

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Organizzazione e Gestione delle risorse umane

EXECUTIVE COMPENSATION E ISTITUZIONI FINANZIARIE

ricerca di un equilibrio tra prudenza ed efficacia

RELATORE

Prof.

Gabriele Gabrielli

CANDIDATO

Anna Livia Leone

Matr. 176051

Anno Accademico 2014/2015

A mia nonna Anna e ai miei genitori

Indice

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO 1 - UNO SGUARDO D'INSIEME SULL'EXECUTIVE COMPENSATION	7
1.1 DEFINIZIONI E CLASSIFICAZIONI	7
1.2 LA RETRIBUZIONE FISSA	8
1.3 LA RETRIBUZIONE VARIABILE. IBT E ILT	9
1.3.1 LA GESTIONE DELLA PERFORMANCE A SOSTEGNO DI UNO SCHEMA IBT	11
1.3.2. IL SISTEMA DI INCENTIVAZIONE PER OBIETTIVI E LA BALANCED SCORECARD	12
1.4 I LONG TERM INCENTIVES	14
1.4.1 CASH	15
1.4.2 OPZIONARI	15
1.4.3 AZIONARI	17
1.4.4 IBRIDI	18
1.5 LE LEVE DI REMUNERAZIONE E I PARAMETRI	18
CAPITOLO 2 - LA CRISI FINANZIARIA DEL 2007 E LE DISTORSIONI EMERSE NELLA GESTIONE DELL'EXECUTIVE COMPENSATION	21
2.1 LE CARATTERISTICHE ATTUALI DELL'INDUSTRIA DELL'INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA E LE STRUTTURE INCENTIVANTI DEGLI <i>INVESTMENT MANAGERS</i>	21
2.2 LE CAUSE DELLA CRESCITA DELLA REMUNERAZIONE DEI MANAGER NEGLI USA TRA GLI ANNI '80 E I 2000	23
2.2.1 "MANAGERIAL POWER"	23
2.2.2 "EFFICIENT CONTRACTING"	24
2.2.3 "PERCEIVED COST"	25
2.3. CARATTERISTICHE DELLA SITUAZIONE RETRIBUTIVA ITALIANA	26
2.4 RELAZIONE INCENTIVI-RISCHI	27
2.5 LE SOLUZIONI PROPOSTE DA R.G. RAJAN	29
CAPITOLO 3 - LA NORMATIVA PRUDENZIALE IN TEMA DI POLITICHE RETRIBUTIVE NELLE ISTITUZIONI FINANZIARIE. IL CASO UNICREDIT	31
3.1 INTRODUZIONE	31
3.2 L'EVOLUZIONE DELLA NORMATIVA IN ITALIA	31
3.3 GLI INTERVENTI A LIVELLO EUROPEO	35
3.4 GLI STANDARD DEL FINANCIAL STABILITY BOARD	37
3.4.1 PRINCIPLES FOR SOUND COMPENSATION PRACTICES	37
3.4.2 IMPLEMENTATION STANDARDS	39
3.5 IL CASO UNICREDIT E IL CONCETTO DI SOSTENIBILITÀ	40
3.5.1 L'EXECUTIVE DEVELOPMENT PLAN	44
RIFLESSIONI CONCLUSIVE	48

BIBLIOGRAFIA	51
SITOGRAFIA	53

Introduzione

Questo elaborato si propone di descrivere l'evoluzione che ha interessato negli ultimi anni la gestione dell'executive compensation nelle istituzioni finanziarie. Tale processo è stato legato causalmente alla crisi finanziaria avviata nel 2007, durante la quale la governance all'interno dei grandi gruppi bancari e di altri intermediari finanziari si è spesso dimostrata inefficace e non rispondente a criteri prudenziali sotto il profilo del rischio. Le conseguenze di questa fragilità si sono impattate in un primo momento solo sull'economia finanziaria e dopo anche su quella reale, provocando dissesti all'interno di diversi Stati. L'argomento dell'executive compensation ha fortemente interessato l'opinione pubblica per le informazioni che i media più volte hanno trasmesso circa buone uscite esagerate o emolumenti e retribuzioni annue stellari. Il tema è meno scontato di quanto possa apparire. A testimonianza di ciò, vi è l'impegno profuso recentemente (dal 2008 in poi) da autorità nazionali e internazionali per disciplinare questo processo prima spesso lasciato a codici di autodisciplina o comunque alla discrezionalità delle singole organizzazioni.

La struttura dell'elaborato prevede un primo capitolo in cui viene spiegato cosa si intenda per executive compensation, quali siano gli strumenti per la sua realizzazione e quali collegamenti esistano tra essa e il performance management. L'executive compensation rientra nella gamma di scelte attinenti la politica retributiva di un'organizzazione ed è importante perché stabilire quanto e come remunerare chi guida un'impresa può influenzarne il successo e l'andamento nel tempo. Stabilire come remunerare gli executive implica un difficile equilibrio tra prudenza ed efficacia: da un lato il package retributivo è leva di attrattività e retention per i talenti, dall'altro può indurre, se mal costruito, a comportamenti indesiderati che possono svuotare di risorse un'organizzazione senza alcuna utilità. Oltre a ciò non bisogna dimenticare che l'organizzazione è fatta di persone che osservano ciò che le circonda, comprese le modalità di trattamento del vertice aziendale e hanno una percezione di giustizia organizzativa che può influenzarne l'operato e il grado di commitment. Gli esperti di settore sanno bene che il focus retributivo quando si parla di executive compensation è sulla parte variabile della remunerazione: bonus cash, azioni e opzioni possono essere alternativamente o contemporaneamente utilizzati per dare forma a una struttura incentivante personalizzata. Ma tecnicamente in base a quali parametri si stabiliscono premi per un executive? La prassi organizzativa ha visto affermarsi di due importanti strumenti che guidano nella definizione di obiettivi e modalità di misurazione della performance: l'MbO proposto dallo studioso P. Drucker e la Balanced Scorecard degli autori R. Kaplan e D. Norton. Questi due strumenti consentono, con i loro pregi e difetti, di collegare causalmente performance e premio nonché di garantire maggiore chiarezza e consapevolezza sugli incentivi da parte del management e del resto della popolazione organizzativa.

Il secondo capitolo si apre con una breve descrizione delle trasformazioni che hanno interessato l'industria dell'intermediazione finanziaria negli anni precedenti la crisi. Lo sviluppo tecnologico, la globalizzazione e la stretta interconnessione tra economie distanti, la deregolamentazione del settore finanziario e la mutazione del concetto d'investimento sono stati fenomeni reciprocamente influenzanti. Accanto al proliferare di nuove tipologie di intermediari finanziari come *mutual funds* e *merchant banks*, sono state modificate anche le strutture incentivanti per dipendenti e manager. Con l'unico fine di incrementare la redditività venivano corrisposti grossi incentivi a chi avesse assunto un livello di extra rischio rispetto ai *peer* di settore. Se non tutti sono d'accordo sull'attribuzione a tali sistemi incentivanti distorti di colpevolezza per la crisi, indubbio è l'aumento generalizzato dei differenziali retributivi testimoniato dai dati. All'interno di questa parte dell'elaborato vengono quindi riportate autorevoli teorie che hanno cercato di motivare il perché dell'aumento della remunerazione dei manager. Dopo un breve passaggio sulle peculiarità della situazione retributiva italiana, il focus si sposta sulle teorie di Conyon e dei suoi colleghi che hanno spiegato il nesso tra assunzione di rischio e remunerazione. Davanti alla crisi tanti economisti e policy maker sono stati trovati impreparati. In realtà però c'era chi già in tempi meno sospetti (2005) aveva colto le avvisaglie di una pericolosità insita nel sistema finanziario americano che avrebbe condotto, se esplosa, a una crisi devastante. Si tratta dell'economista indiano Raghuram Rajan che con il suo paper "*Has financial development made the world riskier?*" ha descritto le ragioni della maggiore rischiosità accumulata dal sistema finanziario inserendo tra queste le strutture incentivanti dei dipendenti e manager di banche e fondi comuni. Ha anche proposto a risoluzione di tali problemi dei meccanismi *market friendly* volti a garantire la retention dei manager senza però incorrere in un'assunzione sfrenata di rischi.

Il terzo capitolo racchiude tutta la recente normativa in tema di executive compensation nelle istituzioni finanziarie e dimostra l'interesse a livello italiano, europeo e internazionale che le autorità di vigilanza bancaria hanno riposto a salvaguardia degli equilibri finanziari. Attraverso l'operato del comitato di Basilea e delle autorità nazionali, come la nostra Banca d'Italia, si è cercato di armonizzare il regime di vigilanza bancaria che durante la crisi ha sofferto di alcune debolezze. Il passaggio dalla "raccomandazione" alla "regolamentazione" è l'ultimo step del cammino evolutivo che ha caratterizzato la gestione dell'executive compensation e ha dimostrato che l'autonomia imprenditoriale non sempre è in grado di assumere le scelte migliori per la sanità del sistema complessivamente inteso. I principi guida del *Financial Stability Board* e le direttive CRD III e IV hanno risposto all'esigenza di ripristinare criteri prudenziali nel processo decisionale per la definizione delle remunerazioni manageriali e hanno attribuito importanza agli organi societari come cuscinetti intorno all'operato dei manager. A chiusura dell'elaborato viene riportato il caso di UniCredit, uno dei gruppi più importanti a livello italiano ed europeo che, in anticipo rispetto agli altri *big player* di settore, ha percepito l'importanza di meccanismi cauti di definizione delle politiche retributive. Viene anche descritta l'importanza che ha per il gruppo il sistema valoriale e

la Carta d'Integrità, che dovrebbe ispirare il comportamento di dipendenti e manager verso un unico obiettivo di creazione di valore sostenibile per i clienti.

Capitolo 1 - Uno sguardo d'insieme sull'executive compensation

1.1 Definizioni e classificazioni

Con l'espressione executive compensation si indica l'insieme delle forme e delle modalità di retribuzione dei membri dei vertici societari tra i quali amministratori delegati, consiglieri d'amministrazione e, più in generale, del top management¹. L'executive compensation rientra quindi nel più ampio contenitore delle scelte che riguardano la strategia e la politica retributiva delle società.

Se un sistema di remunerazione è l'insieme delle decisioni quanti-qualitative di ricompense economiche da riconoscere ai membri di un'organizzazione (Milgrom, Roberts, 1994), la strategia retributiva è l'insieme dei principi di fondo perseguiti attraverso tale sistema in un'ottica di medio-lungo periodo, mentre la politica individua i comportamenti tali da realizzare la strategia retributiva adottata².

Tali termini, strategia e politica, indicano la necessità che tali scelte non siano lasciate al caso, ma, al contrario, siano caratterizzate da chiarezza e condivisione nell'organizzazione. Il processo di determinazione dei pacchetti retributivi passa attraverso tre livelli decisionali³:

- ✚ In un primo livello, che impegna di solito chi si occupa anche di definire la strategia dell'azienda nel suo complesso, si determinano gli obiettivi che la società vuole raggiungere attraverso quel sistema di compensation. Nelle società quotate, l'organo legittimato a fare ciò è il comitato di remunerazione, che deve avere cura della coerenza del sistema stesso con la cultura, l'organizzazione e la gestione delle risorse umane;
- ✚ al secondo livello troviamo chi recepisce queste linee guida e trasforma la strategia in politica retributiva. Gli attori coinvolti sono le direzioni delle funzioni aziendali più importanti, come la Direzione risorse umane, risk management e, ovviamente, tutti i responsabili delle diverse linee di business;
- ✚ spetta infine alla Direzione risorse umane, l'implementazione di queste politiche retributive, avendo attenzione anche ai risultati prodotti e a possibili interventi di revisione.

La delicatezza insita nella definizione di un sistema di compensation deriva dalle conseguenze negative che, scelte inadeguate in merito, possono avere. Un sistema di retribuzione che non funziona non permette all'impresa né di attrarre risorse e talenti dal mercato del lavoro (quelle competenze in grado di raggiungere il vantaggio competitivo), né di trattenerne chi nell'impresa c'è già attraverso un'adeguata spinta motivazionale. Allo stesso tempo, un sistema di compensation che non sia coerente con la strategia aziendale in generale, non riesce ad allineare il "successo" dell'individuo al successo organizzativo.

Queste problematiche sono ampliate quando si parla di executive compensation, in quanto l'organizzazione deve perseguire un difficile equilibrio tra il trattenerne e

¹Cuttillo, Fontana, 2012: p. 17

²Gabrielli, 2012: p. 285

³Cuttillo, Fontana, 2012: p. 22

motivare chi possiede competenze manageriali critiche, e, allo stesso tempo, pubblicizzare chiaramente i criteri che spiegano i differenziali retributivi e ottenerne la maggiore condivisione possibile, così da non impattare la percezione di giustizia organizzativa tra i lavoratori.

L'executive compensation si occupa quindi di "costruire" il *package* retributivo più adeguato, combinando le diverse componenti del compenso manageriale:

- ✚ la retribuzione fissa o contrattuale. Tipicamente la sua finalità è premiare il *job* e il suo contenuto. Può essere percepita sotto forma di RAL (retribuzione annua lorda) o come compenso per la carica di amm.re (emolumento)⁴;
- ✚ la retribuzione variabile nelle sue molteplici forme. E' la componente più significativa della remunerazione manageriale. Tradizionalmente si distingue tra retribuzione variabile di breve e lungo periodo, a seconda della sua struttura e degli obiettivi che, con i piani di incentivazione, vogliono essere raggiunti;
- ✚ benefit. Si tratta di un'ampia gamma di benefici addizionali che l'azienda concede ai manager, legati fundamentalmente al benessere della persona in tutte le sue forme. A differenza delle altre due componenti del package retributivo, i benefit esplicano la loro utilità non direttamente, ma indirettamente attraverso il loro utilizzo.

Sono proprio i benefit attinenti all'equilibrio tra vita professionale e privata che assumono particolare importanza nella teoria del *total rewards* (Brown, Armstrong, 1999). Anche se questa non è la sede per approfondire una tematica così importante, è opportuno richiamarla brevemente. Tale teoria consente un nuovo approccio alla gestione delle ricompense valorizzando quelle di natura intrinseca (legate alla soddisfazione nel fare bene il proprio lavoro e la padronanza acquisita), accanto alle ricompense di natura monetaria ed estrinseca. Il modello di *total rewards* è rappresentabile graficamente con una matrice a quattro quadranti all'interno dei quali le ricompense sono classificate a seconda della natura tangibile o intangibile dei premi e della individualità o mutualità degli stessi. Il quadrante che vede l'incontro delle dimensioni mutualità e intangibilità, racchiude tutte le ricompense legate al *work environment*, e ai riconoscimenti non finanziari che stanno assumendo sempre maggiore importanza nel mondo delle organizzazioni per sostenere il *commitment* e costruire un *employer brand* più forte.

1.2 La retribuzione fissa

Il compenso fisso può essere definito come "*il livello minimo che l'organizzazione di riferimento attribuisce a un determinato soggetto coerentemente con la professionalità richiesta per il ruolo ricoperto e con il trascorso professionale*"(De Mutiis,2012). Una caratteristica intrinseca della componente fissa della retribuzione è la sua continuità e stabilità nel tempo. Questa caratteristica deriva dalla fonte che istituisce la retribuzione fissa che può essere rappresentata dai contratti collettivi di categoria o aziendali, da norme di legge, oppure da accordi tra il collaboratore e l'azienda. Nonostante, come in precedenza indicato, la retribuzione fissa non rappresenti la voce più significativa per il *compensation package* di un manager, è importante definire cosa ricompensa e quali siano i nessi in termini pratici tra retribuzione fissa e variabile.

⁴Cutillo, Fontana, 2012: p. 23

La retribuzione fissa ricompensa principalmente:

- ✚ i compiti e le responsabilità previste dal ruolo (*pay for job*);
- ✚ la prestazione realizzata e valutata attraverso adeguati sistemi di *performance appraisal (pay for merit)*;
- ✚ le competenze richieste dal ruolo (*pay for competence*).

E' qui congruo ricordare che, quando si parla di ruolo, il primo e più importante metodo da utilizzare è la *job evaluation*, che assegna un punteggio in modo sistematico e oggettivo a tutti gli elementi che costituiscono il contenuto del lavoro, così da determinare il valore di una posizione all'interno dell'organizzazione. Il metodo di valutazione delle posizioni ha l'importante finalità di ridurre la soggettività delle politiche retributive e di motivare adeguatamente quei differenziali retributivi che se non correttamente interpretati potrebbero incidere negativamente sulla percezione di equità in azienda⁵.

Il nesso che lega retribuzione fissa e variabile è la constatazione che la prima è un *benchmark* per la seconda. Nel merito, bisogna tenere presente che gli azionisti potrebbero non essere favorevoli a una bassa retribuzione fissa, se confrontata con la variabile, perché questo potrebbe essere sintomo di una predilezione nella scelta di orientamenti al breve periodo, piuttosto che a una sostenibilità della performance di medio-lungo.

In realtà, le organizzazioni, nella determinazione della struttura retributiva (in cui vengono indicati il livello medio, minimo e massimo di retribuzione per ciascun ruolo), si affidano alle indagini retributive⁶ che si occupano di diffondere, a favore di tutte le imprese richiedenti, informazioni anonime riguardanti il livello medio quanti-qualitativo delle retribuzioni annue (lorde, globali o totali), così da non discostarsi troppo da esso a discapito della competitività.

Le decisioni inerenti la retribuzione fissa influenzano la motivazione dei manager, possono portarli ad abbandonare l'organizzazione se altre hanno in tal senso condizioni più competitive, e, in ultima istanza, contribuiscono in modo significativo al benessere organizzativo e alla qualità del clima interno se gestite opportunamente.

