



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M. FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**"LA STRUTTURA DELLA REMUNERAZIONE DEL TMT NEL
SETTORE FINANZIARIO: UN'ANALISI EMPIRICA DELLE BANCHE
ITALIANE"**

RELATORE:

CH.MO PROF. AMEDEO PUGLIESE

LAUREANDA: MARIA ALEXANDRA GHEORGHIES

MATRICOLA N. 1088835

ANNO ACCADEMICO 2016 – 2017

INTRODUZIONE	2
CAPITOLO 1: LA REMUNERAZIONE COME SOLUZIONE ALL' AGENCY THEORY	
1.1 Corporate Governance e le teorie economiche	3
1.1.1 La teoria dell'Agenzia o Agency Theory	3
1.1.2 La teoria dell'Amministrazione o Stewardship Theory	5
1.1.3 Differenze tra le due teorie	6
1.2 La disciplina normativa	6
1.2.1 La disciplina europea	7
1.2.2 La normativa interna	7
1.2.3 Il comitato per la remunerazione	8
1.2.4 La relazione sulla remunerazione	9
1.2.5 Il voto consultivo o Say on Pay	10
CAPITOLO 2: LA STRUTTURA DELLA REMUNERAZIONE	
2.1 I componenti del pay mix	12
2.1.1 Lo stipendio base	12
2.1.2 I piani di bonus annuali o Management by Objectives	12
2.1.3 I piani azionari	14
2.1.4 I piani di bonus di lungo termine o Long Term Incentives	16
2.1.5 Gli altri benefici	17
2.1.6 L'evoluzione del pay mix e il confronto con gli altri Stati europei	18
2.2 Gli effetti sulla performance d'impresa di una remunerazione del ceo superiore o inferiore rispetto alla media del settore o del mercato	20
2.3 Il tetto sulla remunerazione per il settore pubblico	20
CAPITOLO 3: L'ANALISI EMPIRICA: LA REMUNERAZIONE NEL SETTORE FINANZIARIO	
3.1 Disciplina del settore finanziario	22
3.2 Gli indicatori di performance	23
3.3 Analisi del pay mix nel tempo	24
3.4 Analisi empirica: periodo post-crisi e 2016 di Unicredit e Monte Paschi di Siena	26
CONCLUSIONE	31
BIBLIOGRAFIA	32

INTRODUZIONE

La crisi dello scorso decennio ha evidenziato come la remunerazione si sia dimostrata uno strumento notevole in grado di allineare gli interessi dei manager con quelli della società, degli azionisti e degli stakeholder in generale. Nonostante i notevoli compensi che i manager delle grandi società quotate ricevevano, questi sono stati protagonisti dei più grandi fallimenti della storia, segno che la remunerazione non era strutturata in modo adeguato. Il dibattito si dovrebbe quindi concentrare non tanto sul tantum bensì sulla composizione del compenso e sulla sua relazione con la performance (Catani & Brian, 2014).

In seguito si procederà ad un'analisi della remunerazione dei manager delle società quotate italiane avendo particolare riguardo al settore finanziario, con l'obiettivo di scoprire attraverso quali mezzi avviene l'allineamento degli interessi.

Nel primo capitolo verranno analizzate le teorie economiche che studiano la *corporate governance* e la relazione che si instaura tra i manager e gli azionisti; verranno espone la Teoria dell'Agenzia e la Teoria dell'Amministrazione mettendo in evidenza i presupposti e le differenze tra le due. A seguire viene esposta la disciplina normativa scaturita dalla necessità di riforma in seguito alla crisi economica e due delle novità introdotte, la Relazione sulla remunerazione e il *Say on Pay*.

Nel secondo capitolo vengono analizzati i componenti del pay mix, la retribuzione fissa, i piani di incentivazione a breve e a lungo termine, gli altri benefici e la loro evoluzione nel tempo; viene analizzato anche l'effetto sulla performance di una remunerazione di ammontare inferiore rispetto alla media; infine verrà trattato il tema del tetto sulla remunerazione per i manager del settore pubblico.

Nel terzo capitolo viene trattata la remunerazione dei manager del settore finanziario italiano: la disciplina specifica del settore e gli indicatori di performance che tengono conto del rischio degli investimenti intrapresi; dopo un'analisi del cambiamento del *pay mix* nel tempo sono state analizzate le relazioni sulla remunerazione di due gruppi bancari, Unicredit e Monte Paschi di Siena, nel periodo post-crisi e nel 2016 per capire come hanno reagito in seguito alla normativa post *failures*.

CAPITOLO 1: LA REMUNERAZIONE COME SOLUZIONE ALL' AGENCY THEORY

1.1 CORPORATE GOVERNANCE E LE TEORIE ECONOMICHE

La *corporate governance* può essere definita come “*l'insieme dei caratteri di struttura e funzionamento degli organi di governo e di controllo nei rapporti intercorrenti tra loro e nelle relazioni con gli esponenti della proprietà e con la struttura manageriale*” (Pugliese, 2008). Riguarda, in particolare:

- la distribuzione dei poteri e delle responsabilità ai livelli più elevati della struttura organizzativa;
- le modalità di selezione e retribuzione degli alti dirigenti;
- la trasparenza degli atti di governo;
- i controlli interni.

A fronte della crescente influenza della grande impresa e dell'allargarsi del numero di soggetti che incidono sulle strategie aziendali, sono nate due esigenze:

- il regolamento della responsabilità degli amministratori;
- l'amministrazione i gruppi interni ed esterni per il perseguimento di un obiettivo comune.

Nel corso degli anni, la visione su come dovesse funzionare il sistema di governance e quali interessi dovesse perseguire ha continuato ad evolvere, dando vita a diverse teorie tra cui:

- la teoria dell'Agenzia;
- la teoria dei Costi di transazione;
- la teoria dell'Amministrazione;
- la teoria degli Stakeholder.

A seguire verranno esposte la teoria dell'Agenzia e la teoria dell'Amministrazione, le due teorie che permettono, nell'ambito della remunerazione, una migliore analisi della relazione tra i due principali soggetti dell'impresa: gli azionisti che detengono la proprietà dell'impresa, ed i manager che detengono il governo dell'impresa.

1.1.1 LA TEORIA DELL'AGENZIA o AGENCY THEORY

La maggior parte delle tesi riguardanti la *corporate governance* derivano dalla teoria dell'Agenzia, ideata negli Stati Uniti da Jensen e Mekling tra la fine del XIX e l'inizio del XX secolo.

