposti ai banchieri. Infatti, secondo indiscrezioni pubblicate da quotidiano britannico *Daily Mail*, il colosso americano avrebbe concesso ai suoi dipendenti i bonus del 2013 appena in tempo per evitare di dover rispettare il tetto stabilito dall'Unione Europea. Inoltre, nessuno dei *top manager* della banca d'affari americana che hanno beneficiato dei bonus è stato individualmente identificato nei documenti inviati il 31 dicembre 2014 dalla

società alle autorità finanziarie del Regno Unito. Per di più, secondo la stampa londinese, sembra probabile che tra di essi vi sia Michael Sherwood, il co-responsabile della divisione internazionale di *Goldman Sachs* con sede a Londra, considerato il banchiere più pagato della capitale (Franceschini, 2 gennaio 2015).

Nel mese di febbraio 2015, la sorveglianza finanziaria del Regno Unito, nel tentativo di arginare la cattiva condotta (*misconduct*) delle banche americane, ha valutato se imporre ai banchieri, il rimborso del loro stipendio base e dei bonus che hanno ricevuto. A seguito dell'adozione del provvedimento da parte dell'Autorità Finanziaria di Autodisciplina (FCA), i banchieri si sono trovati nella condizione di dover affrontare il rimborso di somme riscosse in precedenza. La decisione è stata ovviamente presa in seguito all'introduzione del tetto europeo sui bonus, stabilito indipendentemente dalla forte opposizione del governo britannico. Tuttavia, il provvedimento europeo, progettato per contenere le alte retribuzioni nel settore finanziario nonché il comportamento errante degli operatori, ha invece portato ad un aumento dei salari di base (Binham, 10 febbraio 2015). Infatti, le prove aneddotiche raccolte dalla FCA hanno dimostrato che la retribuzione fissa dei banchieri è aumentata del 100% dal 2008, a seguito delle restrizioni introdotte sui bonus dopo la crisi finanziaria e dopo una serie di scandali che hanno distrutto la fiducia dei risparmiatori nelle grandi banche (Binham, 10 febbraio 2015).

#### **2.2.4. La proposta europea per le piccole istituzioni finanziarie**

All'inizio del 2015, le norme salariali dell'UE si applicavano già ad oltre 100 tra i maggiori gruppi finanziari del Regno Unito, ma un "test di proporzionalità" ha rivelato che tali disposizioni investivano solo le banche con *assets* maggiori di 50 miliardi di euro (Arnold e Agnew, 3 giugno 2015).

Nel mese di marzo 2015 l'Autorità Bancaria Europea ha proposto la rimozione di queste esenzioni nazionali per i creditori più piccoli e per le istituzioni non bancarie in modo che centinaia di gruppi finanziari, i c.d. "*shadow banking*", e gli istituti di credito più piccoli (ad esempio BlackRock, KKR Capital Markets, ICAP e Metro Bank ecc..) siano costretti a seguire tali regole (Arnold e Agnew, 3 giugno 2015). L'EBA ha pertanto richiesto un provvedimento che richiede a questi enti una serie di adempimenti:

- limitare i bonus corrisposti al personale al doppio del salario fisso;
- rinviare almeno il 40% di bonus di tre anni;
- ottenere l'approvazione del consiglio e quella regolamentare per i loro pacchetti retributivi europei.

Le Autorità di Regolamentazione Nazionali possono scegliere di rispettare le regole o di spiegare la non conformità del loro paese. Se la motivazione di non conformità non è soddisfacente, l'EBA potrebbe chiedere a Bruxelles di perseguire i regolatori nazionali nelle corti europee. L'Autorità Europea ha terminato il suo periodo di consultazione nel mese di giugno 2015 e spera che le norme entrino in vigore entro la fine dell'anno (Arnold e Agnew, 3 giugno 2015).