1.3 La retribuzione variabile. IBT e ILT

La componente variabile della retribuzione è la leva più importante di cui dispone un'organizzazione per personalizzare il package retributivo degli individui e, contemporaneamente, rispondere alle esigenze di efficienza e di efficacia di un'organizzazione complessivamente intesa. Tra le molteplici classificazioni indicate dalla letteratura dei diversi schemi di retribuzione variabile, assume molta importanza la distinzione in base alla finalità che gli schemi medesimi vogliono perseguire. In tal senso abbiamo diverse possibilità, tra le quali⁷:

- ✚ incentivare gli sforzi a breve termine delle risorse umane per realizzare significativi risultati;

⁵Profili, Sammara, 2012: p. 132

⁶Gabrielli, 2012: p. 290

⁷Gabrielli, 2012: p. 298

- ✚ premiare le prestazioni eccellenti e i comportamenti cosiddetti di cittadinanza organizzativa coerenti con la cultura dell'organizzazione;
- ✚ generare maggiore coinvolgimento, senso di appartenenza e sviluppare maggiore collaborazione;
- ✚ aumentare il coinvolgimento del management e dei dipendenti nei processi decisionali, così da avere una maggiore sinergia tra risorse umane e organizzazione.

Questi schemi possono interessare singoli individui e si parla, in tal caso, di schemi di natura individuale, oppure una categoria qualificata di persone (*narrow based schemes*), o ancora tutta la popolazione organizzativa (*broad based schemes*). A titolo esemplificativo, quando parliamo di schema di retribuzione variabile per un management, potremmo, per esempio, implementare un sistema di MbO. Se, invece, ci riferiamo a uno schema per una classe professionale come i venditori, dovremmo, più correttamente, implementare un sistema di incentivazione commerciale che allinei gli sforzi di tutti coloro appartenenti alla stessa.

Una classificazione estremamente importante per capire come le aziende premiano i loro manager è quella relativa all'orizzonte temporale. Si parla infatti di:

- ✚ incentivazione di breve termine o (IBT) o con terminologia anglosassone *short term incentives*;
- ✚ incentivazione di lungo termine (ILT) o con terminologia anglosassone *long term incentives*.

I piani d'incentivazione di breve termine premiano tipicamente il raggiungimento di un certo standard di performance individuale entro un arco temporale minore o uguale ad un anno. I *long term incentives*, al contrario, prevedono il raggiungimento di obiettivi su orizzonti temporali più lunghi (almeno tre anni) e sono differenti da quelli di breve per le finalità intrinseche al loro utilizzo.

E' forte il dibattito circa la convenienza nell'utilizzo dell'una o dell'altra forma di incentivazione. Se da un lato gli IBT sostengono e rafforzano una cultura del risultato e creano una forte interdipendenza tra produttività, costi, ricavi e performance economico-finanziarie aziendali nell'arco dell'anno (Seacombe, 2012), allo stesso tempo, possono creare delle distorsioni nel comportamento degli agenti organizzativi e, in particolare, dei manager, come per esempio l'assunzione di maggiori rischi, se, attraverso questi, sono in grado di influenzare la variabile obiettivo oggetto del sistema premiante.

L'utilizzo di forme di ILT è aumentato negli ultimi anni. Come mostrato da un'indagine della Hay Group del 2010 (Executive Compensation Report Italia) circa le tendenze nell'executive compensation, il 72% delle imprese del campione ha un piano di incentivazione a lungo termine. Più o meno allo stesso risultato è giunta un'altra indagine (Top Executive Italia 2011) della AON Hewitt, secondo la quale il 62% delle aziende del campione presentava un piano di ILT. Le motivazioni di tale aumento vanno ricercate non solo in una maggiore consapevolezza, da parte delle organizzazioni, che un allineamento più intenso con l'orientamento strategico a lungo termine è necessario, ma, anche, nella circostanza per la quale i sistemi di incentivazione a breve hanno mostrato parecchie carenze nel recente periodo di crisi finanziaria, spingendo spesso le

organizzazioni ad assumere scelte contro la propria sostenibilità economica, oppure distruggendo la loro reputazione.

1.3.1 La gestione della performance a sostegno di uno schema IBT

L'executive compensation e, più in generale, la gestione delle ricompense all'interno di un'organizzazione, sono legate a tanti altri sistemi e processi di gestione delle risorse umane. Uno fra questi è il sistema di performance management. Attraverso i processi di gestione e valutazione della performance, è possibile corrispondere i premi di breve termine, senza una diretta esplicitazione della correlazione funzionale tra valutazione ed erogazione dell'incentivo⁸ (logica invece valida per i sistemi di MbO). In tali casi, si potrebbe parlare di "retribuzione variabile di merito legata alla prestazione"⁹. Un sistema di performance management è qualcosa di più ampio di un semplice sistema di valutazione della performance (o *performance appraisal*) e serve a rispondere alle aspettative di ciascun collaboratore, realizzandone il potenziale a beneficio personale e dell'impresa. A una prima fase nella quale vengono condivisi con l'individuo gli obiettivi di performance e il piano di sviluppo, segue la fase di svolgimento del *task*, durante la quale l'individuo viene monitorato così da poterlo re-indirizzare nell'ipotesi di eventuali falle. Nella fase finale di un ciclo di performance management, si ha un incontro di feedback all'interno del quale, oltre a una discussione tra valutato e valutatore circa la performance nell'arco di tempo considerato, si progettano eventuali piani di miglioramento, per rafforzare i punti di forza del collaboratore o svilupparne delle potenzialità.

Un sistema di performance management è implementato con riferimento almeno a sei scelte fondamentali¹⁰:

- ✚ l'orizzonte temporale di riferimento di ciascun ciclo di valutazione;
- ✚ l'oggetto della valutazione;
- ✚ chi è incluso nel sistema di performance management;
- ✚ quali strumenti e tecniche sono più idonei;
- ✚ come gestire il feedback;
- ✚ modalità di comunicazione del sistema.

Soprattutto nel campo dell'executive compensation, sono sempre più diffusi sistemi di performance management che hanno ad oggetto non solo il raggiungimento di risultati quantificabili (il *cosa*), ma, si valutano anche i comportamenti agiti e la qualità della prestazione (il *come*). Lance e Berger (2004), spiegano che, mentre in un sistema di performance management, orientato ai risultati (il *cosa*), si valuta il grado di raggiungimento degli obiettivi e ciò comporta un difficile equilibrio tra breve e lungo periodo, un sistema orientato ai comportamenti valuta la frequenza con cui certi comportamenti sono messi in atto, ma non ha la certezza che gli stessi determinino i risultati sperati. Entrambi gli approcci presentano, quindi, dei pro e dei contro che devono essere significativamente tenuti in considerazione a seconda del contesto e delle caratteristiche della popolazione che rientra nell'adozione del sistema di performance management. In questa sede parliamo di performance management "a servizio" delle decisioni di executive compensation, ma in realtà i sistemi di gestione

⁸McConkey, 1987

⁹Gabrielli, 2012, p. 300

¹⁰Gabrielli, Profili, 2012: p. 192

della performance sono estesi spesso alla maggior parte, se non alla totalità, della popolazione organizzativa. Una volta costruito il sistema di performance management, il bonus di merito viene erogato relativizzandolo al posizionamento retributivo della persona, alle sue competenze, e alle sue prospettive di sviluppo. In ultima istanza, si può anche ricordare che, sulla base dei sistemi di performance management, è possibile premiare le persone con incrementi di retribuzione fissa oltre che con l'erogazione del bonus, qualora il livello della performance fosse particolarmente elevato.

1.3.2. Il sistema di incentivazione per obiettivi e la Balanced Scorecard

Per premiare un manager con incentivi di breve termine, sistemi consolidati nella prassi sono il Management By Objectives e la Balanced Scorecard. Il sistema di incentivazione per obiettivi si distingue nettamente dal sistema di erogazione di bonus di merito legati alla prestazione, per una caratteristica: l'esistenza di uno schema contrattuale. In tale schema vengono preventivamente stabiliti:

- + quali sono gli obiettivi;
- + quale è l'entità del premio;
- + a che grado di raggiungimento degli obiettivi vi è la corresponsione massima del premio (e a che grado di raggiungimento degli obiettivi non vi è alcun premio, o una corresponsione minima).

Tale sistema, proposto nel 1954 da Peter Drucker, utilizza i meccanismi del rinforzo e dell'aspettativa. Consente, infatti, *ex ante* di focalizzare l'attenzione dei manager su obiettivi chiari, precisi e comunicati correttamente, ed *ex post*, di creare rinforzo attraverso il controllo dei risultati e l'erogazione del premio¹¹. L'identificazione degli obiettivi è centrale soprattutto quando si parla di executive. E' lo stesso Drucker ad utilizzare un acronimo "S.M.A.R.T." (*specific, measurable, achievable, realistic, time related*) per descrivere quali caratteristiche dovrebbero presentare gli obiettivi. Come indicato anche nella teoria del *Goal Setting* di Latham e Locke, obiettivi precisi, sfidanti ma raggiungibili e coerenti con la posizione ricoperta, sono stimolanti e non deprimono l'individuo, ma, anzi, consentono un autocontrollo dei propri progressi, attraverso la loro misurabilità. Quando si parla di obiettivi realistici, significa anche considerare quale sia l'effettiva capacità del manager in termini di conoscenze, strumenti, risorse e competenze, che può influenzare la variabile target prescelta. Bisogna cioè valutare se e in quale misura il manager è in grado di influenzare, attraverso la sua prestazione, il raggiungimento di quel risultato. Per esempio, se per il direttore delle vendite di un'impresa viene scelto come obiettivo per l'MbO il raggiungimento di un determinato ROI, non è sempre facile distinguere quanta parte del risultato raggiunto è dovuta al contributo effettivo della persona e quanto ad altri fattori.

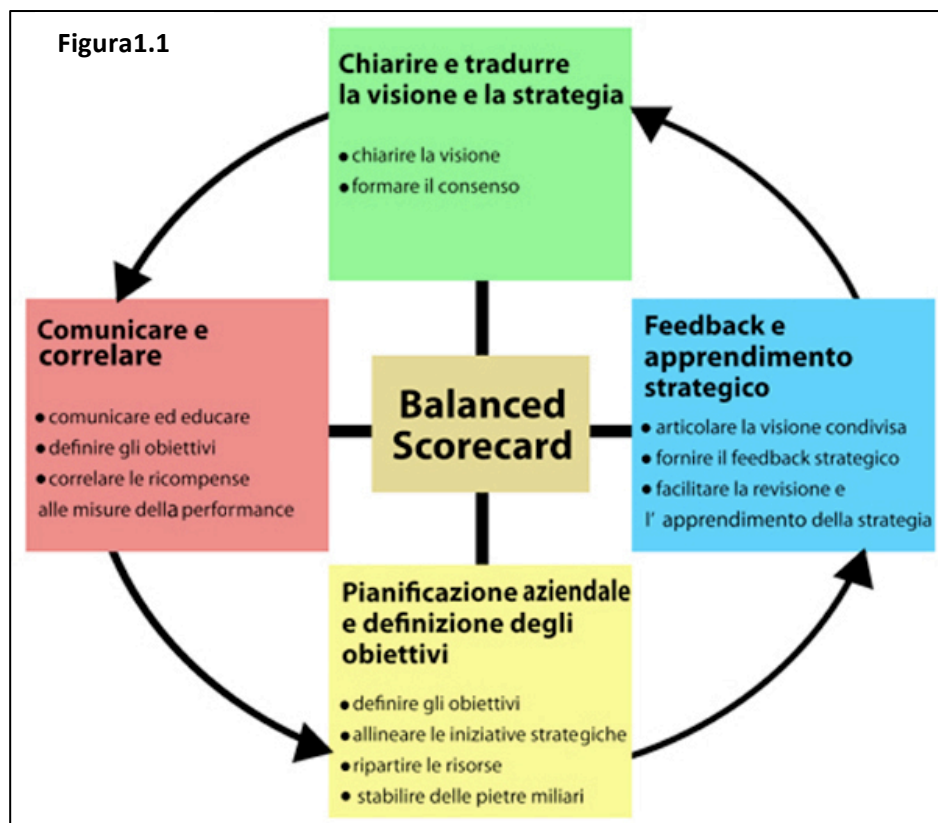
Ogni sistema di incentivazione per obiettivi è basato sulla definizione di una curva di incentivazione. Questa descrive la relazione tra percentuale di raggiungimento degli obiettivi (livello di performance) e incentivo, stabilendo un punto di *floor* (ovvero il punto al di sotto del quale non è previsto alcun premio) e un punto di *cap* corrispondente al livello massimo erogabile del premio.

L'MbO ha tra i suoi principali detrattori W. Edwards Deming, il quale sostiene che gli obiettivi, se non opportunamente scelti, incoraggiano i destinatari dei piani a

¹¹Fontana, 1994

raggiungerli attraverso qualsiasi mezzo. Inoltre, per Deming, un sistema premiante può spingere i manager con capacità di leadership, e quindi abili a gestire un gruppo di lavoro, a concentrare le proprie energie principalmente sul raggiungimento degli obiettivi individuali. Attraverso un sistema di incentivazione per obiettivi, si rischierebbe, cioè, di focalizzare l'attenzione dei manager su obiettivi settoriali più che relativi alla strategia di fondo del sistema impresa.

Il problema di un sistema incentivante non coerente con il piano strategico, ha portato gli studiosi Kaplan e Norton, durante gli anni '90, ad elaborare un'evoluzione del sistema di MbO, la *Balanced Scorecard*. Tradotta letteralmente, l'espressione significa "scheda bilanciata di performance". La BSC si propone di riunire, sotto lo stesso sistema, prospettive differenti, con l'unica finalità di misurare le performance aziendali superando i limiti della contabilità economico-finanziaria.



Fonte: <http://www.consulenzastrategicaedirezionale.it>

Come rappresentato in figura 1.1, la Balanced Scorecard traduce la missione e la strategia di una determinata unità di business in obiettivi e misure tangibili. Ma, tale tangibilità non compromette, anzi, garantisce un equilibrio fra le misure esterne, rivolte ad azionisti e clienti, e le misure interne come innovazione, apprendimento e crescita. La complessità della Balanced Scorecard deriva quindi dalle molteplici prospettive che cerca di riunire¹²:

¹²Cutillo, Fontana, 2010: p. 36

- ✚ prospettiva economico-finanziaria: obiettivi raggiunti per mezzo del capitale investito (ROI, EVA, ROE, ecc.);
- ✚ prospettiva cliente: acquisizione, mantenimento e soddisfazione della clientela;
- ✚ prospettiva processi: efficienza e flessibilità dei processi interni volti ad assicurare la soddisfazione dei clienti;
- ✚ prospettiva sviluppo e apprendimento: conoscenze e competenze necessarie alla popolazione per i nuovi processi definiti, quindi, crescita individuale e crescita dell'organizzazione (innovazione, formazione, sviluppo delle RU, ecc.).

La BSC sembra quindi risolvere una delle pecche contestate al MbO, cioè il focus su obiettivi settoriali e a breve termine. Questo è reso possibile attraverso l'introduzione di parametri, volti a includere, nella misurazione della performance aziendale, tutto ciò che ha a che fare con la sua sostenibilità nel tempo.

1.4 I long term incentives

Una delle teorie più note in merito al rapporto tra proprietà e controllo all'interno delle grandi organizzazioni è quella dell'**agenzia** di Jensen e Meckling. Il rapporto di agenzia prevede che una pluralità di soggetti, *principals*, cioè *gli* azionisti, deleghino il controllo della società a uno o più manager, *agents*, i quali dovrebbero agire per conto degli azionisti e nel loro interesse. Gli stessi autori spiegano però che il pericolo opportunismo ha un costo, che è proprio il costo di agenzia, descrivibile come il "prezzo" che gli azionisti devono pagare per fare in modo che gli interessi dei manager siano allineati a quelli della proprietà, e che quindi non si verifichino problemi di "azzardo morale".

Tra i costi che gli azionisti devono sostenere vi sono quelli degli schemi di incentivazione di lungo termine, che rispondono appunto all'esigenza di premiare obiettivi di performance correlati a una visione più strategica dell'organizzazione¹³. Oltre all'obiettivo principale di risolvere le problematiche relative al rapporto di agenzia, gli schemi di incentivazione di lungo periodo mirano a trattenere le risorse manageriali critiche per l'organizzazione, a motivare il management verso il raggiungimento di performance eccellenti e, allo stesso tempo, a flessibilizzare il costo del lavoro per questi ultimi. Come precedentemente sottolineato (paragrafo 1.3), l'utilizzo degli schemi di incentivazione di lungo periodo è notevolmente cresciuto, e, anche in Italia, la maggioranza delle grandi imprese ne fanno uso. La stessa evoluzione normativa, in tema di executive compensation, ha sottolineato l'importanza dei long term incentives affinché vi sia una condivisione del rischio anche da parte del manager, e, soprattutto, per garantire che gli sforzi di chi dirige le organizzazioni siano indirizzati a obiettivi sostenibili (nel tempo).

La classificazione frequentemente utilizzata per distinguere i diversi schemi di *long term incentives* è incentrata sulla natura dello strumento utilizzato. Si possono infatti avere:

- ✚ schemi cash;
- ✚ schemi opzionari;
- ✚ schemi azionari;
- ✚ schemi ibridi.

¹³Gabrielli, 2012: p. 306

Di seguito sono analizzate queste diverse forme, ponendo un'attenzione particolare sugli schemi opzionari, oggetto di un acceso dibattito, e sulle tendenze mostratesi durante e dopo la crisi finanziaria.

1.4.1 Cash

L'erogazione di long term incentives monetari rientra nella più ampia famiglia dei piani di retention. Tali piani prevedono il riconoscimento di un bonus cash allo scadere di un termine prefissato e hanno l'obiettivo primario di "trattenere" le risorse umane critiche all'interno di un'organizzazione¹⁴. Nello scegliere come costruire un piano di incentivazione cash di lungo termine, vanno tenute in considerazione tutte quelle condizioni, come il livello di professionalità dei manager dell'organizzazione, l'effettiva pressione competitiva esercitata da altre aziende e la sostenibilità economica del piano, che permettono ex post il conseguimento delle finalità volute.