In questa teoria l'impresa è vista come un nexus di contratti tra i soggetti che, a vario titolo, apportano i fattori produttivi all'attività d'impresa con obiettivi spesso in conflitto tra loro. Ronald Coase (1937) sostiene, nel suo lavoro originale "The Nature of the Firm", che un'impresa nasce nei casi in cui non risulta conveniente effettuare una contrattazione separata per ogni transazione di mercato. I contratti quindi sono una tecnica per ridurre al minimo i costi di contrattazione. Queste relazioni contrattuali non riguardano solo gli impiegati, ma tutti i soggetti che vengono a contatto con l'impresa quali clienti, fornitori, creditori, compresi quindi anche i manager.

La relazione che si instaura tra azionisti e manager presenta le caratteristiche della relazione principale-agente, in cui il secondo soggetto amministra le ricchezze del primo in base ad una delega da questi conferitagli. Il contratto dovrebbe appunto proteggere gli interessi degli azionisti evitando che i manager approfittino dell'asimmetria informativa che inevitabilmente si viene a creare. I manager, infatti, potrebbero essere tentati di mettere in atto alcuni comportamenti opportunistici come la selezione avversa (opportunismo pre-contrattuale), cioè la comunicazione informazioni incomplete o erranee agli azionisti riguardo le proprie capacità e competenze per farsi assumere, oppure l'azzardo morale (opportunismo post-contrattuale), inteso come il comportamento scorretto messo in atto da un soggetto nell'esecuzione delle sue obbligazioni contrattuali a causa della non osservabilità delle azioni.

Per evitare questi comportamenti scorretti, il soggetto principale deve sostenere dei costi di agenzia, tra cui:

- i costi di controllo, cioè quelli che derivano dall'attività del principale, volta a monitorare i comportamenti dell'agente;
- i costi di riassicurazione, ovvero quelli che derivano dall'attività dell'agente per convincere il principale della bontà del suo comportamento;
- i costi residuali, cioè quelli derivanti da altri conflitti di interessi che le attività precedenti non sono in grado di ricomporre; tali costi possono essere determinati come il costo opportunità misurato dalla differenza tra il comportamento effettivo dell'agente e quello che teoricamente avrebbe portato alla massimizzazione dell'utilità per il principale.

Per ridurre i conflitti di agenzia ci sono numerose soluzioni pratiche, come ad esempio:

- la remunerazione del management comprendente stock options, *restricted stocks* oppure bonus annuali;
- il mercato del lavoro del management che può essere sostituito in caso di performance non soddisfacenti;
- l'auditing interno ed esterno che sottopone il management ad un controllo del suo operato;
- il mercato del takeover che lascia aperta la possibilità per un'altra società di assumere il controllo acquistando la quota di maggioranza.

La teoria dell'Agenzia ha avuto molta influenza sullo sviluppo di sistemi di remunerazione, basati su incentivi quali la partecipazione ai profitti o le stock option. I strumenti di incentivazione previsti dalla teoria si sono dimostrati poco efficaci data l'ampia evidenza empirica di manager che utilizzano l'asimmetria informativa per influenzare i risultati aziendali, l'andamento del prezzo delle azioni e quindi l'entità del loro bonus.

1.1.2 LA TEORIA DELL'AMMINISTRAZIONE o STEWARDSHIP THEORY

La teoria dell'Amministrazione contempla la figura del manager come *steward* o *trustee*, i cui interessi tendono a convergere con quelli del principale. La teoria si basa su principi di carattere cooperativo e collettivo, in quanto è tipico dello steward puntare ad ottenere gli obiettivi dell'organizzazione e non quelli individualistici come invece accade nella teoria dell'Agenzia; viene infatti sostenuta una diversa forma di motivazione per i manager: questi sono visti come leali alla società ed interessati ad ottenere buone performance avendo come fine ultimo la stima e la riconoscenza dei capi e dei colleghi.

Per creare una relazione di fiducia tra azionisti e manager, deve cambiare la struttura organizzativa, infatti si sostiene che l'unificazione del ruolo di CEO e del presidente del Consiglio di Amministrazione (*CEO duality*) consenta il raggiungimento di migliori livelli di performance; pertanto, la Stewardship theory affida al Consiglio di Amministrazione una funzione di guida piuttosto che di controllo dell'operato degli amministratori.

Inoltre, gli amministratori che rimangono vincolati all'impresa per un periodo più lungo di tempo mostrano un più elevato livello di attaccamento alla società e ciò ne incrementa, pertanto, la dedizione.

La critica che viene mossa contro questa teoria, oltre ai non soddisfacenti risultati empirici, riguarda l'ipotesi circa il comportamento degli amministratori, posta a fondamento della teoria; il problema non sarebbe relativo al modello di uomo da porre alla base dei modelli di governo della società, ma piuttosto bisognerebbe considerare come determinati meccanismi e

strumenti possono incidere sul comportamento del management orientandolo verso la creazione del valore e tutelando gli interessi dei soggetti che a vario titolo entrano in relazione con la società. (Parbonetti, 2006) Ciò induce a tenere in considerazione soprattutto il tipo di relazioni che si instaurano tra i dirigenti ed il *Board*; queste, infatti, influenzano il comportamento degli amministratori esecutivi e la stessa strategia aziendale.

1.1.3 DIFFERENZE TRA LE DUE TEORIE

Le due teorie rappresentano due approcci contrastanti alla struttura degli organi societari. La teoria dell'agenzia enfatizza la necessità di un controllo dell'opportunismo manageriale avendo membri del *Board* indipendenti dal CEO e utilizzando incentivi per allineare gli interessi di quest'ultimo con quelli degli azionisti (approccio *control - oriented*). La teoria dell'Amministrazione sottolinea, invece, le conseguenze positive sui rendimenti degli azionisti dovute a strutture di governo che unificano il comando avendo il ruolo di amministratore delegato e presidente del Board detenuti dalla stessa persona (approccio *involved – oriented*).

Infatti, nelle due teorie c'è una diversa caratterizzazione delle motivazioni:

- estrinseche nella *Agency theory*: se l'uomo è motivato solo da stimoli economici è poco legato all'organizzazione e quindi la motivazione del management è collegata a meccanismi di premio esterni (stock options, benefits, ecc.);
- intrinseche nella *Stewardship theory*: se l'uomo è spinto da motivazioni più ampie sotto il profilo sociale, si identifica con l'organizzazione (organizational commitment) e quindi le motivazioni sono interne, quali ad esempio, il senso di appartenenza e il successo dell'organizzazione.