Come l'EBA si aspettava, l'Associazione dei Bancieri Inglesi (BBA) ha risposto alla sua proposta affermando che le richieste erano "sproporzionate" in quanto riguardavano numerose società che non sono di rilevanza sistemica e sostenendo che la proposta europea avrebbe minato la concorrenza nel settore bancario britannico. Infatti, secondo la BBA, richiedendo alle banche non comunitarie con piccole filiali nel Regno Unito di rispettare le norme salariali, queste potrebbero essere indotte da tali regole a uscire dal mercato e la posizione di Londra nei confronti di altri centri bancari internazionali come New York e Hong Kong potrebbe essere indebolita. Anche Antony Browne, il CEO della BBA, si è espresso a riguardo manifestando, nel mese di giugno 2015, la volontà che l'autorità europea riveda queste linee guida e adotti un diverso approccio (Arnold e Agnew, 3 giugno 2015).

Inoltre, Daniel Godfrey, l'amministratore di *The Investment Association* che rappresenta i consulenti finanziari del Regno Unito, ha affermato che l'EBA ha interpretato in modo errato la direttiva europea e che si deve consentire alle autorità nazionali competenti di esercitare la proporzionalità.



### **3. Capitolo 3 - Un modello di analisi del *pay cap***

#### **3.1. Introduzione**

L'analisi svolta nel capitolo precedente mostra che l'obiettivo delle diverse iniziative normative, in particolar modo in Europa, sia stato l'imposizione di limiti sul rapporto tra la parte fissa e quella variabile della retribuzione dei dirigenti.

Gli effetti dell'imposizione di vincoli alla remunerazione dei *manager* possono essere studiati utilizzando modelli di contrattazione ottimale in presenza di asimmetria informativa. In generale, fissare un limite allo stipendio potrebbe spingere i *top manager* delle aziende in difficoltà finanziaria a spostarsi verso imprese con migliori prestazioni, rendendo ancora più difficoltosa la sopravvivenza delle imprese economicamente svantaggiate e generando una maggiore instabilità in settori in crisi come è accaduto per il banking. Un recente studio teorico suggerisce che quest'effetto non sia l'unico possibile. Gli studiosi Eric S. Chou e Chien-Lung Chen (2015), hanno infatti mostrato che, in un modello principale-agente con *moral hazard* e responsabilità limitata imporre un tetto sulla remunerazione (*pay cap*) dell'agente (*manager*, direttori generali) può aumentare l'utilità attesa dell'agente. Sebbene le loro conclusioni contraddicano l'opinione comune secondo cui i limiti sulla paga spingono i dirigenti di un'impresa ad allontanarsi dalla stessa, esse sono coerenti con alcuni risultati che suggeriscono che l'imposizione di tetti retributivi aumenti i tassi di ritenzione dell'*executive* in modo significativo (si veda, ad esempio, DeVaro e Fung, 2010).

L'intuizione della conclusione raggiunta da Chou e Chen (2015) può essere spiegata nel modo seguente. Quando l'agente ottiene una rendita a responsabilità limitata, l'obiettivo del contratto ottimale del principale è quello di ridurre al minimo questa rendita, senza compromettere lo sforzo che dev'essere implementato dall'agente. Dall'analisi dei modelli standard emerge che il modo più efficace per ottenere tale risultato consiste nel pagare all'agente una somma maggiore in corrispondenza di livelli di output che siano altamente correlati con lo sforzo desiderato, in base alle probabilità di realizzazione dei diversi livelli di output. L'introduzione di un massimale retributivo comporta la riduzione dei pagamenti ottimali per i risultati (in termini di output) che meritano maggiore retribuzione, riducendo

quindi l'incentivo per l'agente di impiegare uno sforzo costoso in termini di utilità. Per indurre l'agente a selezionare lo stesso livello di sforzo, i pagamenti in corrispondenza degli altri livelli di output devono essere aumentati. L'effetto congiunto di queste modifiche alla struttura contrattuale dovrebbe comportare un pagamento atteso da parte del principale più elevato perché un tetto sulla paga più restrittivo necessariamente riduce l'efficacia dell'estrazione della rendita informativa da parte del principale (Chou e Chen, 2015, p.2).

L'analisi dei due autori consente di mostrare che le circostanze appena descritte possono comportare l'aumento dell'utilità attesa dell'agente sia nel caso di avversione al rischio sia nel caso di neutralità al rischio.