Oltre a queste condizioni, che potremmo denominare "preliminari", per costruire un piano monetario bisogna stabilire:

- ✚ dopo quanto tempo è erogato il premio e sotto quali clausole;
- ✚ la possibile erogazione in tranches del premio anziché in un'unica soluzione;
- ✚ come il quantum del premio viene stabilito e se viene valutata la performance, a quale livello è consentita l'erogazione del premio.

Come indicato in precedenza, i long term incentives, in generale, prevedono un vesting period (cioè un tempo di maturazione dei bonus) non inferiore ai tre anni. Per rafforzare la valenza di retention del piano, la maggior parte delle organizzazioni colloca il premio allo scadere del vesting period, ma la presenza di tranches è un'alternativa possibile. Non si può dire quale sia la scelta migliore, ma solo cercare il mix più adatto alle esigenze aziendali. Per quanto riguarda invece la domanda sul chi beneficia dei piani monetari, di solito, questi interessano il management e le persone che possiedono competenze e conoscenze strategiche per l'organizzazione. Si utilizzano, allo scopo di individuare i destinatari, i metodi di job evaluation, oppure, se l'intenzione è premiare gli alti potenziali, si utilizzano metodi di valutazione del potenziale. Per quanto attiene alla presenza di clausole, a volte, il piano monetario è accompagnato da un patto di non concorrenza, con il quale il beneficiario si impegna a non lasciare l'organizzazione a favore di altre imprese per un certo periodo di tempo successivo all'erogazione del premio cash. Infine, bisogna ricordare che al trascorrere del vesting period, è spesso associato un target di performance da raggiungere, descritto con parametri e misure diffusamente utilizzate quali ROE, EBITDA, EVA, EPS ecc (vedi paragrafo 1.5). La R.A.L. è la misura rispetto alla quale spesso si relativizza il bonus cash, che varia nell'intervallo dello 0,5-3 volte la retribuzione annua lorda¹⁵, anche se possono essere utilizzati altri moltiplicatori e va attribuita notevole importanza alle indagini retributive che sono una guida di riferimento rispetto al mercato.

1.4.2 Opzionari

I piani opzionari, o in inglese stock option plans, sono "chicchierati" rispetto ai piani monetari perché il loro utilizzo si è più volte dimostrato inopportuno e perché alcune organizzazioni ne hanno abusato più che sfruttare le proprietà incentivanti di questi

¹⁴Gabrielli, 2005: p. 171

¹⁵Gabrielli, 2005: p. 177

strumenti. I piani opzionari concedono, generalmente parlando, diritti di opzione ai loro destinatari, cioè i diritti ad acquistare in un momento successivo, ma prestabilito, un certo ammontare di azioni a un prezzo denominato strike (anch'esso prestabilito). I piani opzionari hanno una forte proprietà incentivante perché il loro utilizzo implica la logica di una *call option* americana: il possessore di un'opzione call spera che il prezzo dell'azione sottostante salga, così da acquistare la medesima a un prezzo strike inferiore e da lucrare sulla differenza di prezzo. Questa è la ragione per la quale spesso i piani opzionari sono caratterizzati da un prezzo strike sopra la pari (*premium price*) che orienta i destinatari verso la creazione di valore nel medio-lungo termine. Se, infatti, al momento della definizione di un piano opzionario, il prezzo strike è stabilito essere superiore al prezzo reale dell'azione sui mercati, il manager è concretamente invitato a concentrare i propri sforzi così da trarre un beneficio in termini di prezzo alla scadenza. Altre possibili scelte riguardo lo strike price sono un prezzo pari o inferiore al prezzo di mercato dell'azione sottostante. Per quanto riguarda il prezzo, molte organizzazioni ricorrono a meccanismi di indicizzazione (si parla in questo caso di *indexed stock option plan*), per evitare che il prezzo dell'azione sottostante subisca eccessive variazioni verso l'alto/basso non giustificate da altrettante performance positive/negative dell'impresa e conseguentemente un ampliamento/una riduzione del valore dell'incentivo ad esso correlato¹⁶. Tale indicizzazione può avvenire, per esempio, in considerazione dell'andamento delle altre imprese del raggruppamento strategico di quella considerata, e non sempre incontra il favore dei manager, che, in caso di crescita del mercato, non possono sfruttare la possibilità di incassare forti guadagni.

Come per i piani cash, anche nel caso dei piani opzionari, è necessario stabilire chi coinvolgere nel piano, e, tanto quanto i primi, sono di solito rivolti alla fascia alta del top management, secondo criteri basati sul valore del job, e non secondo criteri discrezionali. Per quanto attiene al momento di esercizio dei diritti di opzione, è possibile prevedere piani chiusi (se esso si colloca alla fine del vesting period), oppure piani *rolling* che prevedono un esercizio graduale. Altre due importanti scelte da prendere per dare forma allo stock option plan, sono il *vesting* e il numero di diritti che vengono trasferiti al beneficiario.

Per il vesting, le alternative sono¹⁷:

- ✚ *cliff vesting*: quando tutte le opzioni sono esercitabili nello stesso momento;
- ✚ *phased vesting*: quando le opzioni sono esercitabili "a scaglioni" nel tempo;
- ✚ *performance vesting*: quando l'esercizio del diritto di opzione è subordinato non solo al trascorrere di un arco di tempo prestabilito, ma anche al raggiungimento di un certo livello di performance.

Anche per il numero dei diritti di opzione da attribuire, abbiamo tre alternative¹⁸:

- ✚ *fixed value plans*: ogni anno vengono distribuite opzioni per un valore predeterminato;
- ✚ *fixed number plans*: in ogni periodo per tutta la durata del piano vengono distribuite opzioni in numero predeterminato;

¹⁶Gabrielli, 2010: p. 327

¹⁷Gabrielli, 2010: p. 328

¹⁸Gabrielli, 2010: p. 330

- ✚ *megagrant plan*: viene determinato aprioristicamente il numero e il prezzo di esercizio delle opzioni.

Le tendenze recenti in Italia, vedono un minore utilizzo dei piani opzionari a favore di quelli azionari. Una delle cause di ciò risiede, probabilmente nel mutamento della normativa fiscale avvenuto nel 2008 con decreto di legge n°112 - *Disposizioni urgenti per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione Tributaria* - (convertito, con modificazioni, con la legge n°133 del 2008). Se, fino al 2008, chi possedesse opzioni attraverso i piani di incentivazione era obbligato a una tassazione del 12,50% (come un capital gain), senza l'inserimento di quel plusvalore nella dichiarazione dei redditi, dal 2008 questi guadagni accessori rientrano nel reddito della persona, e quindi vengono assoggettati a tassazione integrale senza alcun trattamento di favore.

Le critiche mosse all'utilizzo dei piani opzionari sono forti, in quanto è importante strutturarli affinché conservino le loro finalità originarie. Se si afferma infatti che i piani opzionari servono per allineare gli interessi dei manager a quelli degli azionisti verso una creazione di valore nel medio-lungo termine, è necessario, per esempio, che i destinatari dei piani siano proprio coloro in grado di realizzare quel risultato di creazione di valore. Allo stesso tempo, alcuni studi (Hall, Murphy, 2003) hanno sottolineato come le organizzazioni sottovalutino spesso il valore di un piano di stock options, a causa dell'utilizzo di tecniche di misurazione (come la formula di Black e Scholes) del valore in ipotesi irrealistiche (mercati efficienti), e quindi spendano, per implementare quel piano, più del beneficio che ne traggono i destinatari dallo stesso.

1.4.3 Azionari

I piani di natura azionaria rispondono meglio alle esigenze di fidelizzazione e di incentivazione di lungo termine, ma appaiono più complessi, dal punto di vista gestionale, rispetto ai piani cash e a quelli opzionari. E' possibile sintetizzare il processo decisionale che porta alla definizione di un piano azionario attraverso tre punti¹⁹:

- ✚ la determinazione del prezzo di cessione delle azioni;
- ✚ l'individuazione dei destinatari del piano;
- ✚ l'eventuale legame con la performance.

Per quanto riguarda il prezzo, l'organizzazione può decidere se concedere le azioni a titolo oneroso o gratuito, invece i destinatari possono essere il management o tutta la popolazione organizzativa (*broad based scheme*). In questo ultimo caso, ci si allontana dal mondo dell'*executive compensation* per analizzare le modalità attraverso le quali realizzare una maggiore partecipazione da parte dei collaboratori tutti (retribuzione variabile di partecipazione²⁰).

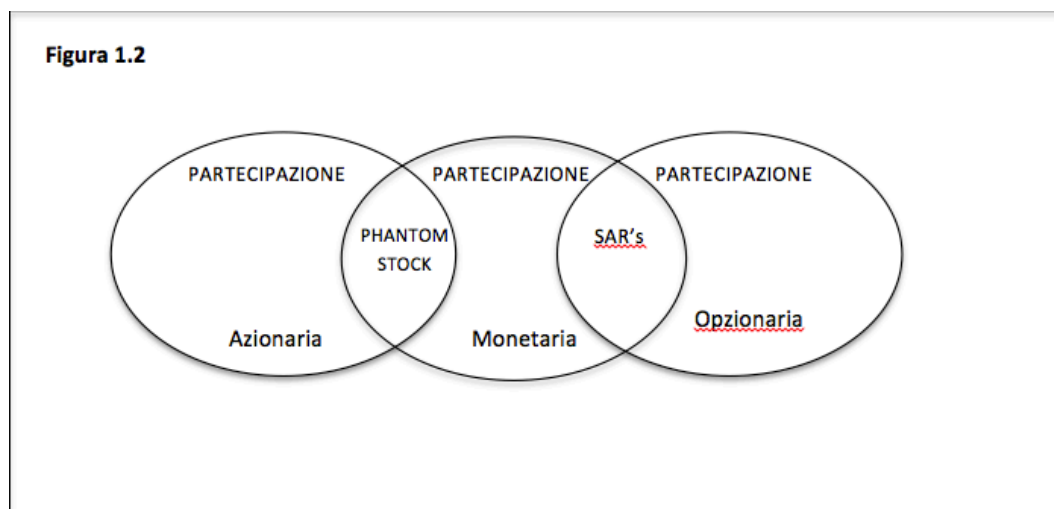
La tendenza in aumento ad utilizzare piani azionari invece che opzionari deriva, oltre che dal peggiorato regime fiscale nel caso italiano, da una deduzione semplice quanto veritiera: le azioni, a differenza delle opzioni, rispondono all'esigenza di allineamento manager-azionisti, perché in esse è racchiuso il rischio di partecipazione al capitale della società.

¹⁹Gabrielli, 2005: p. 196

²⁰Gabrielli, 2010: p. 275

Allo stesso tempo, la normativa, che riguarda le società quotate, ha posto attenzione a una possibile distorsione riguardante l'asimmetria informativa e il possesso di azioni. All'interno del TUF, Testo unico dell'intermediazione finanziaria (d.lgs. n°58/1998), è stato inserito all'art. 184, il reato di abuso di informazioni privilegiate, punendo, con la reclusione da uno a sei anni e con multe esose "chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio", abbia ottenuto vantaggi dalla detenzione, vendita, e da qualunque operazione su strumenti finanziari, attraverso informazioni a cui non tutti gli interlocutori sociali possono accedere.

1.4.4 Ibridi



Riprodotta fedelmente da Gabrielli G., *Remunerazione e gestione delle persone*, FrancoAngeli, Milano, 2005

A metà strada tra le tre tipologie di piani sopra descritti, vi sono dei piani di natura "ibrida", cioè caratterizzati da elementi comuni a più categorie. Come osservabile in figura 1.2, le due categorie di strumenti ibridi per l'incentivazione di lungo periodo sono le *phantom stocks* e i *SAR's* (o *stock appreciation rights*). I *phantom stock plans* simulano per i beneficiari il possesso di azioni, attraverso, appunto, "azioni fantasma", consentendo di ancorare il premio all'andamento delle azioni reali e dei dividendi maturati dopo un certo arco temporale²¹. Per questa caratteristica, le *phantom stock* si pongono a metà tra l'incentivazione di tipo azionario e quella monetaria.

I *SAR's*, invece, simulano una partecipazione opzionaria, assegnando il bonus, in base all'andamento dell'azione in un arco temporale senza includere i dividendi maturati.

1.5 Le leve di remunerazione e i parametri

Per valutare la qualità e quantità delle prestazioni dei manager, si fa sempre più ricorso, accanto alle misure budgettarie, a parametri e indicatori che descrivono sinteticamente

²¹Gabrielli, 2005: p. 178

target ben precisi, e che vengono costruiti attraverso i dati contabili e finanziari. Tali parametri riguardano²²:

- ✚ sviluppo dimensionale;
- ✚ solidità patrimoniale;
- ✚ valore dell'azienda;
- ✚ economicità;
- ✚ efficacia dei servizi;
- ✚ riduzione delle anomalie.

Per quanto riguarda le misure di sviluppo dimensionale, si parla spesso di quote di mercato, numero di nuovi clienti, prodotti e canali. La solidità patrimoniale è ciò che probabilmente interessa maggiormente agli azionisti (e agli obbligazionisti) delle grandi public company le quali, se solide, sono in grado di gestire l'organizzazione attraverso ingenti mezzi propri. Misure tradizionalmente utilizzate per verificare quanto è solida un'organizzazione sono gli indici di *leverage* e di copertura finanziaria:

$$\text{Leva finanziaria} = \frac{\text{Debiti}}{\text{Capitale proprio}}$$

$$\text{Tasso di incidenza dei debiti a lungo termine} = \frac{\text{debiti a lungo termine}}{\text{debiti a lungo termine} + \text{capitale proprio}}$$

$$\text{Tasso di copertura degli interessi} = \frac{\text{reddito operativo} + \text{interessi} + \text{imposte}}{\text{interessi}}$$

Le misure che consentono un corretto allineamento dell'interesse di manager e azionisti sono quelle circa il valore creato per e nell'azienda. Gli MbO sono spesso stati criticati per l'utilizzo di indici di redditività usuali (come ROE, ROS, EBIT), i quali, essendo formule costruite e calcolate su valori contabili, non possono essere l'unico parametro a cui ancorare l'incentivazione dei manager. Molta letteratura a riguardo consiglia e valuta più prudente utilizzare misure come²³:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \cdot C)$$

dove:

EVA è *economic value added*, NOPAT è il *Net operating profit after taxes*, WACC è il *weighted average cost of capital* e C è l'ammontare di capitale investito.

A differenza di indici classici di redditività, più corretti se utilizzati per misurare l'economicità dell'organizzazione, l'EVA non è un quoziente, ma una misura in moneta, e rappresenta meglio il valore incrementale creato dall'azione del manager.

Ma quando queste misure possono essere definite "buone"? Come nella maggior parte delle questioni legate all'economia, la risposta è dipende. Non ci sono valori che possono essere in assoluto definiti buoni. Ogni settore è caratterizzato da propri benchmark, cioè da come in media le imprese che vi appartengono si comportano e che valori raggiungono. Allo stesso tempo, non è detto che tutte le imprese utilizzino i medesimi indicatori dato che la tendenza è personalizzare il più possibile (in base alle

²² Boffelli, 2011: p. 59

²³ Boffelli, 2011: p. 62

peculiarità aziendali) le modalità di misurazione della performance, così da ancorare gli incentivi a leve credibili.

Capitolo 2 - La crisi finanziaria del 2007 e le distorsioni emerse nella gestione dell'executive compensation

2.1 Le caratteristiche attuali dell'industria dell'intermediazione finanziaria e le strutture incentivanti degli *investment managers*

Il mondo degli intermediari finanziari ha subito nel corso degli anni notevoli mutamenti. Accanto alle banche, che per definizione effettuano la raccolta presso il pubblico dei risparmiatori e l'erogazione di credito ai soggetti in deficit finanziario, sono nate altre istituzioni come SIM (società di intermediazione mobiliare), SGR (società di gestione del risparmio) e soprattutto fondi comuni d'investimento, che hanno interessato prima nicchie, e poi bacini di utenti sempre maggiori, diventando interfacce frequenti per i cittadini di ogni parte del mondo. Il processo di globalizzazione inoltre ha consentito che le economie di paesi lontani apparentemente indipendenti diventassero fortemente correlate, determinando vantaggi e svantaggi in termini di equilibri degli Stati stessi.

Gli intermediari finanziari sono entrati nel mirino dell'attenzione negli ultimi anni a causa della crisi che ha interessato prima gli USA e poi anche il continente europeo. Questa crisi ha messo in luce tendenze non naturali degli intermediari stessi, come l'assunzione eccessiva di rischi oltre la propria sostenibilità, l'effettuazione in misura notevole di transazioni che dovrebbero essere secondarie e una non adeguata trasparenza. Conosciuta anche come crisi dei mutui *subprime*, tale periodo di recessione ha visto infatti gli istituti finanziari concedere molti prestiti immobiliari a debitori con basso *standing* creditizio e quindi sostanzialmente non in grado di onorare l'obbligazione assunta. L'economista indiano Raghuram Rajan fu uno fra i primi a cogliere le avvisaglie del disastro economico che stava per compiersi e avvertì consapevolmente che le conseguenze negative avrebbero interessato non solo l'America, ma anche gli altri Stati occidentali.

Le responsabilità di questa crisi, i cui effetti stanno forse solo ora iniziando ad allentarsi, sono da ricercare in tanti attori. Non si può negare che il ruolo delle banche sia stato centrale nell'aver esteso la crisi a livello globale (Fratianne, Marchionne, 2009). Accanto alle banche, gli investitori hanno speculato su titoli incorporanti i subprime senza verificare l'effettiva solvibilità dei debitori e si è fatto un uso improprio di strumenti derivati come i *credit default swap*, che hanno contribuito a innescare al momento dello scoppio della bolla immobiliare un circolo vizioso di effetti negativi.