La concretizzazione di uno dei due approcci non è spontanea ma legata alla volontà delle parti in causa e alla possibilità/capacità di realizzare meccanismi *involved-oriented* che agiscono sulla motivazione e sulla dedizione dell'alta dirigenza. (Parbonetti, 2006)

1.2 LA DISCIPLINA NORMATIVA

Il dibattito sulle remunerazioni del top management ha assunto un ruolo centrale nelle tematiche di corporate governance in seguito alla crisi finanziaria del 2008 e al fallimento di Lehman Brothers e ancora prima con gli scandali delle grandi società fallite per mano dei loro manager come Enron, Tyco, Worldcom negli Stati Uniti oppure Parmalat in Italia. La prova empirica dimostra che, in occasione dei più grandi scandali finanziari, spesso sono state rilevate remunerazioni dei vertici aziendali molto elevate, poco coerenti con gli esiti economici della gestione. (Ferrarini, 2005) Oggetto di dibattito è stata anche l'individuazione

del sistema più adeguato con cui regolare la remunerazione, se con principi di *best practice* caratterizzati da un minor grado di imponibilità oppure con disposizioni di legge e regolamenti o ancora con una combinazione delle due.

1.2.1 LA DISCIPLINA EUROPEA

Il legislatore comunitario ha sollecitato gli Stati membri a prevedere disposizioni che rendano gli assetti organizzativi della società coerenti con gli obiettivi di trasparenza perseguiti. Tra gli interventi comunitari più rilevanti ci sono:

- la Raccomandazione 2004/913/CE, relativa al sostegno di un adeguato sistema di retribuzione per gli amministratori delle società quotate, la quale ha fissato tre obiettivi fondamentali:
 - l'introduzione da parte degli Stati membri di norme che garantiscono la trasparenza sulla politica di remunerazione (art. 3);
 - l'adozione del voto vincolante o consultivo su tale politica - say on pay (art. 4);
 - l'approvazione preventiva da parte dell'assemblea sulle stock option (art. 6);
- la Raccomandazione 162/2005/CE, relativa all'inserimento di amministratori non esecutivi nel Consiglio di Amministrazione e alla creazione di un comitato che abbia il potere di presentare proposte sulla remunerazione degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con poteri di gestione;
- la Raccomandazione 385/2009/CE, la quale integra le precedenti e identifica alcuni principi di "sana politica retributiva nelle società quotate" (Campobasso, 2011); in particolare, vengono previste:
 - la definizione di limiti quantitativi per le componenti variabili della remunerazione, la cui concessione viene subordinata al raggiungimento degli obiettivi precedentemente stabiliti;
 - l'attribuzione di quote di partecipazioni agli amministratori, i quali devono conservarle per tutta la durata del mandato;

Inoltre vengono invitati gli Stati membri ad adottare misure idonee in grado di incoraggiare gli azionisti, specialmente gli investitori istituzionali, a partecipare alle assemblee e ad "usare nel modo opportuno i loro diritti di voto con riguardo alla retribuzione degli amministratori".

1.2.2 LA NORMATIVA INTERNA

Nell'ordinamento interno, la remunerazione dei manager delle società quotate è disciplinata attraverso le disposizioni del TUF, i Regolamenti Emittenti e il Codice di Autodisciplina della Borsa Italiana.

Per quanto riguarda le disposizioni del TUF assumono rilievo gli artt. 114 bis e 123 ter.

Il primo, che si applica sia alle società quotate che a quelle diffuse, subordina l'adozione di piani di stock option ad un voto positivo dell'assemblea dei soci e contiene prescrizioni circa le informazioni da trasmettere agli azionisti per un consapevole esercizio del voto.

Il secondo articolo, introdotto dal d.lgs. 259 del 30 dicembre 2010 per l'attuazione delle Raccomandazioni della Commissione Europea, prevede che le società con azioni quotate mettano a disposizione del pubblico, almeno ventuno giorni prima dell'assemblea ordinaria annuale, una relazione sulla remunerazione e contiene al sesto comma la regola del “*say on pay*”.

Al Codice di Autodisciplina (art. 6) viene affidata la predisposizione dei principi che devono ispirare la definizione dei compensi, quali ad esempio:

- l'adeguatezza ad attrarre soggetti con qualità professionali idonee a conseguire il successo della società;
- la coerenza con l'impegno richiesto;
- la determinazione della parte variabile del compenso;
- la composizione del comitato per la remunerazione;
- l'assegnazione di indennità in occasione della cessazione dalla carica (*golden parachutes*).

1.2.3 IL COMITATO PER LA REMUNERAZIONE

Il Consiglio di Amministrazione, secondo l'art. 6 del Codice di Autodisciplina, deve costituire al proprio interno un comitato per la remunerazione, composto da amministratori indipendenti oppure da amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti con a capo un presidente del comitato indipendente; almeno un componente deve avere un'adeguata conoscenza ed esperienza in materia finanziaria o di politiche retributive, da valutarsi dal Consiglio di Amministrazione al momento della nomina.

Per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori, il comitato interviene in due momenti:

- in sede di definizione del progetto, dove presenta al *Board* delle proposte per la remunerazione degli amministratori e di altri soggetti che occupano particolari cariche;
- in sede di monitoraggio, durante la quale deve verificare che nel corso dell'esercizio, la remunerazione riconosciuta agli amministratori sia coerente con quanto proposto e recepito dal Board.

Oltre a ciò, deve verificare che i criteri adottati per la remunerazione dei dirigenti con responsabilità strategiche siano uguali per tutti, evitando l'adozione di metodi arbitrari diversi da persona a persona.

Il comitato deve riferire agli azionisti sulle modalità di esercizio delle proprie funzioni; a tale proposito all'assemblea annuale dovrebbe essere presente il presidente o un altro componente del comitato. Infine, siccome ai sensi dell'art. 149 TUF spetta agli organi di controllo la vigilanza sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste dai codici di comportamento, sono sottoposte a tale controllo anche quelle in materia di deliberazioni di compensi e altri benefici.

1.2.4 LA RELAZIONE SULLA REMUNERAZIONE

La relazione sulla remunerazione, disciplinata appunto dall'art. 123-ter TUF, deve essere messa a disposizione del pubblico almeno ventuno giorni prima dell'assemblea dei soci presso la sede sociale, sul proprio sito Internet o con le altre modalità stabilite dalla Consob.