### **3.2. Il modello *set-up***

L'analisi condotta da Chou e Chen parte dalle seguenti ipotesi. Il principale decide di assumere un agente con nessuna alternativa al di fuori dell'impresa. La funzione di utilità dell'agente è  $u(\cdot)$ , dove  $u'(\cdot) > 0$ ,  $u''(\cdot) < 0$  (per l'avversione al rischio) o  $u''(\cdot) = 0$  (per la neutralità al rischio), e  $u(0) = 0$ . L'agente si troverà a scegliere uno sforzo di livello  $e \in \{0, 1\}$  non osservabile da parte del principale. La disutilità dell'agente di esercitare tale sforzo corrisponde a  $c \cdot e$ . Vi sono  $N$  possibili livelli di output, indicati come  $y_i$  dove  $i \in \{1, 2, \dots, N\}$ . Le probabilità che un livello di output  $y_i$  venga raggiunto quando lo sforzo implementato dall'agente è 1 o 0 sono, rispettivamente  $P_i$  e  $p_i$  (Chou e Chen, 2015).

Si effettuano ipotesi su  $P_i$  e  $p_i$  tali da rendere più probabile che un agente che implementi uno sforzo elevato ( $e = 1$ ) produca alti livelli di output rispetto ad un agente che si sottrae al proprio dovere ( $e = 0$ ). Tecnicamente, questo significa anche che:

$$P_j p_i > P_i p_j \quad \text{per ogni } j > i$$

Ipotizzando che lo sforzo dell'agente non sia osservabile, il principale può remunerare l'agente solo secondo i livelli di output osservabili e verificabili. Si assuma che  $w_i$  indichi la retribuzione corrisposta all'agente quando il livello di output realizzato è  $y_i$  (Chou e Chen, 2015).

All'interno di questo modello il problema del principale consiste nella minimizzazione dei salari corrisposti all'agente moltiplicati per le probabilità che il livello

di sforzo impiegato da questi sia 1. Matematicamente ciò può essere sintetizzato nella seguente espressione:

$$C(\bar{w}) \equiv \min_{(w_1, \dots, w_n)} \sum_{i=1}^N P_i w_i,$$

Tale problema, tuttavia, è sottoposto a una serie non trascurabile di vincoli. Il primo corrisponde al vincolo di compatibilità con incentivi il quale prevede che, dato lo schema di pagamento, l'utilità attesa corrispondente ad uno sforzo elevato sia maggiore, o al massimo uguale, all'utilità spettante all'agente nel caso in cui scelga di implementare uno sforzo basso. Un secondo vincolo al problema del principale è quello di partecipazione e, in base a tale vincolo, l'agente preferisce accettare il contratto ed impiegare uno sforzo elevato nello svolgimento delle attività che gli competono piuttosto che rinunciare alla stipulazione dell'accordo con il principale. Inoltre, un terzo vincolo, la cui comprensione è abbastanza intuitiva, impone che la remunerazione dell'agente sia maggiore o uguale a 0 ( $w_i \geq 0, \forall i \in \{1, \dots, N\}$ ). L'ultimo vincolo che rappresenta un'innovazione proposta dagli autori comporta l'introduzione di un massimale retributivo in base a cui la retribuzione  $w_i$  corrisposta all'agente, a seconda del livello di output osservato dal principale, deve essere minore o uguale ad un livello remunerativo  $\bar{w}$ :  $w_i \leq \bar{w}, \forall i \in \{1, \dots, N\}$ .

### 3.3. Piano di incentivazione ottimale

Risolvendo il problema di ottimizzazione di cui al paragrafo precedente, i due studiosi ottengono una particolare caratterizzazione del regime ottimale di incentivazione (si veda Chou e Chen, 2015, Lemma 1, pag. 6). Inoltre essi affermano che un livello  $i$  di output è "sfruttato" se il pagamento ottimale, indicato con  $w_i^*$ , per questo livello è positivo (cioè,  $w_i^* > 0$ ), e che un livello  $i$  di output è "più sfruttato" di un altro livello  $j$  se  $w_i^* > w_j^*$ . Inoltre, un livello di output è "parzialmente sfruttato" se  $0 < w_i^* < \bar{w}$  ed è "pienamente sfruttato" se  $w_i^* = \bar{w}$ . Il messaggio principale che gli autori vogliono comunicare nel Lemma 1 è che viene data la priorità allo sfruttamento di livelli di output in modo tale che un livello più elevato non venga mai sfruttato meno di un livello più basso. La forza motrice di questa priorità è la considerazione che un maggiore livello di output ha un più elevato rapporto di probabilità, e quindi risulta più informativo riguardo all'evento che