Fino agli anni '70 le banche dominavano il sistema finanziario, poi si è assistito a una graduale deregolamentazione del settore e a una mutazione del concetto di investimento. E' proprio questa mutazione che ha portato alla luce nuove istituzioni come *hedge funds* e i fondi di *venture capital* che, superando la concezione tradizionale di investimento, spingono al massimo il livello di rischio (e ovviamente il rendimento nella migliore possibilità). Chiunque voglia investire può scegliere tra centinaia di strumenti finanziari costruiti per esigenze sofisticate e non, e può farlo su piazze diverse da quelle nazionali. La proliferazione di nuove istituzioni finanziarie ha determinato un fenomeno di *disintermediation*²⁴: un numero sempre maggiore di utenti abbandona le

²⁴Rajan, 2005: p. 1

banche tradizionali a favore di altri soggetti come fondi comuni o compagnie di assicurazione e le banche dal canto loro cercano di recuperare competitività attraverso transazioni più "illiquide".

Il mondo è diventato sempre più una rete, con nodi pieni di interconnessioni. L'intermediazione finanziaria ha assunto carattere internazionale, e lo sviluppo tecnologico, insieme alla globalizzazione e alla deregolamentazione hanno determinato un movimento di dati e informazioni quasi incontrollabile. Tutto ciò ha indubbiamente prodotto dei risultati positivi come la riduzione del costo dell'informazione e l'allargamento dell'utenza degli intermediari, ma ha al contempo determinato una situazione per la quale il rischio insito in tali operazioni si diffonde molto più velocemente che in passato (e quindi in caso di crisi, le conseguenze sulle economie sono profondamente più gravi).

Accanto a questo fenomeno di disintermediazione, l'altra mutazione che ha interessato il mondo degli IF è quella delle strutture incentivanti. Rajan denomina sinteticamente i manager delle istituzioni finanziarie come investment managers e scrive: *"The way compensation relates to returns implies there is typically less downside and more upside from generating investment return"*²⁵. Rispetto a quanto succedeva in passato, la struttura degli incentivi degli investment managers è profondamente cambiata sotto due importanti aspetti:

- ✚ c'è una relazione tra compensation e rendimento che implica tipicamente (per i top manager) meno svantaggi e più benefici nell'assunzione di rischi;
- ✚ la loro performance e di conseguenza la loro compensation, dipende anche dalla performance dei loro *peer*, cioè degli altri investment managers, così che tra gli stessi si determina una forte competitività e il rischio di comportamenti perversi.

Le strutture retributive dei manager e alti dirigenti in generale sono state modificate, e sono diventate più complesse dal punto di vista legale ed economico. Accanto a questa crescente complessità, vi è stata una decrescita in termini di importanza della retribuzione fissa a favore della variabile. Il sistema dei compensi è andato via via rispondendo ai principi neoclassici dell'impresa, che hanno costituito la base scientifica e valoriale di questo nuovo modello (Catani, 2010). A posteriori un forte dibattito si è acceso tra coloro che fanno rientrare i distorti sistemi incentivanti tra le cause esacerbanti della crisi e quelli che al contrario non li ritengono decisivi. Davanti a così tante domande però una verità di fondo c'è ed è l'allargarsi dei differenziali retributivi. Solo dal 1980 al 2007, negli Stati Uniti, si è passati da un rapporto nelle retribuzioni *lavoratore:manager* di 1:40, a 1:500!²⁶.

²⁵Rajan, 2005: p. 2

²⁶Catani, 2010: p. 131

2.2 Le cause della crescita della remunerazione dei manager negli USA tra gli anni '80 e i 2000

Dalla fine della seconda guerra mondiale, fino agli anni '70, la crescita delle retribuzioni manageriali era motivata per lo più dall'inflazione e non vi erano legami precisi tra pacchetti remunerativi e redditività delle aziende o dei titoli societari. Non vi erano formule di incentivazione stabilite a priori ex ante, ma il rito stesso della premiazione, come descritto anche da S. Catani all'interno delle sue pagine (Catani, 2010), garantiva un'enorme spinta motivazionale, per il premiato e per chi assisteva alla premiazione. Le alte retribuzioni oggetto di animati dibattiti, sono quindi un fenomeno piuttosto recente motivato per lo più dall'utilizzo dei bonus annuali e degli incentivi a medio e a lungo termine²⁷. Un problema verificatosi principalmente negli USA e in Inghilterra, è stato inoltre il basso grado di chiarezza e trasparenza circa l'effettiva composizione dei pacchetti retributivi dei manager e la poca visibilità dei meccanismi di correlazione tra la performance e la compensation.

Una delle motivazioni che spiegano la crescita delle remunerazioni manageriali è la diffusione in Occidente di filosofie retributive basate su assiomi che mano a mano hanno spopolato tra le organizzazioni. La teoria dell'agenzia di Jensen e Meckling, ha ipotizzato un rapporto manager/azionisti caratterizzato da asimmetria informativa, possibile opportunismo, indifferenza e sfiducia, non prendendo in considerazione altre parti del gioco dell'impresa: quali dipendenti, creditori e comunità. Detta teoria introduce a risoluzione di tale distanza, un pagamento in denaro (o simili) precludendo quindi qualunque altro fattore che possa motivare un comportamento del manager piuttosto che un altro. Tale teoria *"esaspera l'importanza del denaro come unico determinante del comportamento del manager, capace di governare la naturale contrapposizione e diffidenza tra proprietà e manager"*²⁸.

2.2.1 "Managerial Power"

Ancora prima della teoria dell'agenzia, la separazione fra proprietà e controllo venne teorizzata da Berle e Means, i quali descrissero i manager come persone interessate a se stesse e in grado di influenzare sia il livello che la composizione delle loro remunerazioni a spese degli azionisti. Altri due autori, Bebchuk e Fried hanno invece argomentato che i CEOs estraggono rendite attraverso forme di remunerazione difficili da osservare e che il limite a tale estrazione risiede nell'*outrage constraint* (Bebchuk, Fried, 2004), cioè il limite dello sdegno degli interlocutori sociali. Tale teoria spiega probabilmente il maggiore utilizzo che si è fatto delle stock option a discapito dei premi cash: in tal modo retribuzioni eccessive possono essere camuffate con la giustificazione di un valore difficile da determinare (e quindi facile da nascondere). Per quanto riguarda gli Stati Uniti però, ciò poteva essere valido fino al 1992, quando sono state introdotte nuove regole di trasparenza circa le opzioni possedute dai top²⁹. Se gli autori precedentemente menzionati avessero avuto ragione, al crescere delle informazioni richieste, il numero di opzioni utilizzate per remunerare i manager sarebbe dovuto diminuire, al contrario il loro uso si è intensificato.

²⁷ Catani, 2010: p. 230

²⁸ Catani, 2010: p. 250

²⁹ Conyon et al., 2010: p. 43

Sempre Bebchuk e Fried attraverso evidenze empiriche hanno sottolineato i limiti della teoria dell'agenzia e hanno giustificato gli ampi compensi dei manager attraverso la capacità degli stessi di influenzare il consiglio di amministrazione (e il comitato dedicato alle retribuzioni) e la composizione della proprietà dell'impresa (Costa, 2009).

2.2.2 "Efficient contracting"

Secondo la teoria di Murphy e Zàbojnik, il livello del pay è aumentato per la tendenza da parte delle imprese a ricercare manager al di fuori delle stesse. Questa tendenza è stata una delle conseguenze della "guerra dei talenti", termine coniato dalla nota agenzia McKinsey per descrivere l'importanza di trovare e trattenere il talento per il successo delle organizzazioni.

La guerra dei talenti è stata giustificata dalla natura assunta dal lavoro del manager e dal capitale umano specifico che essi posseggono e che devono costruire. Anche Gabaix e Landier hanno focalizzato la loro attenzione sul *quantum* delle remunerazioni manageriali spiegando che le paghe sono convesse rispetto le abilità possedute, e che perciò un piccolo aumento delle abilità può portare a un forte innalzamento delle paghe. Inoltre gli stessi autori hanno spiegato che le remunerazioni crescono col crescere delle dimensioni dell'azienda e delle imprese del mercato rilevante a cui la stessa appartiene.

E' probabilmente la più semplice, quanto intuitiva, la teoria delle superstars proposta da Shervin Rosen, che ha cercato di motivare nel 1981 l'esistenza al mondo di persone pagate con valori fino a 10 cifre. Attori, calciatori, manager, appartengono alla stessa categoria con caratteristiche comuni. Secondo Rosen, chi ha un talento superiore agli altri, "fa pagare poco di più ma vende quantità molto più elevate". Rosen descrive un vero e proprio modello microeconomico in cui si contrappongono venditori e consumatori. Le ipotesi sottostanti al modello sono ovviamente la massimizzazione del profitto per la categoria dei venditori e la massimizzazione dell'utilità per i consumatori. La curva di massimizzazione dei ricavi netti dei venditori, indicata dall'autore con $R(q)$, ha delle caratteristiche che spiegano il fenomeno delle superstars: tale curva è convessa rispetto alla distribuzione del talento. Semplificando l'analisi, tale convessità implica che piccole differenze incrementali di talento si trasformano in ampi aumenti di guadagni³⁰. Rosen spiega che il mercato delle superstars è caratterizzato da una sostituibilità imperfetta, cioè una superstar non vale l'altra. E' lo stesso autore tra l'altro a richiamare Alfred Marshall che scriveva anticipandolo: "un business man di media abilità e di media buona fortuna ottiene un minor tasso di profitto rispetto a quello che, favorito dalla genialità e da grande fortuna, ottiene moltissimo denaro con una rapidità inaudita e a lui stesso sconosciuta" (Marshall, 1947).

Ma se manager e calciatori appartengono alla stessa categoria, perché non restiamo sorpresi davanti alle remunerazioni stellari dei secondi e al contrario non comprendiamo la motivazione di quelle dei primi? Semplice, l'attività di un calciatore, la sua performance e le sue qualità sono facilmente osservabili e verificabili da molti, mentre per un manager solo pochi sono in grado di verificarne l'operato e per tale motivo la sua attività è anche più contestata (L. Zingales).

³⁰Rosen, 1981: p. 846

2.2.3 “Perceived cost”

Una ulteriore spiegazione, specificamente finanziaria, della crescita nelle assegnazioni di opzioni (e quindi della crescita del pay degli executive) risiede nella determinazione del valore delle opzioni stesse. Questo valore è spesso basato sul costo percepito (o *perceived cost*) piuttosto che sul costo economico (Murphy, Hall, 2002-2003). In pratica, quando una società assegna opzioni a un collaboratore, sopporta un costo uguale a quello che un investitore esterno pagherebbe per le opzioni medesime. Inoltre, quando l'opzione è esercitata, la società assegna nuove azioni all'executive. Queste caratteristiche portano alla determinazione di un costo percepito inferiore a quello economico. Quando gli executive avvertono che le loro opzioni sono praticamente senza costo, l'unico modo che hanno per quantificarle è verificarne il numero. Anche le regole di trasparenza imposte in America dalla SEC, *Security Exchange Commission*, richiedono alle società di riportare solo il numero piuttosto che il valore delle opzioni assegnate, all'interno di una tabella (*Summary Compensation Table*) da predisporre e da rendere prioritariamente visibile all'interno del prospetto annuale della società. Quando le opzioni vengono esercitate diluiscono il valore azionario della società e allo stesso tempo diminuiscono l'EPS ovvero l'*earnings per share* (utili per azione). Questa teoria spiega perché le opzioni sono state assegnate in grandi quantità a molti executive, e spiega anche perché il costo opportunità di assegnare nuove opzioni è drammaticamente aumentato e poi diminuito insieme al mercato azionario.

La teoria del costo percepito ha delle caratteristiche in comune con quella del “*managerial power*”: Bebchuk, Fried e Walker sostengono che le imprese utilizzano piani opzionari con condizioni contrattuali simili (ad esempio opzioni tutte in the money) perché una scelta differente potrebbe diffondere “sdegno” (*outrage constraint*). Conyon scrive: “*the perceived-cost view is acknowledged by practitioners and compensation consultants, but is usually denied by financial economists*”. Pur essendo nota agli esperti di compensation, la teoria del costo percepito viene rifiutata dagli economisti finanziari perché implica l'assunzione di decisioni che vanno contro la normale logica economica.

La convenienza delle imprese ad assegnare un numero altissimo di opzioni è stata parzialmente attenuata dalle nuove norme in tema di rilevazione contabile³¹ delle stesse. Nonostante ciò, le imprese hanno trovato il modo per ricompensare ampiamente i loro executive: hanno cioè sostituito ai piani opzionari classici, piani azionari del tipo *restricted*, il cui valore è determinato attraverso le formule di Black-Scholes³².

³¹In particolare: i principi italiani prevedono che al momento dell'attribuzione dell'opzione non si attestano registrazioni nel sistema dei valori contabili dell'azienda ma ciò avviene solo nel momento di esercizio del diritto di opzione con il quale il beneficiario riceve le azioni secondo le condizioni contrattuali del piano stesso; gli IFRS invece richiedono al momento di attribuzione delle opzioni l'imputazione a conto economico di un costo ripartibile negli esercizi di maturazione del diritto. Se i sottostanti sono strumenti di capitale, la contropartita è una voce di patrimonio netto (Riserva “stock options”). [Boffelli G., 2011].

³²Conyon et al., 2010: p. 50

2.3. Caratteristiche della situazione retributiva italiana

Il fenomeno delle retribuzioni “scandalose”³³ è arrivato in Italia in sordina. Salvo poche retribuzioni elevate in assoluto, in particolare il fenomeno dei golden parachute³⁴, i compensi medi italiani sono più bassi di quelli internazionali³⁵. Nel nostro paese si privilegia una visione conservativa per la quale la retribuzione fissa ha maggior peso per quasi tutte le posizioni organizzative. Accanto a ciò, le caratteristiche del sistema imprenditoriale italiano, incentrato sulle PMI soprattutto di carattere familiare, hanno visto di rado l'utilizzo di sistemi retributivi basati sulla performance. Come scritto da Sandro Catani “la prassi è la retribuzione fissa, basata sul lento progressivo crescere dello stipendio per effetto del tempo”. Questi meccanismi non consentirebbero, secondo alcuni, l'effettiva premiazione dei talenti e non prevedono alcun collegamento tra performance del singolo e quella dell'organizzazione. Se si pensa alle aziende quotate a proprietà familiare si può capire come l'emolumento dei componenti dei consigli di amministrazione non sia facilmente definibile con politiche del merito. Un'altra particolarità del quadro italiano risiede nella figura del chairman: mentre la prassi internazionale delega la sua funzione a garante della governance, in Italia chi ricopre quella posizione organizzativa svolge funzioni esecutive e per tale ragione il suo livello di retribuzione è più alto se confrontato con i *peer* di altri Stati. Catani indica anche come una particolarità italiana la separazione tra management in generale e la coppia presidente-amministratore³⁶: questa separazione si riflette nei differenziali retributivi tra i due livelli che possono raggiungere fino le 8 volte la remunerazione monetaria.

Nelle piccole e medie imprese non ci sono politiche e sistemi strutturati per gestire la remunerazione dei collaboratori ma ci si affida ad un sistema *ad personam*. Secondo lo studio *Italian Managers: Fidelity or Performance?*³⁷, esisterebbe addirittura un nesso tra la crescita lenta della produttività italiana e il modo in cui i manager vengono selezionati, formati e pagati. Il modello italiano è basato più sulla fedeltà e la stabilità che sulla performance e attribuisce importanza fondamentale alla componente relazionale: “i manager sono assunti dalla proprietà sulla base della loro attesa fedeltà e sintonia quindi le persone conosciute direttamente o segnalate sono avvantaggiate”³⁸. Un problema che può interessare questo tipo di aziende è essere impreparate al momento di assumere un manager che richiede condizioni di incentivazione non presenti nell'organizzazione. Ovviamente, qualora l'azienda s'improvvisasse per provvedere a incentivare il nuovo entrato secondo le sue richieste, si potrebbero costruire schemi e indicatori imperfetti non chiari e nemmeno efficaci.

Tra il 2007 e il 2008 i compensi degli amministratori delegati delle 40 aziende del FTSE

³³Catani S., 2010: p. 179

³⁴Con paracadute d'oro si intende una clausola, inserita nel contratto di lavoro di un alto dirigente d'impresa, che prevede una liquidazione molto elevata in caso di uscita dalla società.

³⁵Ibidem

³⁶Catani S., 2010: p. 185

³⁷Bandera O., Guiso L., Prat A., Sadun R., 2008

³⁸Catani S., 2010: p. 187

Mib non sono calati.³⁹ Allo stesso tempo il differenziale retributivo tra un neolaureato che riesce a entrare nel mondo del lavoro e il suo AD oscilla intorno alle 100 volte. Prima della crisi in ambito europeo potevano individuarsi due gruppi di paesi con tendenze retributive diverse:

- ✚ Gran Bretagna, Irlanda e Germania con politiche retributive più generose;
- ✚ Italia, Francia, Olanda e Belgio con livelli di remunerazione più bassi e porzione variabile della retribuzione ridotta.

Dopo la crisi le differenze sono andate riducendosi per effetto probabilmente di quel processo sempre attivo studiato da Powell e Di Maggio all'interno della teoria neo istituzionalistica negli studi organizzativi. Una sorta di isomorfismo mimetico spinge le organizzazioni ad imitarsi in termini di processi, scelte strategiche e di progettazione organizzativa, e perché no anche di politiche di compensation per il management.

2.4 Relazione incentivi-rischi

All'interno del lavoro svolto da Conyon e dai suoi colleghi (*The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, 2010) vengono descritte due modalità attraverso le quali gli incentivi di carattere monetario possono generare una maggiore assunzione di rischi da parte degli executive. Accanto alla descrizione di tali circostanze, vengono presentate delle semplici soluzioni che le organizzazioni possono implementare con la finalità di eliminare o comunque diminuire tali distorsioni.