Approvata dal Consiglio di Amministrazione o dal Consiglio di Sorveglianza nelle società che adottano il sistema dualistico, si articola in due sezioni che hanno natura diversa: la prima offre una descrizione dei principi a cui la società si ispira nella messa a punto della politica di remunerazione; la seconda sezione, invece, contiene la spiegazione dei compensi erogati.

In particolare, la prima sezione (comma 3) della relazione illustra:

- la politica remunerativa dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche che la società intende adottare nell'esercizio successivo;
- le procedure utilizzate per l'adozione e l'attuazione di tale politica.

La seconda sezione (comma 4) deve esporre, nominativamente per i componenti degli organi di amministrazione e di controllo, i direttori generali e in forma aggregata per i dirigenti con responsabilità strategiche:

- una rappresentazione di ciascuna delle voci che compongono la remunerazione, compresi i trattamenti previsti in caso di cessazione dalla carica o di risoluzione del rapporto di lavoro, evidenziandone la coerenza con la politica della società in materia di remunerazione approvata nell'esercizio precedente;
- analiticamente i compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma dalla società e da società controllate o collegate, segnalando le

eventuali componenti dei suddetti compensi che sono riferibili ad attività svolte in esercizi precedenti a quello di riferimento.

La Consob, con regolamento, indica le informazioni da includere nella prima sezione, comprese le informazioni che evidenziano la coerenza della politica di remunerazione con il perseguimento degli interessi di lungo termine della società e con la politica di gestione del rischio, secondo quanto previsto dalle raccomandazioni europee precedentemente citate.

1.2.5 IL VOTO CONSULTIVO o SAY ON PAY

L'assemblea dei soci è chiamata a deliberare in senso favorevole o contrario sulla sezione della relazione sulla remunerazione prevista dal comma 3. La deliberazione dei soci non è vincolante e l'esito del voto deve essere portato a conoscenza del pubblico attraverso il sito della società, entro cinque giorni dalla data dell'assemblea, ai sensi dell'art. 125-quater, comma 2, TUF.

Nonostante l'aspetto non vincolante ma meramente consultivo del voto, il meccanismo del *say on pay* mette il mercato nelle condizioni di poter valutare meglio quali siano i rapporti tra manager e azionisti e “lo stato del vincolo fiduciario che lega i primi ai secondi” (Rabitti, 2012); in questo modo, viene fornito agli azionisti e ai potenziali investitori un ulteriore elemento informativo utile al fine di assumere le proprie decisioni di investimento.

Il meccanismo del voto può essere considerato un efficace strumento di creazione del valore; alcuni studi empirici hanno infatti osservato un aumento del prezzo delle azioni delle società che in seguito al voto degli azionisti, hanno ritrattato le proprie politiche di remunerazione; si potrebbe assistere anche ad un incremento del dialogo tra gli azionisti e i componenti dell'organo gestorio, dal momento che i soci sono nelle condizioni di esprimere, in ultima analisi, un giudizio sul Consiglio e sulla sua credibilità e, per di più, il meccanismo offre un supporto al Board nel negoziare in maniera più efficiente i compensi con gli amministratori esecutivi. (Campobasso, 2011)

Recentemente la Consob ha svolto un'analisi sull'efficacia del voto consultivo nel contesto italiano caratterizzato da una struttura proprietaria fortemente concentrata. Il quaderno di finanza intitolato “*Say -on-pay in a context of concentrated ownership. Evidence from Italy*” e pubblicato sul sito della Consob nel febbraio 2014, mira a verificare se, il meccanismo del voto consultivo possa essere uno strumento utile nell'espressione del dissenso sulle politiche di remunerazione o se invece la prevalenza degli azionisti di maggioranza nell'azionariato ne invalidi la valenza segnaletica.

Al fine di individuare i motivi per cui gli azionisti votano contro le politiche di remunerazione adottate, il dissenso viene misurato prendendo in considerazione alcune variabili che misurano la struttura della remunerazione, il livello di *disclosure* delle politiche, l'attivismo degli investitori istituzionali, le caratteristiche degli assetti proprietari ecc. L'analisi empirica ha dimostrato che il dissenso:

- è in media pari al 5,1% dei votanti, valore leggermente inferiore da quello rilevato nei paesi con società a proprietà diffusa;
- è negativamente correlato con la quota di capitale detenuta dall'azionista maggioritario; la presenza di un azionista di controllo che monitora l'operato degli amministratori, può disincentivare del tutto l'espressione del dissenso da parte delle minoranze;
- è poco legato alle performance dell'impresa ma è positivamente correlato con la remunerazione dell'amministratore delegato;
- è negativamente correlato con il livello di *disclosure* delle politiche, in particolare per quanto riguarda la parte variabile della remunerazione;
- è influenzato positivamente dal livello di attivismo degli investitori istituzionali, misurato attraverso la loro partecipazione alle assemblee e la presenza di amministratori da essi nominati nel Consiglio di Amministrazione;
- è più basso nelle società finanziarie, dove il voto sulle politiche di remunerazione è vincolante; ciò potrebbe dimostrare che la natura consultiva del voto nelle altre società quotate non ne riduce l'efficacia in termini di segnale inviato dagli azionisti al Board.

Il lavoro mostra che, anche in società a proprietà concentrata, il voto consultivo degli azionisti di minoranza non perde di efficacia; anche se il voto riguarda solo la politica di remunerazione e non anche il quantum assegnato, emerge che il dissenso non è correlato ai risultati economici, ma mira a colpire i casi di compensi eccessivi o di mancata trasparenza nell'illustrare i meccanismi di remunerazione variabile.

CAPITOLO 2: LA STRUTTURA DELLA REMUNERAZIONE

2.1 I COMPONENTI DEL PAY MIX

2.1.1 LO STIPENDIO BASE

Lo stipendio base rappresenta la quota fissa del pay mix e viene deciso dal Consiglio di Amministrazione al momento dell'assunzione del manager. Nelle realtà più piccole, viene determinato in base al benchmark del settore di appartenenza, tenendo conto anche della capitalizzazione di mercato e della dimensione della società in quanto sono ritenute una buona approssimazione della complessità aziendale e delle competenze richieste. Tale determinazione, però, trascura altri fattori importanti quali l'età, l'esperienza, l'istruzione e la performance (Murphy, 1998); inoltre, il riferimento al benchmark può portare all'uniformazione dei salari: il sondaggio settoriale ordina i compensi delle società per "generosità" determinando dei percentili; i salari non uniformati al cinquantesimo percentile sono considerati non competitivi o eccessivi perciò, dato che si tende a remunerare i manager tanto da non fargli abbandonare il ruolo, nel lungo periodo si arriverà ad un livellamento dei salari base in corrispondenza a quello del cinquantesimo percentile.