l'agente lavori, a fronte di un minore livello di output (Chou e Chen, 2015). Nel caso in cui l'agente sia neutrale al rischio, questa priorità viene riconosciuta in modo tale che un livello di output risulterà sfruttato solo se tutti i livelli superiori sono stati sfruttati e, pertanto, ci sarà al massimo un livello parzialmente sfruttato (Chou e Chen, 2015).

Nel caso di un agente avverso al rischio, invece, l'assegnazione delle priorità viene effettuata in modo da tenere conto della fornitura di assicurazione che rende ottimale, nella prospettiva del principale, la diffusione di premi intermedi tra diversi livelli di prodotto consecutivi. Da ciò deriva che ci saranno diversi livelli di output consecutivi parzialmente sfruttati (come mostrato dalla linea continua nella Figura 3.1. tratta da Chou e Chen, 2015, p.7).

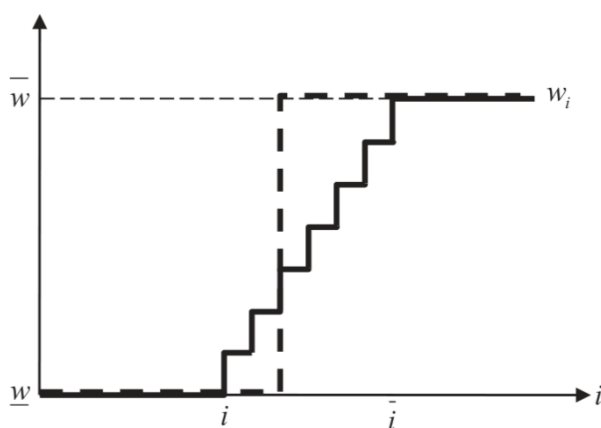


Figura 3.1. Priorità nello sfruttamento di differenti livelli di output

### 3.4. Effetto del tetto sulla paga

Avendo individuato la struttura del contratto ottimale, è possibile analizzare l'effetto di una diminuzione del *pay cap*. Gli autori rilevano che, quando tale *cap* retributivo diminuisce, i pagamenti che eccedono il nuovo limite necessitano di essere ridotti ma, al contempo, i pagamenti per altri livelli di output devono essere aumentati per mantenere intatti gli incentivi dell'agente di scegliere lo sforzo  $e = 1$  (il Lemma 2 in Chou e Chen, 2015, p.8, illustra come cambia lo schema ottimale di pagamento al variare del tetto sulla paga).

Infatti, come mostrato in Figura 3.2. (tratta da Chou e Chen, 2015, p.8), un tetto più stringente avrà il duplice effetto di diminuire il pagamento dell'agente in corrispondenza di alcuni livelli di output e di aumentarlo per altri.

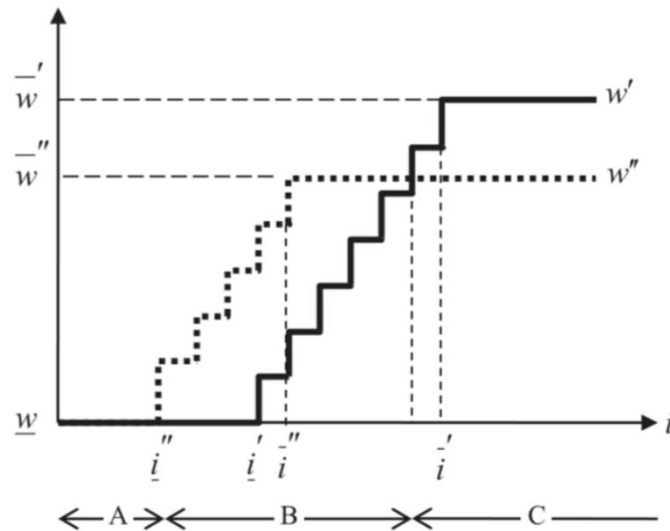


Figura 3.2. Effetto di una riduzione del tetto sul pagamento ottimale

Dal successivo grafico (Figura 3.3., tratta da Chou e Chen, 2015, p.7) risulta che l'utilità attesa dell'agente aumenta dal punto X al punto Z in seguito alla riduzione del *pay cap*.