La prima modalità è l'asimmetria dei premi nel caso di buona performance rispetto alle penalità in caso di una cattiva. Quando gli executive ricevono premi per una buona performance ottenuta attraverso l'assunzione di maggiori rischi, ma non vengono penalizzati per le possibili perdite derivanti dal medesimo comportamento, tendono naturalmente ad assumere maggiori rischi rispetto a quanto farebbero se le conseguenze in termini di reward fossero simmetriche in entrambe le direzioni. Il classico esempio di ciò risiede nel meccanismo alla base delle stock option che garantisce un premio all'executive in caso di apprezzamento del titolo azionario sottostante, mentre non prevede penalità se l'azione si deprezza.

La seconda modalità attraverso cui un manager può essere indotto ad assumere maggiori rischi riguarda invece la misurazione della sua performance. Parlando di crisi finanziaria dei subprime e rapporto pay-performance, Conyon riporta l'esempio della WaMu, *Washington Mutual Bank*, che, fino al suo crollo nel 2008, era la più grande associazione per risparmi e prestiti negli Stati Uniti. L'attività in cui essa eccelleva era l'assegnazione di prestiti ipotecari a individui con profili creditizi rischiosi⁴⁰. I suoi broker venivano premiati in base alla quantità dei prestiti sottoscritti, spesso erogati dopo una superficiale verifica dell'effettiva capacità reddituale del debitore e ricevevano alte commissioni quando riuscivano a vendere prestiti a tasso variabile piuttosto che a tasso fisso. Wamu ha ovviamente pagato il prezzo di tali scelte così come altre banche e istituti finanziari che ne hanno effettuato di simili: il 26 settembre del 2008 ha fatto istanza per il *chapter 11* ed è andata in bancarotta volontaria. Il problema di pagare i consulenti sulla base della quantità piuttosto che sulla qualità dei prestiti erogati è

³⁹ Catani S., 2010: p. 190

⁴⁰ Goodman, Morgenson, New York Times, 2008

concettualmente identico a quello più volte richiamato di pagare gli executive basandosi sul breve termine piuttosto che sul lungo.

È sempre il team di Conyon a mettere a confronto due modi diversi di strutturare un sistema pay-performance: uno in grado di implicare problemi come una maggiore assunzione di rischi, l'altro in grado di evitarla.

Come osservabile in figura 2.1, nessun bonus viene pagato finché la performance non raggiunge il livello X_1 : a quel punto l'executive riceve un bonus sostanzioso. Il bonus continua ad aumentare con la performance fino a X_2 , dove maggiori performance non vengono remunerate con premi altrettanto incrementali. Un piano di compensation del genere può facilmente portare a maggiore assunzione di rischi nel tratto $(0, X_1)$. Infatti gli executive non hanno nulla da perdere "azzardando" con investimenti che potrebbero portarli in prossimità del livello di performance X_1 . Tale schema in realtà genera una serie di distorsioni che vanno oltre l'assunzione eccessiva di rischi. Infatti, un manager che crede di non poter raggiungere il livello di performance X_1 nell'anno 1, attuerà o il comportamento di smettere di produrre oppure risparmierà profitti per l'anno successivo, ritardando i ricavi o accelerando le spese. Questo tipo di comportamento è motivato dal fatto che tali piani non impongono penalità in caso di mancato raggiungimento della performance desiderata e perciò, se un manager è consapevole di non poter ottenere il bonus nell'anno considerato, preferirà ritardare la parziale performance positiva così da ottenere nel periodo successivo un risultato straordinario.

Similmente, se si considera l'effetto del "tetto" al livello di performance X_2 , la conseguenza più facilmente deducibile è quella che in ogni periodo quegli executive capaci di oltrepassare abbondantemente il livello di performance X_2 , saranno spinti a smettere di produrre di più una volta che il massimo livello di bonus sia stato già ottenuto. Come nel caso precedente si verificherà il fenomeno del trasferimento di performance positive da un periodo all'altro: l'executive razionale manipolerà i guadagni gestendo le vendite e le spese e prediligendo un livello di performance compreso tra X_1 e X_2 .

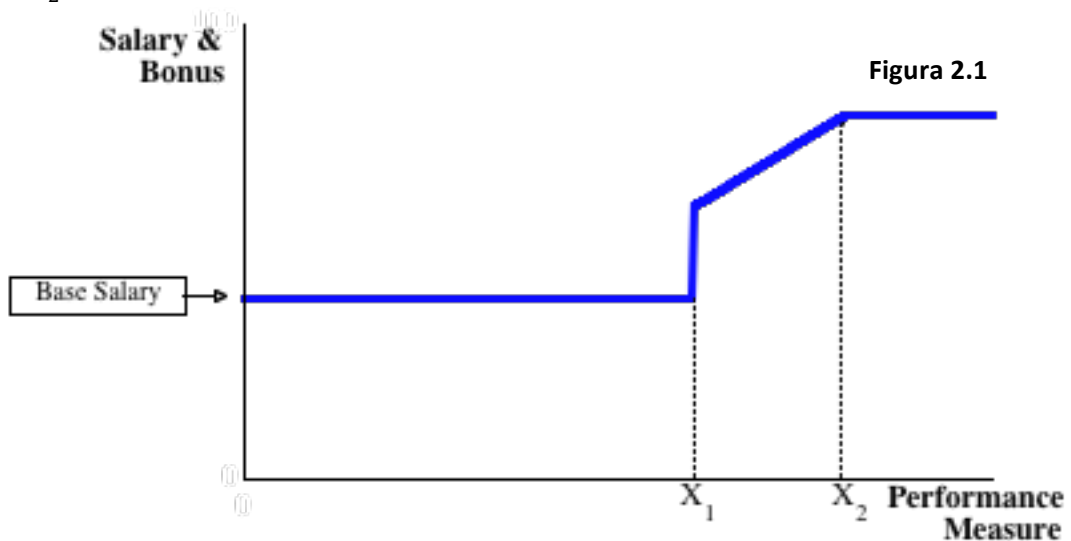


Immagine tratta da: Conyon M. J., Fernandes N., Ferreira M. A., Matos P., Murphy K.J., *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, Cagliari, Maggio, 2010

Il secondo schema proposto dagli autori prevede una forte linearità tra pay e performance per un intervallo più largo di performance stessa. A differenza della figura 2.1 dove vi era un premio massimo erogato al livello di performance X_2 , in questo secondo schema non vi sono massimi, né discontinuità al livello di performance X_1 . Caratteristica peculiare è poi l'abbassamento del livello di retribuzione base al di sotto dei livelli della concorrenza e l'innalzamento del limite del bonus erogabile oltre la soglia massima precedentemente prevista. Per quanto riguarda l'idea di un "bonus negativo" la modalità proposta dai medesimi autori è quella di introdurre premi differiti nel tempo che sono soggetti a diminuzioni se la performance subisce deterioramenti.

Figura 2.2

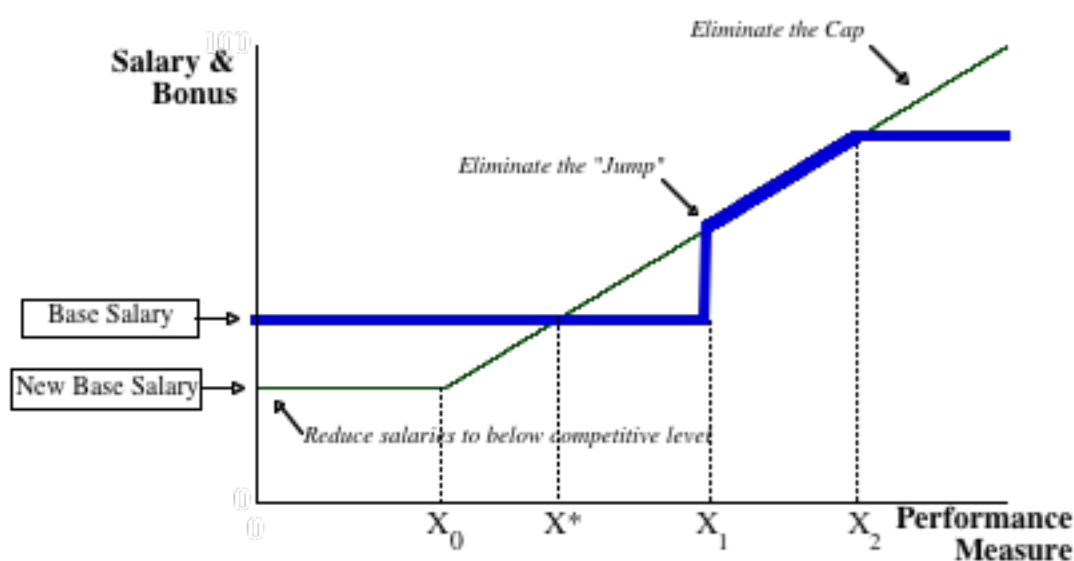


Immagine tratta da: Conyon M. J., Fernandes N., Ferreira M. A., Matos P., Murphy K.J., *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, Cagliari, Maggio, 2010

2.5 Le soluzioni proposte da R.G. Rajan

Nel novembre 2005, con il paper *Has financial development made the world riskier?*, l'economista indiano Raghuram Rajan, allora accusato di anti progressismo dalla maggior parte degli esponenti del mondo della finanza americana, proponeva una serie di interessanti soluzioni per ridurre la rischiosità dei sistemi finanziari e del mondo bancario in particolare. Ad oggi, rileggendo il documento non si può non ammettere la sua perspicacia e il suo aver anticipato alcune delle modalità con cui la crisi a posteriori sarebbe stata affrontata da autorità nazionali e sovranazionali.

In primo luogo Rajan proponeva un sistema di supervisione prudenziale indicandone come soggetti destinatari le grandi istituzioni al centro dell'industria finanziaria. Non solo, sottolineava l'importanza di rafforzare il sistema di risk management interno alle banche e agli enti significativi e di rendere più trasparente l'informativa al pubblico in maniera tale da rendere gli investitori più informati e consapevoli.

Ma il focus per Rajan era la struttura degli incentivi. Come poteva il mercato assicurare che i manager delle istituzioni finanziarie avessero adeguati incentivi e che quindi non fossero miopi davanti ai rischi che assumevano? La risposta a questo interrogativo veniva indicata dall'autore nel richiedere ai manager di avere una parte della loro ricchezza personale investita nei fondi che loro gestivano. All'interno del database TASS, che è la principale fonte di classificazione degli hedge fund americani, viene indicato che, a dicembre 2004, 811 su 2364 manager intervistati dichiaravano di aver parte della propria ricchezza investita nei fondi da loro stessi gestiti. Una seconda modalità *market friendly* proposta da Rajan era incoraggiare i manager a investire una porzione della loro retribuzione nei fondi che gestivano. Questa seconda alternativa proposta ha il vantaggio di essere anticiclica: se un manager è obbligato a versare nel fondo che gestisce una quota crescente della propria retribuzione sarà spinto a non "giocare" con gli investimenti rischiosi dato che in ballo c'è una parte di ciò che guadagna.

Per quanto riguarda invece l'obiettivo di spostare le tendenze dei manager verso la creazione di valore orientata al lungo periodo, l'economista proponeva di rendere "intoccabile" la ricchezza dei manager investita nel fondo per un periodo di tempo relativamente lungo (finanziariamente parlando si potrebbe pensare alla durata del ciclo di investimenti che interessano il portafoglio più redditizio di un fondo comune). E se il manager avesse deciso strategicamente di abbandonare l'organizzazione per svincolare quella ricchezza? Sarebbe bastato allora vietare la disponibilità di quella ricchezza per un anno dopo l'abbandono dell'istituzione.

Come Rajan aveva consigliato, autorità quali il Financial Stability Board, hanno sentito l'esigenza di regolamentare (e non solo raccomandare) il mondo della governance delle imprese finanziarie richiedendo maggiore trasparenza e maggiore allineamento tra struttura retributiva e rischi assunti.

Capitolo 3 - La normativa prudenziale in tema di politiche retributive nelle istituzioni finanziarie. Il caso Unicredit

3.1 Introduzione

Come visto nel capitolo 2, la crisi finanziaria ha messo in luce una serie di distorsioni caratterizzanti i sistemi remunerativi degli executive all'interno delle istituzioni finanziarie. Una di queste (vedi par 2.4) era l'eccessiva assunzione di rischi da parte del settore bancario dovuta ad una asimmetria nella gestione delle ricompense e alla crescita delle retribuzioni lorde a sua volta motivata soprattutto dall'incremento nell'utilizzo dei piani opzionari. "L'utilizzo nelle banche delle politiche di remunerazione per incentivare la propensione al rischio non poteva non interessare le autorità di controllo impegnate a sviluppare regolamentazioni e approcci di supervisione di tipo prudenziale" (De Polis, 2012). Dal 2008 autorità nazionali e sovranazionali sono intervenute in materia regolamentando, accanto agli aspetti prudenziali di carattere finanziario (come struttura del patrimonio delle banche e coefficienti di solidità), aspetti prudenziali parimenti importanti come governance nelle banche e strutture remunerative per il personale e per gli executive. Punto di svolta è stato il documento – *Principles for Sound Compensation Practices* - emanato dal *Financial Stability Board* nell'aprile 2009, con cui è stata data forma a una serie di principi che da quel momento in poi avrebbero ispirato le prassi remunerative negli enti finanziari significativi. Grazie alla richiesta di maggiore trasparenza nella comunicazione delle banche verso gli interlocutori sociali e un comportamento più prudentiale, si è tentato di ricostruire la fiducia dell'opinione pubblica verso gli intermediari finanziari che, durante la crisi, si era sgretolata. Questo processo ha interessato a livello internazionale il G20 e l'Unione Europea è presto intervenuta in modo simile ottenendo la cosiddetta "armonizzazione massima" anche in tema di politiche remunerative e di executive compensation.

3.2 L'evoluzione della normativa in Italia

In Italia il tema dell'executive compensation nelle istituzioni finanziarie è stato oggetto di una delle prime discipline emanate a livello internazionale. Infatti nel 2008 Banca d'Italia ha dettato una precisa normativa sui sistemi di remunerazione e incentivazione degli amministratori e del management delle banche. Il documento, denominato "Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche"⁴¹, prendendo spunto dal dibattito scaturito dalla allora recente riforma del diritto societario⁴², si articola in principi generali e linee applicative: i principi generali rimettono all'autonomia degli IF le scelte più idonee a realizzarli, mentre le linee applicative ne agevolano l'attuazione. La disciplina è indirizzata alle banche e alle società

⁴¹Banca d'Italia, disposizioni 04.03.2008, G.U. 20.03.2008

⁴²Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366 – D. Lgs. 6 del 17 gennaio 2003

capogruppo dei gruppi bancari⁴³ e individua, nell'organo con funzione di supervisione strategica (il CDA se il modello di governance è quello tradizionale), quello competente a definire i sistemi di incentivazione e retribuzione dei *significant risk taker*⁴⁴, cioè di coloro che occupano ruoli apicali nell'organizzazione della banca. Accanto all'organo di supervisione strategica è inoltre previsto l'intervento di un comitato composto in maggioranza da amministratori indipendenti, i quali devono fissare i criteri per la remunerazione del management. Tali criteri devono risultare sostenibili rispetto a una *vision* di lungo periodo della banca e essere coerenti con la cultura e con gli assetti di governo e di controllo. Inoltre, i parametri cui ancorare l'ammontare delle retribuzioni devono essere ben individuati, oggettivi e di facile valutazione. All'assemblea spetta invece l'approvazione delle politiche di remunerazione a favore di tutto il personale, insieme alla definizione dei compensi spettanti agli organi societari e dei piani basati su strumenti finanziari.

Tale normativa è stata recentemente modificata (dicembre 2013) per recepire le innovazioni introdotte dalla direttiva 2013/36/UE, la *Capital Requirements Directive IV*, che ha a sua volta modificato la CRD III e rappresenta l'evoluzione del principale documento emanato dall'Unione Europea in tema di governance nelle banche. Un aspetto interessante, introdotto a seguito della modifica delle disposizioni dovuta alla CRD IV, riguarda la composizione degli organi con funzione di supervisione strategica e di gestione. Tale composizione deve infatti rispettare un adeguato grado di *diversity* in termini di età, genere, provenienza geografica. Ciò consente di analizzare e assumere decisioni attraverso una pluralità di punti vista e senza quindi il pericolo di "mero allineamento a posizioni prevalenti interne o esterne alla banca"⁴⁵.

"Nelle banche di maggiori dimensioni o complessità operativa, la costituzione all'interno dell'organo con funzione di supervisione strategica di comitati specializzati (con compiti istruttori, consultivi, propositivi), composti anche da indipendenti, agevola l'assunzione di decisioni soprattutto con riferimento ai settori di attività più complessi o in cui più elevato è il rischio che si verifichino situazioni di conflitto di interessi". La disciplina fa qui riferimento a due importanti comitati: quello rischi e quello remunerazioni. La loro costituzione è richiesta oggi dalla direttiva CRD IV per le banche "significative".

Gli ultimi due interventi di Banca d'Italia riguardano invece l'aggiornamento n°7 e 8 della circolare n°285 del 17 dicembre 2013. Tale circolare – *Disposizioni di vigilanza per le banche* – è la più significativa testimonianza dell'adozione delle indicazioni del comitato di Basilea in Italia e riguarda la maggior parte degli aspetti inerenti al mondo bancario.

In questa sede è opportuno considerare l'aggiornamento n°7 (novembre 2014) della circolare che ha previsto l'introduzione di un capitolo, denominato "*Politiche e prassi di remunerazione e incentivazione*", all'interno del Titolo IV inerente il governo societario e

⁴³ Banca d'Italia, disposizioni 04.03.2008: p. 3

⁴⁴ De Polis, 2012: p. 181

⁴⁵ Banca d'Italia, disposizioni 04.03.2008: p. 15

la gestione dei rischi. La convinzione di partenza è quella che, adeguati meccanismi di remunerazione e di incentivazione del management in banca, possono favorire la competitività e il buon governo delle imprese bancarie⁴⁶. Ai sensi della suddetta disciplina, nella definizione e implementazione di sistemi di remunerazione e incentivazione, si deve tenere conto del criterio di proporzionalità: in base alle dimensioni e al grado di complessità operativa della banca considerata, le norme contenute nel capitolo devono essere rispettate *in toto* o *in parte* (figura 3.1).