Nelle realtà più grandi, invece, la determinazione della retribuzione fissa si basa sulla formalizzazione della struttura e su un'appropriata descrizione delle attività. In particolare, le società utilizzano tecniche di valutazione delle mansioni e dei ruoli ai quali correlare i livelli retributivi, che tengono conto della:

- competenza, distinta in tecnica, manageriale e di relazione;
- iniziativa, articolata in facoltà di proposta, difficoltà e qualità elaborativa;
- responsabilità, la quale si può distinguere in potere decisionale, dimensione e impatto sui risultati finali.

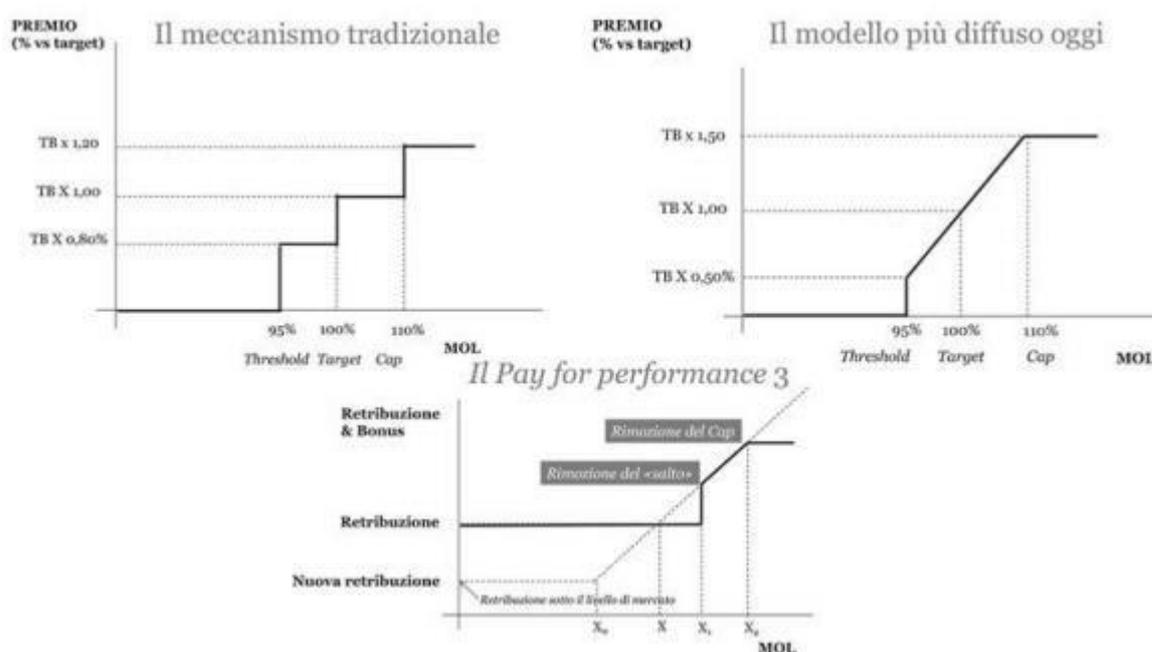
I manager tendono a prestare molta attenzione a questa tipologia di remunerazione perché, essendo a quota fissa, non è esposta al rischio di failure e, ancora di più, perché alcuni elementi variabili del pay mix, come i bonus legati a certi obiettivi, vengono determinati in base al livello del salario base, quindi anche una sua piccola variazione si riflette sul compenso totale.

2.1.2 I PIANI DI BONUS ANNUALI o MANAGEMENT BY OBJECTIVES

I piani di bonus annuali fanno parte della componente variabile della remunerazione e vengono erogati in relazione al raggiungimento di obiettivi di breve termine. Il particolare, per l'erogazione dei bonus, vengono stabilite:

- una performance *threshold*, cioè una soglia di performance, spesso fissata in percentuale ad uno standard, sotto la quale i bonus non vengono erogati; al raggiungimento di questa soglia, viene erogato una frazione del bonus stabilito;
- *target bonus*, erogato quando il manager consegue lo standard di performance prefissato; si trova a metà della zona incentivante cioè l'area in cui c'è una correlazione tra performance e bonus erogato, al migliorare dell'una l'altro aumenta;
- un *bonus cap*, multiplo del bonus target, il quale rappresenta il bonus massimo conseguibile dal manager.

La curva che mette in relazione l'obiettivo e il bonus può essere predisposta in modo differente in funzione del parametro-obiettivo, del settore o della cultura aziendale, come si può osservare dai grafici sottostanti.



(Fonte: Rivista dei Dottori Commercialisti, Anno LXV Fascicolo 4 – 2014, pag 733)

I piani di bonus possono essere classificati in base a tre componenti:

- le misure di performance prese in considerazione;
- gli standard di performance utilizzati come riferimento;
- la struttura del rapporto tra remunerazione e performance, cioè quanto aumenta la remunerazione in base alla vicinanza tra performance effettiva e performance standard.

Nella maggior parte dei casi, l'ottenimento dei bonus è collegato a più misure di performance; affianco a misure di tipo finanziario, quali misure di profitto (Revenues, Net

Profit, EBIT), misure basate sul valore delle azioni (EPS) e misure di rendimento (ROI, ROE), vengono considerate anche misure di tipo non finanziario, scelte in conformità con la strategia perseguita dalla società.

Per quanto riguarda gli standard di performance, questi sono determinati per ogni misura di performance considerata e possono essere suddivisi in diverse tipologie:

- **standard di budget:** la performance è misurata in base agli obiettivi di budget annuali oppure in base al business plan della società;
- **prior-year standard:** che misura la performance in termini di crescita della società e di miglioramento di alcuni margini, rispetto all'anno precedente;
- **discretionary standard:** la performance è misurata in base a standard decisi discrezionalmente dal Consiglio di Amministrazione;
- **peer group standard:** la performance è misurata in base allo standard dei principali competitors oppure del mercato di appartenenza;
- **timeless standard:** la performance è misurata in base ad uno specifico standard
- **cost of capital standard:** la performance è misurata in base al costo del capitale della società.