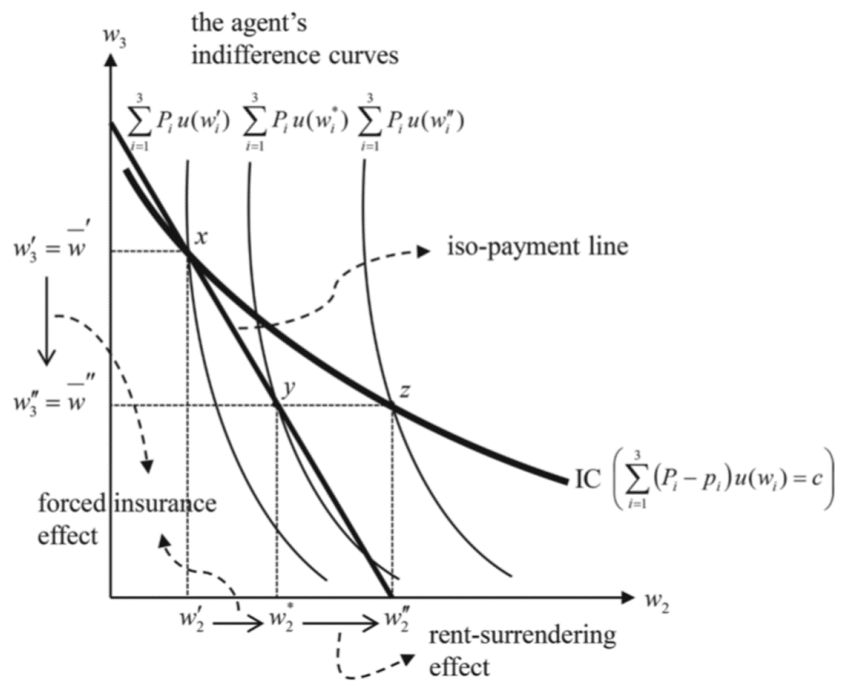


Figura 3.3. Benefici per l'agente derivanti dalla riduzione del tetto

Per comprendere l'intuizione economica, questo aumento può essere scomposto nella (i) variazione da X a Y, e (ii) nel cambiamento da Y a Z. La parte (i) rappresenta l'effetto di assicurazione forzata: esso sposta i pagamenti a sud-est di X lungo la linea di iso-pagamento per il principale, costituendo un subcontratto di assicurazione equa sul piano attuariale per l'agente. La parte (ii) rappresenta l'effetto di rendita assegnata: esso fa aumentare il pagamento per  $y_2$  e lascia invariati quelli per  $y_1$  e  $y_3$ . Il beneficio congiunto può essere compreso dalla combinazione di questi due effetti positivi (Chou e Chen, 2015).

Dallo studio degli autori (si veda Chou e Chen, 2015, Lemma 2, pag. 8) si può notare che, non appena il tetto sulla paga si fa più stringente, lo schema ottimale di retribuzione presenta un'assicurazione più elevata in quanto i pagamenti tra i diversi livelli di output tendono a diventare più omogenei. Quindi, l'effetto derivante dalla diminuzione del tetto costringe il principale a ridurre il rischio imposto all'agente, e a compensare la risultante perdita di incentivi aumentando il premio in corrispondenza di  $e = 1$ . Entrambi questi effetti aumentano l'utilità attesa dell'agente (Chou e Chen, 2015).

Pertanto, come affermato all'inizio del capitolo, all'interno del modello sviluppato dai due studiosi, l'introduzione di un tetto retributivo genera una maggiore utilità attesa dell'agente riducendo l'incentivo ad allontanarsi dall'impresa.