Tipologia intermediario	Totale degli attivi	Regole da seguire
Grandi	>30mld€	Tutta la normativa
Intermedie	3,5 – 30mld€	Riduzione del 50% dei vincoli imposti alle grandi
Piccole	<3,5mld€	Rispetto dei principi definiti dalla normativa

Figura 3.1

Fonte: <http://www.lbs.luiss.it/osservatorio/Diritto-Bancario%E2%80%939303.12.2014.pdf>

Aspetti significativi oggetto della normativa sono:

- ✚ **Il ruolo dell'assemblea.** Ad essa spetta l'approvazione delle politiche di remunerazione e incentivazione a favore dei componenti degli organi con funzione di supervisione strategica, gestione e controllo e del resto del personale; approva inoltre i piani di remunerazione basati su strumenti finanziari e i criteri per la determinazione del compenso in caso di conclusione anticipata del rapporto di lavoro (o cessazione anticipata dalla carica)⁴⁷. L'approvazione da parte dell'assemblea favorisce il raggiungimento di un accresciuto grado di consapevolezza degli azionisti in merito ai rischi e benefici legati all'implementazione di un sistema di remunerazione/incentivazione. Per prendere tali decisioni l'assemblea deve disporre di un'adeguata informativa.
- ✚ **Il comitato remunerazioni.** Ha compiti di proposta sui compensi del personale e compiti consultivi in materia di determinazione dei criteri per i compensi di tutto il personale più rilevante⁴⁸. Esprime un parere circa *“il raggiungimento degli obiettivi di performance cui sono legati i piani di incentivazione e sulle altre condizioni poste per l'erogazione dei compensi”*. Data la qualifica di indipendenza che dovrebbe caratterizzarlo, il comitato deve avere accesso a

⁴⁶Banca d'Italia, Circolare n°285/2013: p. 225

⁴⁷Banca d'Italia, Circolare n°285/2013: p. 229

⁴⁸Banca d'Italia, Circolare n°285/2013: p. 231

tutte le informazioni necessarie e avere adeguate risorse finanziarie per svolgere il suo operato nella maniera più efficace ed efficiente possibile.

- ✚ **Rapporto tra componente fissa e variabile della retribuzione.** Esso deve essere bilanciato in relazione alle caratteristiche della banca per le diverse categorie di personale, specie per quello più rilevante. “La componente variabile può contrarsi sensibilmente e in casi estremi azzerarsi in relazione ai risultati corretti per i rischi effettivamente conseguiti”⁴⁹. Deve essere fissato ex ante il limite all’incidenza della quota variabile su quella fissa della retribuzione e in ogni caso “il rapporto tra componente variabile e quella fissa del personale più rilevante non supera il 100%”⁵⁰. Tale limite può essere elevato in situazioni particolari su decisione dell’assemblea ma comunque “non oltre al 200%”.
- ✚ **Remunerazione variabile.** Le regole indicate a riguardo nella circolare sono ispirate dalla necessità di collegamento tra performance e rischi, di sostenibilità economica dei piani, di orientamento a lungo termine e di rispetto delle regole. La componente variabile della retribuzione deve essere ancorata a indicatori di performance misurata al netto dei rischi e coerenti con le misure utilizzate dalla funzione di risk management: possono essere utilizzati per esempio il RAROC, il RORAC e l’EVA, mentre non sono misure adeguate il prezzo delle azioni o il loro rendimento. Il periodo di valutazione della performance deve essere almeno annuale ma “preferibilmente pluriennale”. Più dettagliatamente, la componente variabile della retribuzione deve essere bilanciata (per una quota maggiore o uguale al 50%) tra azioni e strumenti collegati. Con il fine di allineare gli incentivi con interessi di lungo termine, questi strumenti non possono essere venduti per un certo arco temporale (chiamato periodo di mantenimento) individuato attraverso la politica di remunerazione propria della banca. Per rispondere invece al meccanismo di *malus*, ovvero la possibilità che la performance della banca peggiori dopo l’erogazione di un bonus, la circolare prevede che una quota uguale almeno al 40% della retribuzione variabile sia pagata in modo differito per un periodo compreso tra i 3 e i 5 anni. La percentuale sopra indicata deve essere non inferiore al 60% se “la componente variabile rappresenta un importo particolarmente elevato”. Inoltre “è differita per non meno di 5 anni almeno per: i consiglieri esecutivi, il direttore generale, i direttori generali, i vice direttori generali e altre figure analoghe, i responsabili delle principali aree di business (e di quelle con maggior profilo di rischio, es. *investment banking*), funzioni aziendali o aree geografiche, nonché coloro i quali riportano direttamente agli organi con funzione di supervisione strategica, gestione e controllo”⁵¹.
- ✚ **Golden parachute.** Le buone uscite devono altresì rispondere alla performance realizzata dall’individuo e dalla banca. Il loro ammontare rientra tra l’altro nel

⁴⁹ Banca d’Italia, Circolare n°285/2013: p. 233

⁵⁰ Ibidem

⁵¹ Banca d’Italia, Circolare n°285/2013: p. 236

calcolo del rapporto retribuzione variabile/retribuzione fissa, indicato precedentemente.

Tutte le modifiche che hanno interessato la disciplina dei sistemi remunerativi nelle banche in Italia sono il riflesso degli affinamenti realizzati a livello europeo per eliminare le distanze rispetto ai principi internazionali del FSB: tutto ciò per la finalità ultima di realizzare il massimo grado di cooperazione (sotto tutti gli aspetti) in materia di vigilanza bancaria.

3.3 Gli interventi a livello europeo

Come detto sopra, i due documenti emanati a livello europeo per regolamentare anche la governance e i sistemi remunerativi nelle istituzioni finanziarie sono la CRD III e la CRD IV⁵². In aggiunta a quanto detto nel precedente paragrafo, è opportuno ricordare per completezza espositiva alcune indicazioni contenute nelle due direttive.

Con la *Capital Requirement Directive III*, sono state introdotte alcune sezioni a una precedente direttiva la 2006/48/CE, tra cui la sezione 11, denominata “Politiche remunerative”. L’insieme dei principi⁵³ stilati dimostra come le autorità europee di vigilanza bancaria abbiano affrontato il problema della maggiore rischiosità assunta dal sistema finanziario in seguito alla crisi:

- ✚ La politica remunerativa deve riflettere e promuovere una gestione sana del rischio, non incoraggiarne un’assunzione superiore al livello tollerabile dall’ente creditizio. Essa deve essere allineata con la strategia, la cultura e gli obiettivi dell’ente stesso e deve comprendere misure volte ad evitare i conflitti d’interesse.
- ✚ Quando si valuta la performance individuale, la remunerazione deve tenere conto non solo dei risultati del singolo ma anche dell’unità aziendale a cui esso appartiene nonché dei risultati generali dell’organizzazione.
- ✚ Gli enti creditizi devono riesaminare e ristrutturare le remunerazioni in modo da allinearle a una sana gestione dei rischi. Dove appropriato, può essere stabilito un limite alla remunerazione delle persone che determinano effettivamente “l’orientamento dell’attività dell’ente creditizio”.
- ✚ Per quanto attiene alla maggiore trasparenza richiesta agli enti bancari, la direttiva li obbliga a pubblicare, con aggiornamenti almeno annuali, alcune categorie di informazioni soprattutto in merito “alla politica e alle prassi remunerative dell’ente creditizio relative alle categorie di personale le cui attività professionali hanno un impatto rilevante sul profilo di rischio dell’ente”. Tra queste informazioni rientrano ad esempio quelle attinenti il processo decisionale seguito per definire la politica remunerativa e quelle quantitative aggregate sulle remunerazioni.

⁵²Rispettivamente direttiva 2010/76/UE e direttiva 2013/36/UE

⁵³Direttiva 2010/76/UE: p. 14

Con la *Capital Requirement Directive IV* che, come prima indicato, ha indotto importanti modifiche nella circolare 285/2013 di Banca d'Italia, vengono apportate delle modifiche alla CRD III, attraverso il recepimento degli indirizzi elaborati dalla *European Banking Authority* (EBA) e dal *Financial Stability Board* (FSB). Le banche e i gruppi bancari, che rappresentano l'ambito di applicazione della direttiva, dovranno applicare le disposizioni ai contratti individuali stipulati a partire dal 1 luglio 2015 e adeguare entro lo stesso termine i contratti per i componenti degli organi di supervisione strategica, gestione e controllo. Le novità apportate dalla direttiva sono sintetizzate in figura 3.2.

Figura 3.2 Principali chiarimenti/novità	
Presidente non esecutivo	Cap remunerazione fissa definita in relazione alla remunerazione del "capo azienda"
Ruoli di controllo	Cap remunerazione variabile in relazione della remunerazione fissa
Golden Parachute	L'assemblea deve approvare i limiti in termini di annualità e quantum massimo erogabile
Claw Back	È da applicare all'intera popolazione aziendale. Tra i fattori che portano all'attivazione della clausola vengono introdotti "comportamenti da cui è derivata una significativa perdita per la banca".
Reti esterne	Gli MRTs sono soggetti alle stesse regole del restante personale rilevante. Per gli altri vengono introdotte richieste in relazione al bonus pool.

Fonte: <http://www.lbs.luiss.it/osservatorio/Diritto-Bancario%E2%80%9312.2014.pdf>

La CRD IV ha dato grande peso alla sostenibilità economica e alla coerenza dei piani di remunerazione e incentivazione per i "portatori significativi di rischio"; ha inoltre consentito alle banche di introdurre forme contrattuali di restituzione anche parziale, di compensi già corrisposti al proprio management come parte variabile della retribuzione. Tali forme contrattuali sono appunto le *claw-back*, importanti perché consentono di punire comportamenti fraudolenti e di colpa grave all'interno della banca.

Per quanto attiene alla sostenibilità economica, è la stessa direttiva ad affermare che: "[...] Gli enti creditizi e le imprese di investimento sono già soggetti al principio secondo il quale i premi e i pagamenti discrezionali delle componenti variabili della remunerazione, versati alle categorie di personale le cui attività professionali hanno un impatto sostanziale sul profilo di rischio dell'ente, devono essere sostenibili, tenendo conto della situazione finanziaria dell'ente. Al fine di garantire che un ente ripristini il proprio livello di fondi propri in modo tempestivo, è opportuno allineare la remunerazione variabile e i benefici pensionistici discrezionali agli utili dell'ente nei pe-

riodi in cui il requisito combinato di riserva di capitale non sia soddisfatto, tenendo conto dello stato di salute a lungo termine dell'ente"⁵⁴.

Per quanto attiene invece alla coerenza delle politiche di remunerazione per gli executive, la direttiva sottolinea l'aderenza ai principi del FSB (vedi paragrafo successivo) introducendo "per le categorie di personale le cui attività professionali hanno un impatto importante sul profilo di rischio degli enti creditizi e delle imprese di investimento, politiche e prassi in materia di remunerazione che siano coerenti con una gestione efficace del rischio".

Il grande pregio delle due direttive menzionate è quello di regolamentare aspetti del governo societario nelle banche prima oggetto di disposizioni di carattere generale o di codici di condotta volontari. Tale generalità ha portato a carenze nel governo societario di alcuni enti che, come ammesso nella CRD IV, hanno rappresentato la principale causa del loro fallimento e hanno conseguentemente determinato problemi sistemici negli Stati membri e a livello mondiale⁵⁵.

3.4 Gli standard del Financial Stability Board

Il *Financial Stability Board*, fino al 2009 *Financial Stability Forum*, è un organismo internazionale nato con la finalità di monitorare il sistema finanziario mondiale. Partecipano al suo interno tutti i paesi del G20 con le rispettive banche centrali e la sua sede è a Basilea.

Il suo ruolo in tema di executive compensation nelle istituzioni finanziarie è stato determinante, in quanto i suoi principi sono stati guida per tutti i paesi e hanno rappresentato una rottura tra l'approccio della "raccomandazione" e quello della "regolamentazione". Lo scopo generale degli standard da esso dettati è quello di rafforzare la solidità del sistema finanziario, limitando quanto possibile l'autonomia imprenditoriale e costruendo schemi retributivi attenti ai rischi e alla sostenibilità, nonché alle prospettive di lungo termine del business⁵⁶.

Tali principi sono rinvenibili in un primo documento emanato dal FSB nell'aprile 2009 – *Principles for Sound Compensation Practices* – cui ha fatto seguito nel settembre dello stesso anno un secondo documento – *Implementation Standards* – che ha spiegato come implementare concretamente i principi dettati all'interno del primo.

3.4.1 Principles for Sound Compensation Practices

La forte motivazione che ha portato il FSB ad intervenire per dettare, secondo il suo autorevole punto di vista, sane pratiche di remunerazione, è stata quella che, dato il livello di rischio generato in alcune istituzioni per effetto delle politiche remunerative, buoni "veicoli" per diffondere *best practices* fossero la supervisione a livello mondiale e

⁵⁴ direttiva 2013/36/UE: p. 10

⁵⁵ direttiva 2013/36/UE: p. 6

⁵⁶ De Polis, 2012: p. 184

la infrastruttura dei regolatori. I principi che l'autorità ha dettato sono indirizzati alle grandi istituzioni finanziarie ma è l'autorità stessa a dire che i medesimi dovrebbero ispirare le pratiche di remunerazione anche all'interno delle grandi imprese. Quest'ultimo aspetto distingue la disciplina internazionale da quella europea: infatti, come visto in precedenza, le direttive CRD III e IV avevano come ambito di applicazione tutte le banche e i gruppi bancari (ovviamente rispettando il principio di proporzionalità), mentre i principi del *board* si riferiscono a una cerchia più ristretta. Ulteriore differenza tra le due fonti normative risiede nell'applicazione del principio di allineamento retribuzione-rischi nel caso del documento del FSB solo ai *significant risk taker*, mentre a tutti i dipendenti nel caso delle CRD.

L'obiettivo primario dei principi è quello di ridurre l'eccessiva assunzione di rischio che potrebbe derivare dagli schemi di remunerazione. Ciò non è raggiungibile, come scritto nelle parole del documento, con un unico *fit*, nel senso che la disciplina non prescrive come strutturare schemi individuali e quali livelli fissare, ma detta principi che spingano le istituzioni finanziarie a focalizzare sia gli schemi di compensation che gli altri strumenti a disposizione delle organizzazioni verso una prudente assunzione di rischi.

Il documento prevede attraverso l'implementazione degli standard, la realizzazione di efficaci:

- ✚ gestione delle remunerazione;
- ✚ allineamento tra remunerazione e assunzione del rischio;
- ✚ supervisione;
- ✚ partecipazione dei portatori d'interesse.

Per quanto riguarda la prima tra queste finalità il FSB scrive "*the compensation system should not primarily controlled by the CEO and management team*". Il consiglio di amministrazione delle istituzioni finanziarie deve accuratamente sorvegliare le fasi di design e implementazione dei sistemi di compensation e deve assicurarne la revisione e l'aggiustamento con il fine di valutare se essi funzionino secondo le loro finalità originarie. Inoltre, il personale dedito al controllo finanziario e a quello dei rischi deve essere indipendente e avere l'adeguata autorità. Precisa il documento che la remunerazione di tali categorie deve essere indipendente dalla prestazione dell'area che supervisionano e deve essere commisurata con l'importanza del loro ruolo nell'istituzione.

Circa il secondo focus, allineamento remunerazione-rischio, il FSB scrive che la remunerazione deve tener conto dei rischi che un collaboratore assume non per proprio conto ma per conto dell'impresa stessa. Il criterio è semplice: collaboratori che generano gli stessi profitti nel breve periodo ma assumono una quantità di rischi diversa, non possono essere remunerati nello stesso modo. Ovviamente, trattandosi di un documento indirizzato alle istituzioni finanziarie, i rischi cui ci si riferisce sono quelli di credito, di liquidità, di reputazione ecc. Vi deve essere simmetria tra l'ammontare del premio e la performance generale dell'impresa e, per questo motivo, gli incentivi per il

singolo devono tenerne conto accanto alla performance personale. I bonus potrebbero diminuire o addirittura non esserci nel caso di imprese, singole unità o business divisionali non sani economicamente. Inoltre per un corretto allineamento, il FSB stabilisce che il mix degli strumenti con cui è possibile premiare sia adeguato alla posizione e al ruolo del collaboratore e ovviamente l'impresa deve essere in grado di spiegare la ratio propria di ogni composizione.

Infine, l'azione dei supervisori sulle istituzioni finanziarie deve essere in grado di verificare l'effettiva integrità delle pratiche di compensation. Vi deve essere un lavoro costruttivo tra "controllati" e "controllore" per consentire l'effettiva implementazione degli standard. Accanto all'esame effettuato dai *supervisors*, i principi richiedono un grado elevato di trasparenza nell'informativa che le istituzioni finanziarie trasmettono al pubblico degli stakeholder circa le pratiche di compensation, così da garantire loro di assumere scelte consapevoli e valutare anche se esse sono conformi ai principi stessi del FSB.

Il FSB è giunto alla definizione di detti principi dopo gli attenti studi di un team di esperti appositamente formato per lo scopo. È proprio da tali studi che si è potuta evincere, come indicato nel documento, una scarsa attenzione alla relazione tra remunerazione e rischio: prima la maggior parte delle istituzioni vedeva i sistemi di compensation come sconnessi dalla funzione più ampia di risk governance. Durante l'elaborazione del documento, il team del FSB ha inoltre condotto un'interessante indagine statistica campionando il parere di diversi attori del mondo della finanza: l'80% di loro credeva che le pratiche di compensation avessero giocato un ruolo cruciale nell'assunzione di rischi che ha generato la crisi⁵⁷.