Per quanto riguarda il rapporto tra remunerazione e performance, il metodo più frequentemente utilizzato è quello del rapporto 80/120, in base al quale il bonus non viene erogato finché non viene raggiunto l'80 per cento dello standard di performance, mentre il *bonus cap* viene fissato al 120 per cento dello stesso standard; altri metodi possono utilizzare rapporti diversi, come ad esempio 50/150, 80/140, 95/100 (Murphy, 1998).

2.1.3 I PIANI AZIONARI

Le **stock option** rappresentano dei contratti che danno il diritto al soggetto che li sottoscrive di acquistare una parte del capitale azionario dell'impresa ad un prezzo di esercizio prestabilito lungo un periodo di tempo predeterminato" (Murphy, 1998).

In particolare, si possono individuare tre periodi:

- *granting*, ovvero quando la società offre al manager il diritto a sottoscrivere o acquistare una quota del capitale azionario;
- *vesting* cioè il periodo che intercorre tra l'offerta e il termine prestabilito di esercitabilità del diritto; questo può essere a breve termine (non inferiore a 3 anni) nel caso la società volesse raggiungere un risultato immediato oppure a lungo termine nel caso si voglia incentivare la crescita futura;

- *exercising*, il quale sta ad indicare il momento in cui viene esercitato il diritto di opzione e il manager acquista le azioni precedentemente assegnate alle condizioni stabilite nella fase di *granting*.

L'esercizio del diritto di opzione è conveniente se il valore dell'azione è aumentato rispetto al prezzo prestabilito e il manager può guadagnarci dalla vendita. Per aumentare il loro guadagno, i manager possono diffondere informazioni che influenzano il prezzo delle azioni; per esempio, in prossimità del momento del perfezionamento può diffondere notizie negative oppure trattenere notizie positive per manipolare al ribasso il prezzo. Per ridurre questi episodi di manipolazione del prezzo, le società possono sottoporre le stock option ad adeguate condizioni sospensive o al apprezzamento del valore dell'opzione secondo determinate condizioni o legando tale valore ai livelli medi del settore.

Le analisi empiriche volte a verificare l'efficacia delle stock option nell'allineare gli interessi tra manager ed azionisti, sono discordanti. Diversi studi, tra cui quello di Ryan e Wiggins (2002), hanno dimostrato un effetto positivo, soprattutto per quanto riguarda l'aumento dei costi di R&D e il decremento nell'utilizzo dei derivati. Altri studi, tra cui quello di Wowak A, Wowak K e Mannor (2014), sostengono la tesi contraria in quanto, non essendoci perdite per i manager, questi sono spinti a intraprendere investimenti ad alto rischio in cerca di una grande vincita che non sempre arriva e si riversa sugli azionisti.

I piani azionari alternativi alle stock option sono basati sulle **restricted stocks**, azioni soggette a particolari condizioni, quali per esempio l'impossibilità di venderle prima di un certo periodo di tempo, oppure le *restricted stock units (RSU)*, azioni che prevedono soltanto un diritto sull'azione concesso dopo un periodo di *vesting*, essendo quindi escluso il diritto di voto in assemblea.

Generalmente, queste azioni vincolate sono preferite alle stock option, perché risolvono il problema della non correlazione tra risultati negativi e penalità in testa ai manager, riducendo la possibilità che intraprendano manovre rischiose che potrebbero danneggiare gli azionisti. A renderle ancora meno desiderabili dai manager, è il fatto che queste azioni sono tassate al momento in cui vengono garantite dal *Board*, concorrendo a formare il reddito imponibile; diversamente accade per le stock option che vengono tassate solo per l'eventuale plusvalenza tra il prezzo di acquisto e quello di vendita.

2.1.4 I PIANI DI BONUS DI LUNGO TERMINE o LONG TERM INCENTIVES

“Management is all about managing in the short term, while developing the plans for the long term.”

Jack Welch, CEO of General Electric (1981-2001)

Negli ultimi cinque anni, molte società si sono rese conto dell'inefficacia dei sistemi di incentivazione basati sul breve periodo e hanno iniziato a prevedere bonus, la cui erogazione dipende dal raggiungimento di obiettivi di performance di medio-lungo termine.

L'erogazione di questi bonus avviene mediante l'osservanza di due strategie:

- la strategia di incentivazione: fase in cui la società deve valutare attentamente il rapporto tra i costi, cioè i bonus erogati ai manager e i benefici che derivano dal miglioramento della performance della società; inoltre le società devono strutturare dei sistemi di incentivazione che garantiscano la sostenibilità dei risultati, ovvero il raggiungimento degli obiettivi di breve, senza il conseguimento di quelli a lungo termine, provoca ritorsioni sui bonus già maturati;
- la strategia di erogazione, la quale prevede che i bonus maturati in ciascun anno non vengano erogati per intero; una parte, depositata in un fondo chiamato Bonus Bank, resta infatti, a garanzia della futura sostenibilità dei risultati ottenuti; la dimensione di questo fondo cambia a seconda del peso che la società attribuisce alle strategie di incentivazione e di fidelizzazione.

Gli obiettivi a cui vengono correlati i bonus riguardano sia gli aspetti patrimoniali ed economici sia altri aspetti qualitativi della gestione, che sono comunque essenziali per il funzionamento dell'organizzazione. In particolare i parametri leva riguardano:

- Lo sviluppo dimensionale, misurato da indicatori come i ricavi per nuovi clienti, prodotti o canali;
- La solidità patrimoniale, intesa sia come livello di indebitamento sia come composizione dell'attivo e del passivo; assumono rilievo in questo caso la Posizione Finanziaria Netta e il Margine Operativo Lordo;
- Il valore dell'azienda, misurato da indicatori sulla qualità della gestione e sulla capitalizzazione di mercato, come ad esempio il Market Value Added, dato dalla differenza tra il valore della società desunto dal mercato e il capitale investito;

- L'economicità, nella quale rientrano le componenti reddituali e patrimoniali che influenzano la gestione caratteristica; assumono rilievo indicatori come il ROE, ROI, il Profit Margin e il Total Assets Turnover;
- L'efficacia dei servizi, intesa come qualità dei processi, viene misurata da indicatori come il tasso di difetto, il numero di resi, i tempi di evasione ed in generale tutti i parametri che misurano la *customer satisfaction*;
- La riduzione delle anomalie, cioè di tutti quei rischi, sia interni che esterni, che impediscono il corretto funzionamento della struttura; rilevano indicatori come la probabilità di accadimenti dei rischi, la qualità e la tempestività del reporting, la non conformità alle leggi.