E' utile ricordare che gli autori di tale studio sottolineano che nella letteratura empirica è stata evidenziata una relazione positiva piuttosto sorprendente tra i vincoli finanziari a cui devono far fronte le imprese e i livelli salariali dei loro dipendenti (si vedano Currie e McConnell 1992, e Piekkola e Haaparanta 2006). Dato che probabilmente imprese finanziariamente più vincolate siano soggette a limiti maggiori nell'assegnare bonus ai dipendenti, tale evidenza può essere spiegata dalle conclusioni del modello di Chou e Chen.

La conclusione che l'agente possa beneficiare dal tetto sulla remunerazione è specifico per un particolare tipo di problema principale-agente. Nel modello attuale sono presenti sia il *trade-off* tra la fornitura di assicurazione e la fornitura di incentivi, che il *trade-off* tra l'estrazione di rendita a responsabilità limitata e la fornitura di incentivi.

## Conclusioni

Partendo da un'analisi degli istituti bancari e delle iniziative messe in atto sia dalle Autorità Centrali americane che europee, il presente lavoro inizialmente porta ad evidenziare le dinamiche che influenzano la retribuzione della classe dei funzionari dirigenti. Nell'ultimo decennio, infatti, l'ammontare renumerativo unito ai bonus concessi ai *manager* ha oltremodo superato i *benchmark* di riferimento. Il problema pertanto si pone sulla concreta necessità di imporre un tetto a tale retribuzione. Le conseguenze in taluni casi si sono rilevate particolarmente dannose registrando lo spostamento dei dirigenti verso altre imprese provocando instabilità in quelle più deboli e complessivamente nel settore bancario.

Tale problematica è quindi molto dibattuta sia a livello occidentale che asiatico evidenziando, in taluni casi, anche teorie nettamente contrastanti. Infatti nella parte finale di questo lavoro è stato approfondito uno studio portato avanti da due economisti che portano a conclusioni che, rispetto a quanto concretamente registrato nel mondo occidentale, teorizzano situazioni nettamente contrarie all'opinione comune e ampiamente suffragata da dimostrazioni tecnico-matematiche: in sintesi la presenza di un tetto alla remunerazione genera un effetto che tende a mantenere il *manager* nell'istituto in cui esso opera.

Le conclusioni si rivelano in definitiva particolarmente interessanti sotto due aspetti. Il primo è legato all'analisi del fenomeno tecnico-finanziario oggetto del lavoro in quanto tale. Il secondo pone l'accento sull'approccio empirico che, nel ribaltare di fatto l'opinione comune di talune situazioni, conferma l'esigenza di un metodo scientifico quantomai necessario se non indispensabile da seguire nell'affrontare le tematiche economico-finanziarie.



## ***Ringraziamenti***

*Desidero ringraziare tutti coloro che, in un modo o nell'altro, mi hanno sostenuto e aiutato nel raggiungimento del mio primo traguardo universitario.*

*In primo luogo, vorrei ringraziare il mio relatore, il prof. Luca Panaccione, per avermi dato l'opportunità di lavorare su questa tesi e di approfondire un argomento attuale e di notevole interesse.*

*In secondo luogo, vorrei dire profondamente grazie alla mia famiglia, in particolare a mio fratello Davide e a mio cugino Dario, per essere stata partecipe dei miei successi, per avermi incoraggiato nei momenti di difficoltà e per avermi dato sempre preziosi consigli.*

*Infine, non per importanza, un ringraziamento speciale va ai miei migliori amici che da anni sono un punto fermo per me nonchè compagni di vita con cui ho condiviso mille esperienze: Raffaele, Valeria, Ilaria, Davide, Geli, Donny e Pippo. Grazie di cuore.*