3.4.2 Implementation Standards

Come precedentemente indicato, il secondo documento emanato dal FSB detta indicazioni su come implementare gli standard sopra citati. Nonostante non sia questa la sede per approfondire il ricco contenuto di tale documento, è opportuno richiamare alcune importanti prescrizioni:

✚ Circa la realizzazione di un'efficace governance...

Le istituzioni finanziarie significative devono avere, all'interno della loro struttura di governance permanente, una commissione per le remunerazioni. Questa, che deve avere carattere di indipendenza per effettuare un adeguato giudizio, deve lavorare a stretto contatto con le altre funzioni che si occupano di valutare il rischio complessivo dell'istituzione finanziaria e deve assicurare il rispetto dei principi indicati dal FSB. Coloro che lavorano all'interno di tale commissione devono essere remunerati indipendentemente dalle altre aree di business e, soprattutto, deve essere loro garantito un livello di compensation in grado di attirare uno staff qualificato e con esperienza⁵⁸.

⁵⁷ *Principles for Sound Compensation Practices*, 2009: p. 4

⁵⁸ *FSB Implementation Standards*, 2009: p. 2

✚ Circa la sostenibilità economica dei piani...

Le istituzioni finanziarie significative devono assicurarsi che le retribuzioni variabili totali non limitino la loro abilità a mantenere una base patrimoniale solida. A tal fine il FSB consiglia ai supervisori nazionali di limitare la retribuzione variabile ad una percentuale della retribuzione netta totale quando, in assenza di tali condizioni, potrebbe essere deteriorata la solidità patrimoniale dell'ente stesso.

✚ Circa la struttura della remunerazione e la necessità di allineamento...

Come poi recepito all'interno della normativa europea ed italiana, il *Financial Stability Board* indica come possibili soluzioni alla necessità di allineare la remunerazione ai rischi, in particolare per gli executive (e per tutti i collaboratori che hanno una forte capacità di influenzare l'esposizione a rischio dell'ente), meccanismi di *claw-back* e di *malus*. Il claw-back in particolare prevede che, dopo l'erogazione degli incentivi, sia possibile che parte di essi debbano essere restituiti per tenere conto di performance in seguito deteriorate. Circa l'executive compensation, l'autorità sottolinea che la retribuzione variabile debba essere corrisposta in base ad adeguati indicatori di performance e che una parte significativa della stessa (tra il 40 e il 60%) sia soggetta a differimento per un periodo pluriennale non minore ai tre anni. Si precisa inoltre che più del 50% della retribuzione variabile dovrebbe essere corrisposta in azioni o in strumenti collegati alle azioni, per tener conto della creazione di valore nel lungo termine.

3.5 Il caso Unicredit e il concetto di sostenibilità

UniCredit è uno dei maggiori gruppi a livello italiano ed europeo. Nel corso del tempo ha accresciuto le sue dimensioni e ad oggi esso è il risultato della fusione di nove fra le principali banche italiane e dell'aggregazione con il gruppo HVB e l'italiano Capitalia. Per il 2015, UniCredit ha ottenuto le certificazioni *top Employers Europe e Italia*⁵⁹, per le eccezionali condizioni di lavoro e per la sua attenzione allo sviluppo dei talenti a tutti i livelli all'interno dell'organizzazione. Ha inoltre dimostrato di possedere un elevato grado di evoluzione nelle strategie di gestione HR.

Come per la maggior parte dei gruppi bancari, la reputazione di UniCredit è stata duramente colpita dalle conseguenze della crisi. La banca ha affrontato questo momento attraverso la ridefinizione della mission sul concetto di sostenibilità e su una maggiore centralità della figura del cliente. Il nuovo approccio è descritto sinteticamente con lo slogan "retribuzione sostenibile per performance sostenibile"⁶⁰. La politica retributiva di gruppo è racchiusa in un documento pubblicato annualmente, all'interno del quale vengono anche sintetizzate le differenze significative rispetto al periodo

⁵⁹ <http://www.top-employers.com/companyprofiles/IT/UniCredit/>

⁶⁰ <https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup/documents/it/governance/remunerazione/Politica-Retributiva-di-Gruppo-2014.pdf>

precedente. Essa è formulata dalla funzione Risorse Umane ma prevede il coinvolgimento di altre funzioni come quella Risk e quella Finance, come peraltro consigliato dalla normativa prudenziale, al fine di ottenere una governance efficace sotto tutti i punti di vista.

La retribuzione è definita sostenibile se prevede “un collegamento diretto tra la retribuzione stessa e la performance” e contemporaneamente quando “i compensi sono coerenti con la creazione di valore a lungo termine per gli stakeholder”⁶¹. In particolare, la retribuzione variabile deve essere equilibrata in maniera tale da non incentivare comportamenti al di fuori della *vision* della banca: è fissato un limite massimo al rapporto tra componente variabile e fissa della retribuzione all’interno del gruppo del tipo 2:1 per tutti i dipendenti, fatta eccezione per il personale che lavora nel controllo per il quale è previsto un approccio più stringente. Per assicurare un collegamento diretto tra la performance e l’incentivo, UniCredit prevede il suo pagamento in base alla performance realizzata, alle prassi del mercato e alle specificità di ogni business. La sostenibilità retributiva necessita di una “differenziazione degli incentivi riconosciuti” che premi in modo meritocratico e di una visione pluriennale di performance: sono inseriti, come suggerito dalla normativa prudenziale, “meccanismi di differimento degli incentivi che premiano l’effettiva performance sostenibile dimostrata e mantenuta per il periodo di riferimento” per fare in modo che “la remunerazione variabile tenga conto dell’andamento nel tempo dei rischi assunti dalla banca”. Per rispondere all’esigenza di premi che stimolino comportamenti in linea con l’apparato valoriale del gruppo, è prevista la possibilità di azzerare i bonus, condizionando il loro pagamento all’assenza di “procedimenti avviati dall’azienda nei confronti del dipendente per attività irregolari o mal condotta” con particolare riferimento ai “processi di vendita di prodotti e servizi bancari e finanziari e al mancato rispetto di codici interni di condotta o di violazione dei valori”. Con il più ampio scopo di realizzare una governance efficace, i meccanismi di retribuzione di UniCredit devono garantire un adeguato livello di indipendenza per le funzioni che svolgono attività di controllo. Infine si stabilisce un criterio rigido quanto coerente con l’insieme dei principi stabiliti dal gruppo: la modifica o l’eliminazione di qualsiasi “caratteristica, conseguenza, o implicazione delle prassi retributive” che possa danneggiare la reputazione dell’azienda.

La performance è sostenibile “nella misura in cui contribuisce alla realizzazione della missione, alla creazione di valore a lungo termine e al rafforzamento della reputazione, in coerenza con i valori indicati nella Carta d’Integrità”. La performance sostenibile si riferisce sia al quantum che al come il risultato sia stato ottenuto. Tutti i sistemi incentivanti devono rispondere al criterio primario di valutazione della performance di soddisfare il cliente a ogni livello. Tali sistemi non devono invece indurre ad assumere rischi al di fuori della propensione al rischio adottata dalla banca e descritta nel *Risk*

⁶¹ <https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup/documents/it/governance/remunerazione/Politica-Retributiva-di-Gruppo-2014.pdf>

*Appetite Framework*⁶², documento di primaria importanza nelle banche, all'interno del quale si valutano separatamente tutti i rischi classici che gli intermediari finanziari assumono e il livello di tollerabilità massima accettabile. La performance deve valutarsi sia sulla base di obiettivi finanziari che non finanziari e deve prevedere il confronto rispetto ai principali concorrenti.

La sostenibilità, perno della politica retributiva del gruppo, riflette le indicazioni dettate dalla normativa prudenziale internazionale e italiana. In realtà UniCredit, già prima della diffusione della disciplina del FSB, aveva introdotto misure volte a una prudente gestione del rischio da parte dei suoi manager, tra le quali incentivi di lungo periodo e cancellazione di qualsiasi bonus garantito. Lo stesso Alessandro Profumo, allora amministratore delegato, dichiarò nell'ottobre 2009 che UniCredit era già in linea con i principi dettati da Banca d'Italia e dagli organi sovranazionali e che la politica retributiva non poteva che ispirarsi alla creazione di valore⁶³. Per rafforzare la cultura del rischio in UniCredit si è implementato un articolato programma che punta a modificare la mentalità e i comportamenti di tutti i dipendenti nei vari livelli organizzativi coinvolgendo la governance, la formazione e lo sviluppo, la gestione della performance e la comunicazione.



Fonte:

https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup/documents/it/sustainability/reports/ng-and-metrics/Sustainability_report/2013/Bilancio-Sostenibilita-2013-ITA.pdf

⁶²Il RAF è stato introdotto nel 2013 nell'ordinamento di vigilanza italiano, recependo le disposizioni contenute negli accordi di Basilea. E' un sistema degli obiettivi di rischio e definisce la propensione al rischio dell'intermediario, le soglie di tolleranza, i limiti di rischio, le politiche di governo dei rischi, i processi di riferimento necessari per definirle e attuarle. Si parla ad esempio di *risk capacity* (massimo rischio assumibile), *risk appetite* (il livello di rischio desiderato dalla banca per il raggiungimento dei suoi obiettivi strategici), *risk limits* (articolazione degli obiettivi di rischio in limiti operativi). (http://www.aifirm.it/il_risk_appetite_framework/)

⁶³Graziani, 2008

All'interno del cosiddetto bilancio di sostenibilità la banca dichiara di aver promosso durante il 2013 programmi di formazione rivolti a tutti i dipendenti del gruppo sulla consapevolezza del rischio e i modi per presidiarlo.

Attraverso la politica retributiva di gruppo, UniCredit si propone di “attrarre, trattenere e motivare dipendenti altamente qualificati a livello globale, capaci di costruire il vantaggio competitivo, premiando chi è allineato” ai suoi “standard di costante comportamento etico nella conduzione di un business sostenibile”⁶⁴. L’approccio alla retribuzione in UniCredit prevede il bilanciamento di componente fissa e variabile, monetaria e non monetaria, in maniera tale da puntare al sostenimento della motivazione e alla fidelizzazione dei dipendenti, nonché a garantire l’equità interna e la coerenza dei sistemi di remunerazione stessi. Da quanto detto sopra si evince l’importanza del sistema valoriale all’interno del gruppo e il suo ruolo di preconditione per la realizzazione della sostenibilità: equità, trasparenza, rispetto, fiducia, reciprocità e libertà d’azione dovrebbero ispirare i comportamenti di chi lavora nel gruppo verso qualsiasi interlocutore sociale. Tali valori, inseriti nella Carta d’Integrità di UniCredit, consentono di trasformare il semplice profitto in valore per chiunque intercorra in relazioni con la banca⁶⁵. La Carta d’Integrità non si pone come corpo normativo ma come “un sistema strutturato costruito intorno a una base comune di valori e di comportamenti in cui riconoscersi”. Pur tutelando le singole individualità e diversità, il gruppo ha compreso l’importanza di delineare una chiara identità volta a non fare emergere imprenditorialità individuali che possano danneggiare la reputazione del gruppo. In particolare la declinazione dell’insieme dei principi volti ad orientare lo svolgimento dell’attività lavorativa è il risultato di un processo che ha coinvolto molteplici attori all’interno del gruppo e presenta un taglio “volutamente diverso rispetto ad altri documenti che potrebbero apparire analoghi”. Al suo interno è rappresentata una matrice che mediante incroci tra i valori aziendali e le categorie di portatori di interesse descrive indicazioni circa il comportamento da mettere in atto (in figura 3.3 è riportato un estratto della matrice della Carta d’Integrità).

⁶⁴ Dalla pagina web ufficiale del gruppo UniCredit www.unicreditgroup.eu

⁶⁵ www.unicreditgroup.eu/it/banking-group/our-identity/values.html

CARTA DI INTEGRITÀ

	EQUITÀ	TRASPARENZA	RISPETTO	
IL PERCORSO DEL PROFITTO	PERSONE DEL GRUPPO	Bandire ogni discriminazione di sesso, età, razza, opinione politica e sindacale. Praticare sempre il rispetto e l'attenzione verso le persone. Bandire ogni clientelismo nell'assunzione, nelle promozioni e nei sistemi di incentivazione.	Trasmettere la conoscenza senza mai monopolizzarla a proprio vantaggio. Garantire trasparenza nei percorsi di carriera.	Definire chiaramente ruoli e responsabilità a tutte le persone dell'impresa. Ascoltare ed esercitare la virtù dell'attenzione verso le persone in modo costante, rispettandone valori, sensibilità, orientamenti morali senza mai ricorrere a forme di pressione indebita e di offesa.
	CLIENTI E FORNITORI	Ricerca sempre la soddisfazione del cliente. Prestare la pertinente attenzione a tutte le tipologie di cliente. Mantenere un comportamento imparziale nella scelta dei fornitori per rendere il rapporto con gli stessi un vantaggio competitivo per l'azienda.	Garantire sempre la tempestiva informazione sui prodotti e sui servizi offerti. Operare la scelta dei fornitori con obiettività.	Tutelare la riservatezza delle informazioni di cui si entra in possesso, sia che riguardino il rapporto con la clientela, sia quello con l'azienda, con il suo patrimonio, o con le sue decisioni. Aprire un canale di ascolto con i fornitori che porti a sostenere i processi più innovativi e responsabili attuali.
	INVESTITORI	Prestare la pertinente attenzione a ogni tipologia di investitore, senza discriminazioni o favoritismi, al fine di rendere i mercati sempre più aperti e concorrenziali.	Rendere la comunicazione al mercato un valore sia economico sia culturale, cercando di essere chiari, completi e tempestivi e utilizzando per ciascun investitore il canale di comunicazione più efficace.	Adottare con gli investitori regole di comportamento in linea con i valori dell'impresa e con la deontologia professionale, descritta dai migliori standard di mercato.
	COMUNITÀ TERRITORIALI	Relazionarsi con i portatori di interesse in modo pertinente offrendo assistenza, servizi e opportunità senza discriminazioni. Promuovere lo sviluppo locale sostenendo le iniziative più attente alle reali esigenze della comunità.	Far conoscere, laddove si è presenti sul territorio, ciò che si fa, e come lo si fa.	Farsi promotori di uno sviluppo territoriale attento alla sostenibilità ambientale e sociale.

Figura 3.3 fonte:

<https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup/documents/it/banking-group/our-identity/carta-integrita.pdf>

3.5.1 L'Executive Development Plan

Le linee guida retributive per la popolazione degli executive in UniCredit sono omogenee e comuni a livello di gruppo. All'interno del documento di *disclosure* al pubblico – Politica retributiva di gruppo – si parla di EDP, *executive development plan*, ovvero un piano per la valutazione della performance degli executive e l'erogazione dei premi. L'EDP è accompagnato dal *Talent Management Review* e insieme rappresentano i processi predisposti in UniCredit con la finalità di sviluppare la leadership e promuovere "crescita professionale e manageriale" all'interno del gruppo⁶⁶. Genericamente parlando, premiare gli executive per UniCredit significa tenere conto del rischio complessivo assunto e dell'impatto del loro operato sull'unità di business e sull'organizzazione nel suo complesso. I criteri quantitativi attraverso i quali UniCredit ha

⁶⁶ www.unicreditgroup.eu/it/careers/what-set-us-apart/leadership-development/the-executive-development-plan-and-talent-management-review.html




stabilito l'ambito di applicazione dell' EDP, ovvero il personale più rilevante, sono i seguenti⁶⁷:

- + dipendenti con retribuzione complessiva pari o superiore a euro 500000;
- + dipendenti che rientrano nello 0,3% del personale cui è stata attribuita la retribuzione complessiva più elevata;
- + dipendenti a cui è stata attribuita una remunerazione complessiva pari o superiore alla remunerazione complessiva più bassa attribuita al Senior Management.

Per quanto riguarda l'amministratore delegato, così come per gli altri dirigenti con responsabilità strategiche, le componenti fissa e variabile della retribuzione sono bilanciate e definite ex ante tenendo conto "degli obiettivi strategici dell'azienda, delle politiche di gestione dei rischi e degli altri elementi caratterizzanti l'operatività dell'azienda"⁶⁸. UniCredit ha ovviamente recepito le recenti disposizioni della CRD IV, prevedendo l'incidenza massima della retribuzione variabile rispetto alla fissa. La definizione della retribuzione per questi soggetti che, come in uso nella normativa, sono "portatori significativi di rischio", rientra nel più ampio quadro del *Risk Appetite Framework*, consentendo la costruzione di politiche retributive coerenti con il concetto di sostenibilità precedentemente descritto. Per il 2014 UniCredit ha previsto un approccio "bonus pool" che garantisce un maggior collegamento tra risultati aziendali a livello di gruppo, profittabilità, rischio e remunerazione. Per la popolazione degli executive ad esempio è stata introdotta una clausola di malus denominata *Zero Factor*: nel caso in cui determinate soglie di profittabilità, capitale e liquidità non siano raggiunte a livello di gruppo o di paese/divisione, l'incentivo può essere completamente azzerato. Per la popolazione di non executive invece può essere applicata solo una significativa riduzione. La performance degli executive è valutata sulla base di 4-8 obiettivi, di cui almeno la metà sono di sostenibilità e ispirati al modello di competenze del gruppo. Come osservabile nello schema illustrativo nella pagina successiva (fonte: vedi nota 67), gli obiettivi non solo rispondono al cardine della sostenibilità ma sono anche aggiustati per il rischio. Per ogni obiettivo è inoltre descritto il "perimetro" organizzativo di riferimento. Possono essere altresì inseriti obiettivi addizionali ai fini della valutazione complessiva della performance individuale e bisogna tenere conto dei "comportamenti e delle competenze ritenuti rilevanti" attraverso il *competency model* di gruppo. Per esprimere il feedback valutativo si utilizza una scala di punteggio che va da 1 a 5 e un giudizio descrittivo.