Un parametro complessivo, indicatore della creazione di ricchezza di medio-lungo termine, è l'Economic Value Added – EVA – in quanto è costruito sulle leve controllate dal management cioè il reddito, il capitale e il rischio. Elaborato da G.B. Steward nel 1991, è calcolato come:

$$EVA = NOPAT - WACC \times C$$

con

$$NOPAT = \text{Reddito operativo dopo le tasse}$$

$$WACC = \text{Costo medio ponderato atteso dei capitali investiti}$$

$$C = \text{Capitale investito}$$

L'utilizzo dell'EVA si sta diffondendo tra le società perché offre un'immediata comprensione del valore generato e quindi viene utilizzato come guida dagli investitori per capire come investire le proprie risorse finanziarie.

Un ulteriore modo di legare i manager alla società per un periodo medio-lungo è la previsione nel contratto di clausole di *clawback*; la previsione, inserita nel 2014 all'art. 7 del Codice di Autodisciplina, prevede la restituzione dei premi già erogati nei casi in cui i risultati si svelino successivamente erroneamente calcolati.

2.2.5 GLI ALTRI BENEFICI

Rientra tra le componenti variabili della remunerazione, la **partecipazione agli utili** dei manager, prevista dall'art. 2349 CC; l'assegnazione, che deve essere deliberata dall'assemblea straordinaria, è computata sugli utili netti risultanti dal bilancio al netto della quota di riserva legale (art. 2432 CC) e avviene mediante l'emissione di speciali categorie di

azioni. Trattandosi di assegnazioni gratuite, il beneficio in capo al manager corrisponde al valore corrente delle azioni.

Così come accade per le stock option, la partecipazione agli utili, permette di allineare gli interessi del manager con quelli della società, in quanto assume la qualifica di socio.

I **fringe benefits** sono una delle risorse che hanno a disposizione le società per creare welfare aziendale e incentivare la produttività, essendo quest'ultima, strettamente correlata al benessere dei lavoratori. Questa componente retributiva consiste nell'erogazione di beni o servizi quali l'auto e il telefono aziendale, i buoni pasto, l'alloggio per il manager e la sua famiglia, la polizza assicurativa sulla vita, i fondi pensione ecc. Con la Legge Finanziaria 2016, rientrano in questa categoria anche benefici che riguardano i figli degli amministratori come ad esempio l'erogazione di servizi di istruzione, centri estivi e borse di studio.

I benefici vengono inseriti in busta paga secondo il valore nominale, cioè il prezzo praticato in condizioni di libera concorrenza; si applicano regole di tassazione diverse a seconda del tipo di bene/servizio infatti alcuni, come i contributi INPS e INAIL, sono totalmente esenti da tassazione.

Un'ulteriore tipo di remunerazione sono i **piani pensionistici**. Questi sono piani ulteriori a quelli previsti dallo Stato e si possono basare su differenti variabili, come gli anni di servizio accreditati oppure determinati parametri di performance della società; i manager saranno infatti incentivati a migliorare le performance della società perché queste andranno a impattare sul suo reddito anche negli anni futuri. Siccome il loro valore monetario è di difficile misurazione, i piani sono noti anche come “remunerazione invisibile”.

2.2.6 L'EVOLUZIONE DEL PAY MIX E IL CONFRONTO CON GLI ALTRI STATI

La composizione della remunerazione (pay mix) è cambiata nel tempo sia per quanto riguarda l'ammontare sia in termini di componenti. La società di consulenza aziendale Mercer ha svolto uno studio sui compensi dei manager delle società quotate nel FTSE Mib rilevando molte oscillazioni.

Negli anni della crisi economica, è stata riscontrata una debole correlazione tra performance e remunerazione; in particolare, tra il 2006 e il 2007, il rapporto tra la variazione del risultato netto e la variazione della remunerazione è stato pari a 2.698, mentre tra il 2007 e il 2008 ha avuto un valore di 2.586, e ciò può essere dovuto alla rigidità del pay mix oppure alla possibilità dei manager di influenzare la remunerazione stessa. Per quanto riguarda la struttura, l'80 per cento della remunerazione era costituito dalla retribuzione fissa con uno stipendio medio di 3,4mln nel 2006, e di 4mln nel 2007.

Tra il 2006 e il 2013, nelle società quotate nel FTSE Mib, la remunerazione media non è mutata, però è cresciuta la percentuale della remunerazione variabile rispetto a quella fissa, arrivando al 52 per cento sul totale; lo stipendio medio oscillava tra 1.7mln e 1.8mln euro, comprensivo degli incentivi a breve termine.

Nel 2014 c'è stata un cambio di tendenza: la componente fissa è aumentata rispetto agli anni precedenti (+11% rispetto al 2013 e +7,5% rispetto al 2012); secondo l'amministratore delegato della Mercer, Valerio Morelli, l'incremento era dovuto ad una duplice causa: il rinnovo di molti Consigli di Amministrazione e la gestione di razionalizzazioni e situazioni di crisi, di solito remunerati con retribuzione fissa.

Sempre durante il 2014, è stata riscontrata la presenza delle clausole di *clawback* nel 65 per cento delle società.

L'anno successivo, la componente fissa continua a crescere moderatamente con riferimento alla fascia centrale del mercato (+ 4 per cento), verificandosi un processo di uniformazione della retribuzione fissa; inoltre, è stato registrato un aumento del 87 per cento dei *short term incentives* rispetto al 2014, probabilmente dovuto a migliori performance delle società e quindi un andamento al rialzo per l'indice FTSE Mib; infine, aumenta l'erogazione di piani azionari e dei *long term incentives*, infatti diminuiscono le aziende che non utilizzano questa componente remunerativa.

Nel 2016, la remunerazione diminuisce del 2 per cento rispetto al 2015, con una media dell'indice pari a 1.1mln di euro; è stato riscontrato sempre secondo l'amministratore delegato della Mercer, un miglior livello di pay for performance: la distribuzione di short term incentives cala del 24 per cento mentre gli incentivi di lungo periodo vengono utilizzate dall'81 per cento delle società appartenenti all'indice FTSE Mib. Un fatto degno di nota è la diminuzione dei bonus soprattutto nel settore finanziario: secondo Morelli, sono appunto le banche ad aver fatto più progressi nella struttura della remunerazione, avendo come traguardo la "sostenibilità di lungo periodo dei risultati".