## Bibliografia

- AFME, *European Market and Liquidity Conference*, Londra, Febbraio 2012.
- Arnold M., Agnew H., *UK banks fight back against EU bonus cap extension*, in “Financial Times”, 3 Giugno 2015.
- Arnold M., *Banking bonuses set to disappoint in City and on Wall Street*, in “Financial Times”, 11 Gennaio 2015.
- Arnold M., Parker G., *Criticism of banker pay likely as UK election nears*, in “Financial Times”, 11 Gennaio 2015.
- Barker A., *EU agrees to cap bankers’ bonuses*, in “Financial Times”, 28 Febbraio 2013.
- Barker A., *Osborne gives up on challenge to bank bonus cap*, in “Financial Times”, 20 Novembre 2014.
- Binham C., *Reckless bankers face having to pay back salary*, in “Financial Times”, 10 Febbraio 2015.
- Braithwaite T., *Top US bank executives abandon share sale taboo*, in “Financial Times”, 16 Giugno 2015.
- Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Sandri S., *Principi di finanza aziendale*, Milano, McGraw Hill Education, 2011, pp. 292-302.
- Budde J., Kräkel M., *Limited Liability and the Risk-Incentive Relationship*, in “Journal of Economics”, vol. 102, 2011, pp. 97-110.
- Chou E. S., Chen C.-L., *Can Agents Be Better Off with Pay Caps?*, in “The Scandinavian Journal of Economics”, 2015, pp. 1-22.
- Cookson C., *Bankers have tendency to lie for financial gain, say scientists*, in “Financial Times”, 19 Novembre 2014.
- Currie J., McConnel S., *Firm-Specific Determinants of the Real Wage*, Review of Economics and Statistics, vol. 74, 1992, pp. 297-304.
- Demougin D., Fluet C., *Monitoring versus Incentives*, European Economic Review, vol. 45, 2001, pp. 1741-1764.
- Demougin D., Gravie D., *Contractual Design with Correlated Information under Limited Liability*, in “Rand Journal of Economics”, vol. 22, 1991, pp.477-487.

DeVaro J., Fung S., *The Retention Consequences of Caps on Executive Compensation During Financial Crises*, California State University, East Bay, Marzo 2010.

Dunkley E., *UK regulator challenges EU ruling on bank allowances*, in “Financial Times”, 22 Ottobre 2014.

Financial Times, *How bankers are paid is now everyone’s business*, disponibile sul sito internet <http://www.ft.com/cms/s/0/4d72a5a8-6e52-11e4-bffb-00144feabd0.html#axzz3mI5ww4CU>, 17 Novembre 2014.

Fleming S., *IMF calls for shake-up of bank executive pay*, in “Financial Times”, 1 Ottobre 2014.

Fleming S., Jenkins P., Barker A., *EU watchdog calls for clampdown on bankers’ pay*, in “Financial Times”, 15 Ottobre 2014.

Franceschini E., *VAFFANBANKA!*, ne “La Repubblica”, disponibile sul sito internet <http://www.dagospia.com/rubrica-4/business/vaffanbanka-decisione-goldman-sachs-regalare-121-manager-91639.htm>, 2 Gennaio 2015.

Il Fatto Quotidiano, *L’Ue mette un tetto ai bonus dei banchieri. Non oltre il doppio dello stipendio*, disponibile sul sito internet <http://www.ilfattoquotidiano.it/2013/02/28/lue-mette-tetto-ai-bonus-dei-banchieri-non-oltredoppio-dello-stipendio/515992/>, 28 Febbraio 2013.

International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report: risk taking, liquidity and shadow banking – curbing excess while promoting growth*, Ottobre 2014, pp 105-139.

Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, University of Rochester, Harvard Business School, 1976.

La Repubblica, *Corte Ue: “Il tetto ai bonus dei banchieri è legittimo”*, disponibile sul sito internet [http://www.repubblica.it/economia/2014/11/20/news/bonus\\_banchieri\\_tetto\\_ue-100990839/](http://www.repubblica.it/economia/2014/11/20/news/bonus_banchieri_tetto_ue-100990839/), 20 Novembre 2014.

La Repubblica, *La Fed mette alle strette JP Morgan: rischia un buco monstre da 22mld*, disponibile sul sito internet [http://www.repubblica.it/economia/finanza/2014/12/10/news/jp\\_morgan\\_fed\\_bucocapitale-102538125/](http://www.repubblica.it/economia/finanza/2014/12/10/news/jp_morgan_fed_bucocapitale-102538125/), 10 Dicembre 2014.