⁶⁷ <https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup/documents/it/governance/remunerazione/Politica-Retributiva-di-Gruppo-2014.pdf>

⁶⁸ Ibidem

#	CORE GOALS	REFERENCE PERIMETER	REFERENCE TARGET
1	Economic Profit (EVA) within risk appetite framework 	Group	delta y/y
2	Risk Management Goal (EL % + Coverage Ratio ITA, DE, AU, CIB; Average PD of managerial portfolio CEE & Poland) 	Group	vs qualitative assessment based on CRO report
3	Net Operating Profit (GOP after net LLP) 	Business division	vs budget
4	Effectiveness of Group Internal Control System	Group	vs qualitative assessment
5	Strategic projects implementation: Multichannel, Payment and Internationalization	Group	vs qualitative assessment
6	Support in developing a strong and sustainable risk and compliance culture	Group	vs qualitative assessment
7	Stakeholder Value: Customer satisfaction (TRI'M external); People Engagement, Reputation		vs qualitative assessment



5 fundamentals to make the difference Our Competency Model

CUSTOMER FIRST
Client Obsession

LET'S DO IT NOW
Execution and Discipline

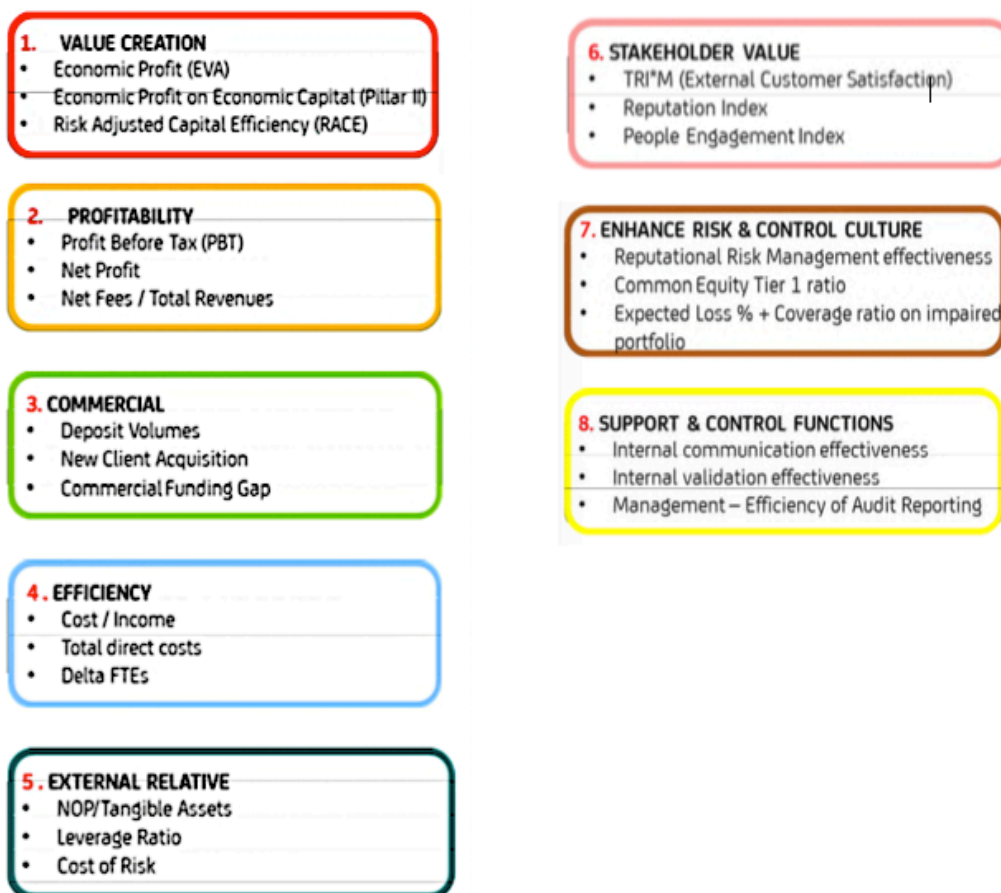
SIMPLY CONNECT
Cooperation and Synergies

BALANCE RISK
Risk Management

UNLOCK POTENTIAL
People and Business Development

Think 

Si affianca alla valutazione individuale il benchmark esterno per specifici ruoli e mercati. Per la misurazione complessiva della performance si utilizza una struttura che garantisca chiarezza e conoscibilità da parte degli executive, così da poterli aiutare a revisionare le strategie per il raggiungimento dei target. Dal 2010 infatti le funzioni chiave, tra cui quella Risorse Umane, sono coinvolte nell'aggiornamento di un KPI *bluebook* che contiene un insieme di indicatori chiave che consentono di quantificare il raggiungimento di determinati livelli di performance. Il KPI *bluebook* è costituito da otto aree: creazione del valore, profittabilità, commerciale, efficienza, risk management, *external relative*, valore per gli stakeholder, rischio emergente e cultura del controllo, funzioni di supporto e controllo. All'interno della categoria che misura la creazione del valore troviamo ad esempio indicatori come l'EVA e il RACE (*risk adjusted capital efficiency*), mentre per quanto riguarda il rischio emergente e la cultura del rischio si valuta quello reputazionale e l'efficacia nell'operato del management.



Esempi di alcuni dei principali *Key Performance Indicators* presenti nel *Bluebook*.

Fonte: <https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup/documents/it/governance/remuneration/Politica-Retributiva-di-Gruppo-2014.pdf>

Riflessioni conclusive

Luigi Zingales scriveva sarcasticamente nel 2011 “chi dobbiamo ringraziare per i super stipendi dei manager?”. Probabilmente la ricerca di un capro espiatorio in questi casi non ha alcuna utilità e anche il dibattito che ormai da più di un settennio riemerge sui super stipendi e sull’aumento delle disuguaglianze sociali sembra non trovare una chiave risolutiva. Gli scandali, i crac finanziari e i casi frequenti di frodi ai danni della clientela o dell’intero Stato Civile, come accaduto spesso all’interno di organizzazioni pubbliche, hanno messo in luce uno spazio spesso vuoto nel bagaglio conoscitivo, di competenze ed esperienziale del management: l’etica. Etica significa comportamento ed essa è la disciplina filosofica che studia il problema morale del comportamento umano in rapporto ai mezzi, ai fini e ai movimenti (Varvelli, 2003). C’è anche chi sostiene che ritrovare e coltivare l’etica manageriale possa rappresentare una leva per uscire dalla crisi e che il problema risieda nella formazione stessa degli executive che tendono ad avere una forte dimensione tecnica a scapito di quella umanistica. Il ruolo del management come guida di un’organizzazione fatta di persone dovrebbe essere fortemente ispirato da un apparato valoriale stabile e da quell’etica che gli consenta di lavorare con responsabilità verso i collaboratori stessi. Un’interessante indagine⁶⁹, condotta da Elena Giaretta su un gruppo di manager di età compresa tra i 36 e i 55 anni della zona di Verona, ha avuto come risultato l’amara consapevolezza del distacco tra parole e principi, fatti e azioni in tema di etica manageriale: quanto spesso dichiarato differisce da quanto applicato in azienda. L’autrice sottolinea che l’etica “è lontana dal rappresentare per il management una bussola decisionale” e solleva qualche provocazione circa il problema di una mancata conoscenza del suo significato da parte dei manager stessi. Nonostante la poca univocità di vedute circa il tema dell’etica manageriale, oggetto di tantissimi studi all’interno del ramo dell’organizzazione aziendale, è innegabile a mio parere che un buon manager debba comportarsi in modo eticamente corretto e che valutare la sua performance solo secondo target quantitativi senza considerare quanto sia importante per lui la mission aziendale e quanto ciò si veda nel fare il proprio lavoro in azienda, significa premiare non la persona ma esclusivamente il risultato. Alcuni sistemi incentivanti che sono stati costruiti e implementati durante lo scoppio della crisi del 2007 sono un esempio di fare business con poca (o alcuna etica): spingere un collaboratore come un broker a raggiungere in un determinato arco temporale la sottoscrizione del maggior numero di contratti di prestito a tasso variabile senza valutare l’effettiva capacità reddituale del debitore significa guardare non all’essenza del proprio business ma al mero raggiungimento di un obiettivo numerico. In particolare nell’industria dell’intermediazione finanziaria, la presenza di incentivi troppo facili da

⁶⁹“La diffusione di un atteggiamento etico nelle imprese della provincia di Verona. Il punto di vista del manager.” Rapporto di ricerca a circolazione interna, Cueim-Federmanager, Verona, dicembre 2006.

raggiungere, l'assenza di penalità per performance insufficienti, misure di performance spesso esclusivamente finanziarie e un basso grado di trasparenza e *compliance* hanno portato oltre a un mero arricchimento personale delle figure apicali di alcuni IF, alla rovina di molti business, alla perdita del lavoro per i dipendenti nonché un peggioramento generale delle condizioni economiche dei paesi. L'interesse di creazione del valore, pietra miliare delle più diffuse teorie manageriali, è stato spesso soppresso dal perseguimento di un interesse individuale. Tutto ciò ha un nesso con l'etica e a dichiararlo è anche il centro americano per la ricerca sull'etica (*ethics resource center*) che nel 2010 si è occupato proprio del legame intercorrente tra una leadership eticamente corretta e l'*executive compensation*⁷⁰. All'interno dello studio i problemi riguardanti i sistemi di reward per gli executive vengono compresi nella più ampia sfida riguardante l'etica nelle organizzazioni e una parte del problema rientra nei metri di misura della performance: "*ethical performance should be one of the metrics for determining compensation*". Si spiega inoltre come, senza una forte cultura dell'etica, i piani di incentivazione possono spingere gli executive a ottenere il raggiungimento di determinati target a tutti i costi senza tener conto del modo attraverso il quale quella performance è stata realizzata. A dimostrazione di ciò vi sono i numerosi casi di manipolazione contabile spesso realizzata con l'unico fine di ottenere i premi. La mancanza di adeguata attenzione sull'etica non implica necessariamente che tutti i manager si comportino scorrettamente ma che questi più facilmente possano cadere nella tentazione delle decisioni a breve termine o individualistiche piuttosto che a lungo termine e nell'interesse degli stakeholder. Il problema è inoltre che se "*the lack of ethics*" caratterizza il top management, tutta l'organizzazione e i comportamenti delle persone che la compongono ne risentono e sono spinte ad andare contro i loro migliori istinti: una indagine sulla *business ethics*⁷¹ ha dimostrato come i leader possano influenzare la cultura dell'etica delle loro organizzazioni e che la cultura è quanto più fortemente influenza la condotta dei lavoratori stessi.

L'idea è ritrovare il "*tone at the top*" cioè fare in modo che chi rappresenta e gestisce un'organizzazione non sia lì per un mero rendiconto personale ma abbia chiaro il suo dovere di guida e che sia consapevole del fatto che ciascuna scelta ricade sul destino dell'organizzazione. Se la normativa è quindi intervenuta per regolamentare alcuni meccanismi contro un'eccessiva assunzione di rischi, l'etica deve essere un necessario ornamento, una leva ispiratrice di condotte consapevoli dei manager nei confronti dei propri collaboratori e dell'ambiente esterno all'impresa. L'etica dovrebbe caratterizzare gli obiettivi di performance tanto quanto lo fanno le misure finanziarie e di redditività: dovrebbe diventare una priorità per gli executive, i consigli di amministrazione e per tutti coloro che ricoprono ruoli di influenza strategica per le imprese tanto più se queste hanno un ruolo importante per la società come le banche e le organizzazioni pubbliche.

⁷⁰"*Ethical leadership and executive compensation: Rewarding Integrity in the C-Suite*", Marzo 2010

⁷¹"2009 National Business Ethics Survey: Ethics in Recession," Ethics Resource Center, Novembre, 2009

Tutte queste riflessioni portano alla constatazione che un buon manager non dovrebbe sentirsi premiato solo attraverso gli incentivi ma che anzi è "l'agire in modo virtuoso la vera e propria ricompensa"⁷²: ciò che coinvolge e dà appagamento non è l'obiettivo ma il percorso seguito per raggiungerlo e l'esperienza vissuta.

⁷²"Etica d'impresa: gioco di parole o bussola manageriale? Provocazioni a margine di un'indagine", Sinergie journal, n°75/2008

Bibliografia

- Bandera O., Guiso L., Prat A., Sadun R., *Italian Managers: Fidelity or Performance?* , Rapporto per Fondazione Rodolfo De Benedetti, Gaeta, Maggio, 2008;
- Boffelli G., *Remunerare gli amministratori. Compensi incentivi e governance*, in I quaderni, n.39, S.A.F. Luigi Martino, Fondazione dei Dottori Commercialisti di Milano, Osnago(LC), Ottobre, 2011, [http://www.odcec.mi.it/docs/default-source/quaderni/N° 39 -
_REMUNERARE GLI AMMINISTRATORI COMPENSI INCENTIVI E GOVERNANC
E.pdf](http://www.odcec.mi.it/docs/default-source/quaderni/N°_39_-_REMUNERARE_GLI_AMMINISTRATORI_COMPENSI_INCENTIVI_E_GOVERNANC_E.pdf)
- Caroli M., Fontana F., *Economia e gestione delle imprese*, McGraw-Hill, Milano, 2013;
- Catani S., *Manager superstar*, Garzanti Libri, Milano, 2010;
- Conyon M. J., Fernandes N., Ferreira M. A., Matos P., Murphy K.J., *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis* , Cagliari, Maggio, 2010, http://www.frdp.org/upload/file/Cagliari%202010/First_report.pdf
- Costa G., Gianecchini M., *Risorse umane. Persone, relazioni e valore*. McGraw-Hill, Milano, 2009;
- Cuttillo G., Fontana F., *Manuale di executive compensation e corporate governance*, FrancoAngeli, Milano, 2012;
- De Mutiis P.F., *Il compenso fisso e la sua determinazione*, in Cuttillo G., Fontana F., *Manuale di executive compensation e corporate governance*, FrancoAngeli, Milano, 2012;
- De Polis S., *Il cambiamento della struttura dei sistemi retributivi delle banche*, in Cuttillo G., Fontana F., *Manuale di executive compensation e corporate governance*, FrancoAngeli, Milano, 2012;
- Fratianni M., Marchionne F., *The Role of Banks in the Subprime Financial Crisis*, Review of Economic Conditions in Italy, Aprile, 2009, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1383473

- Gabrielli G., *Executive pay e performance economica. Una relazione sufficiente?*, in Sviluppo & Organizzazione, n.215, Maggio/Giugno, 2006;
- Gabrielli G., Profili S., *Organizzazione e gestione delle risorse umane*, ISEDI, Torino, 2012;
- Gabrielli G., *People management. Teorie e pratiche per una gestione sostenibile delle persone*, FrancoAngeli, Milano, 2010;
- Gabrielli G., *Remunerazione e gestione delle persone*, FrancoAngeli, Milano, 2005;
- Giaretta E., *Etica d'impresa: gioco di parole o bussola manageriale? Provocazioni a margine di un'indagine*, Sinergie Journal n°75, 2008
- Profili S., Sammara A., *Analisi e progettazione del lavoro*, in Gabrielli G., Profili S., *Organizzazione e gestione delle risorse umane*, FrancoAngeli, Milano, 2012;
- Rajan R. G., *Has financial development made the world riskier?*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 11728, Novembre, 2005, <http://www.nber.org/papers/w11728.pdf>
- Rosen S., *The economics of Superstars*, The American Economic Review, Volume 71, Issue 5, 1981, <http://home.uchicago.edu/~vlima/courses/econ201/Superstars.pdf>
- Seacombe, T.D., I compensi variabili di breve termine, in Cutillo G., Fontana F., *Manuale di executive compensation e corporate governance*, FrancoAngeli, Milano, 2012;

Sitografia

- http://it.wikipedia.org/wiki/Scheda_di_valutazione_bilanciata
- <http://www.risorseumanehr.com/blog-hr/mbo-la-gestione-e-valutazione-degli-obiettivi>
- <http://www.consulenzastrategicaedirezionale.it/consulenza/la-balanced-scorecard-come-sistema-di-management.html>
- <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/stockoption203.htm>
- <http://www.irtop.com/normativa/normativa-reati-finanziari/74-art-184-abuso-di-informazioni-privilegiate.html>
- http://it.wikipedia.org/wiki/Crisi_dei_subprime#cite_note-7
- http://en.wikipedia.org/wiki/The_war_for_talent
- http://en.wikipedia.org/wiki/Washington_Mutual#cite_note-OTS-Press_Release-2008-09-25-4
- http://www.finansol.it/?page_id=943
- <http://www.altalex.com/index.php?idnot=40710>

- https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c285/CIRC_285_8_AGGTO_INTEGRALE.pdf
- <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:329:0003:0035:IT:PDF>
- <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0036&from=EN>
- <http://www.lbs.luiss.it/osservatorio/Diritto-Bancario%E2%80%9312.2014.pdf>
- http://it.wikipedia.org/wiki/Financial_Stability_Board
- http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_0904b.pdf?page_moved=1
- http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_090925c.pdf
- <http://it.wikipedia.org/wiki/UniCredit>
- <https://www.unicreditgroup.eu/it/banking-group/our-identity/history.html>
- <https://www.unicreditgroup.eu/it/careers/professionals/compensation---benefits.html>
- <https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup/documents/it/governance/remunerazione/Politica-Retributiva-di-Gruppo-2014.pdf>

- <http://www.top-employers.com/companyprofiles/IT/UniCredit/?languageCode=it>
- http://www.aifirm.it/il_risk_appetite_framework/
- <http://www.manageronline.it/articoli/vedi/1671/letica-manageriale-come-leva-per-uscire-dalla-crisi/>
- <http://www.ethics.org/files/u5/execComp.pdf>
- <http://ethics.org/nbes/>
- <http://www.sinergiejournal.it/rivista/index.php/sinergie/issue/view/18>