La Repubblica, *L’Eba contro le banche europee: aggirano le norme sui bonus dei manager*, disponibile sul sito internet

[http://www.repubblica.it/economia/finanza/2014/10/15/news/l\\_eba\\_contro\\_le\\_banche\\_europee\\_aggirano\\_le\\_norme\\_sui\\_bonus\\_dei\\_manager-98173248/](http://www.repubblica.it/economia/finanza/2014/10/15/news/l_eba_contro_le_banche_europee_aggirano_le_norme_sui_bonus_dei_manager-98173248/),  
15 Ottobre 2014.

Maisano L., *Banche, la scure di Londra sui bonus dei top manager*, ne “Il Sole 24 Ore”, disponibile sul sito internet  
<http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2015-06-24/banche-scure-londra-bonus-top-manager-131853.shtml?uuid=AC7ny3F>, 24 Giugno 2015.

Murphy J. K., *Performance Standards in Incentive Contracts*, in “Journal of Accounting and Economics”, vol. 30, 2001, pp. 245-278.

Murphy J. K., *Regulating Banking Bonuses in the European Union: a Case Study in Unintended Consequences*, in “European Financial Management” 19, 2013, pp. 631-657.

Piekkola H., Haaparanta P., *Liquidity Constraints Faced by Firms and Employment*, Applied Economics Quarterly, vol. 52, 2006, pp. 55-73.

Prendergast C., *The tenuous Trade-Off between Risk and Incentives*, in “The journal of Political Economy” 110 (5), Ottobre 2002, pp.1071-1102.

Ricciardi R., *Si sgonfiano i bonus per i bancari dei big. Ma lavorare in Goldman vale 233mila euro*, ne “La Repubblica”, disponibile sul sito internet  
[http://www.repubblica.it/economia/finanza/2013/10/31/news/si\\_sgonfiano\\_i\\_bonus\\_per\\_i\\_bancari\\_dei\\_big\\_ma\\_lavorare\\_in\\_goldman\\_vale\\_ancora\\_233mila\\_euro-69902140/](http://www.repubblica.it/economia/finanza/2013/10/31/news/si_sgonfiano_i_bonus_per_i_bancari_dei_big_ma_lavorare_in_goldman_vale_ancora_233mila_euro-69902140/), 31 Ottobre 2013.

Romano B., *Bonus ai banchieri, stop Ue a Londra*, ne “Il Sole 24 Ore”, disponibile sul sito internet  
<http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2014-11-21/bonus-banchieri-stop-ue-londra-063809.shtml?uuid=ABO3kSGC>, 21 Novembre 2014.

Squam Lake Working Group, *Aligning Incentives at Systemically Important Financial Institutions*, disponibile sul sito internet  
<http://squamlakegroup.org/Squam%20Lake%20Bonus%20Bonds%20Memo%20Mar%2019%202013.pdf>, 2013.

Squam Lake Working Group, *Regulation of Executive Compensation in Financial Services*, disponibile sul sito internet  
[https://www.google.it/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0CCYQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.cfr.org%2Fcontent%2Fpublications%2Fattachm vidents%2FSquam\\_Lake\\_Working\\_Paper8.pdf&ei=cxpCVf7dMsH2UPWygfgL&usq=AFQjCNFqB7YTDnNStYA5MQ8kMq4z2fWMpw&sig2=tiBFCAG5YpylizxIHEDDvw](https://www.google.it/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0CCYQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.cfr.org%2Fcontent%2Fpublications%2Fattachm vidents%2FSquam_Lake_Working_Paper8.pdf&ei=cxpCVf7dMsH2UPWygfgL&usq=AFQjCNFqB7YTDnNStYA5MQ8kMq4z2fWMpw&sig2=tiBFCAG5YpylizxIHEDDvw), Febbraio 2010.

Tirole J., *The theory of corporate finance*, Princeton and Oxford, Princeton University Press, 2006, pp 1-67.

Unione Europea, *Del trattato sull'Unione Europea e del trattato sul funzionamento dell'Unione Europea*, Lussemburgo, Marzo 2010.

Viñals J., Fiechter J., Narain A., Elliott J., Tower I., Bologna P., Hsu M., 2010. *The Making of Good Supervision: Learning to Say 'No.'* in "IMF Staff Position Note", Washington, International Monetary Fund, 2013.

Watson T., *Work Survey Report*, Canada, Dicembre 2011.