Il confronto la remunerazione dei manager italiani rispetto ai manager degli altri paesi europei, contraddice il comune pensiero che i manager italiani siano pagati di più rispetto ai colleghi europei. Secondo lo studio della European House Ambrosetti, i manager delle prime venti società per capitalizzazione quotate nel FTSE Mib, ricevono uno stipendio 1.2 volte più piccolo rispetto ai manager delle prime venti società della Borsa francese e 1.9 volte rispetto a quelle quotate nella Borsa inglese. Il problema italiano non riguarderebbe quindi l'ammontare, bensì la sua composizione (la componente fissa è maggiore rispetto agli altri paesi europei) e il basso livello di trasparenza.

2.3 EFFETTI SULLA PERFORMANCE D'IMPRESA DI UNA REMUNERAZIONE DEL CEO SUPERIORE O INFERIORE RISPETTO ALLA MEDIA DEL SETTORE O DEL MERCATO

L'attività di *benchmarking* per definire la remunerazione dei manager è necessaria per ragioni motivazionali e per l'assunzione di manager più qualificati. Se la remunerazione è inferiore alla media del settore, il manager si dovrebbe sentire motivato a ridurre lo scostamento (Wade, O'Reilley, & Pollock, 2016), aumentando il suo carico per alzare la retribuzione oppure riducendo l'impegno nello svolgimento dell'incarico.

Partendo dall'assunto che i manager hanno un'elevata motivazione ed ambizione, questi perseguono la prima opzione attraverso una crescita dimensionale che porterà ad un aumento dei loro vantaggi monetari e non monetari, con effetti incerti sulla performance della società. Se, invece, la remunerazione è maggiore alla media del settore, il manager dovrebbe sentire l'esigenza di incrementare il proprio impegno per giustificare la superiore retribuzione. Secondo la tesi sostenuta da Fong, Misangy e Tosi Jr. (2010) la maggior retribuzione si rifletterà positivamente sui risultati conseguiti dalla società in quanto il manager, per mantenere alti la retribuzione e tutti i benefici ricevuti, aumenterà gli sforzi per soddisfare le aspettative degli azionisti.

2.4 IL TETTO SULLA REMUNERAZIONE PER IL SETTORE PUBBLICO

La legge finanziaria 244/2007, relativa all'anno 2008 all'art. 3, ha introdotto un limite alla retribuzione complessiva, pari a 290.000 euro, dei soggetti che hanno un rapporto di lavoro dipendente o autonomo con gli enti pubblici, quali le amministrazioni statali, l'università, la magistratura, società non quotate a partecipazione pubblica ecc. I compensi sono soggette all'obbligo di pubblicazione sul sito dell'ente e devono essere comunicati al Parlamento e al Governo.

Nel 2009, il Consiglio, per mezzo di un regolamento, svuota il contenuto della norma escludendo dal calcolo del limite, il corrispettivo percepito per il rapporto di lavoro o per il piano pensionistico, i compensi per i consiglieri delle società non quotate, restando del tutto fuori le società quotate pubbliche.

Un anno più tardi, il Consiglio dei Ministri ha approvato il regolamento che prevede un tetto massimo per la retribuzione complessiva rapportata allo stipendio del Presidente della Corte di Cassazione (310.000 euro), rimanendo valide le esclusioni sopra esposte.

Il primo intervento che riguardò la remunerazione delle società pubbliche quotate, è arrivato appena nel 2013. Si tratta del cosiddetto "decreto del Fare" approvato dal Governo Letta, il quale stabilisce che a partire dalla successiva assemblea degli azionisti, la retribuzione dei

nuovi manager eletti dovrà essere ridotta del 25 per cento rispetto a quella dei manager uscenti. È utile sottolineare però che la riduzione della retribuzione non è in capo al Governo bensì all'assemblea degli azionisti e quindi lo Stato potrà influenzare la decisione soltanto nelle società di cui possiede la quota maggioritaria.

CAPITOLO 3: L'ANALISI EMPIRICA: LA REMUNERAZIONE NEL SETTORE FINANZIARIO

3.1 LA DISCIPLINA DEL SETTORE FINANZIARIO

I fallimenti di Lehman Brothers e degli altri istituti finanziari, che hanno provocato la crisi economica del 2007, hanno messo in evidenza come, in occasione di questi scandali, corrispondevano retribuzioni milionarie, diventando di conseguenza un dibattito di pubblico dominio. Il legislatore europeo, immediatamente dopo la crisi, ha iniziato ad intervenire sul tema, modificando profondamente le regole di retribuzione nel settore dei servizi finanziari.

La Commissione Europea ha dato il via alla riforma con la Raccomandazione 2009/384/CE a cui è seguito il Provvedimento della Banca d'Italia nell'ottobre dello stesso anno: le imprese finanziarie dovevano da quel momento praticare una "politica retributiva coerente con una sana e prudente gestione del rischio".

In seguito, è stata emanata la Raccomandazione 2010/76/CE nota come la Capital Requirements Directives III, la quale prevedeva che le autorità di vigilanza nazionali verificassero la conformità delle politiche retributive delle società al principio sopra citato e ha dettato nuove regole tra cui l'assegnazione di azioni come forma di retribuzione e l'introduzione nei contratti di clausole di *clawback e malus* (diminuzione della retribuzione in caso di performance negativa con piani di incentivazione di lungo periodo).

Accanto alla raccomandazione troviamo anche le linee guida del CEBS (*Committee of European Banking Supervisors*), che interpretano le disposizioni emanate dalla Commissione, soprattutto per quanto riguarda il principio di proporzionalità secondo cui le banche di minore complessità possono non osservare alcune regole.

La Raccomandazione è stata recepita nell'ordinamento nazionale dalla Banca d'Italia nel marzo 2011 attraverso le "Disposizioni in materia di politiche e prassi di remunerazione e di incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari"; queste hanno inoltre previsto che l'approvazione della remunerazione degli amministratori e di alcuni componenti del consiglio di sorveglianza spetti all'assemblea dei soci.

La Commissione è intervenuta ulteriormente sostituendo la precedente normativa con la Direttiva 2013/36/UE - CRD IV, attualmente in vigore, stabilendo regole più complesse e pervasive; la novità più importante è stata l'introduzione dal bonus cap alla componente variabile della remunerazione, la quale non può superare il 100 per cento della componente fissa, fino ad un massimo del 200 per cento se deliberato dall'assemblea degli azionisti. È stata infine recepita nel novembre 2014 dal 7° aggiornamento della Circolare n. 385.

Accanto alla CRD IV e alle Disposizioni della Banca d'Italia, le banche devono rispettare anche le *EBA Guidelines* cioè le linee guida dell'Autorità Bancaria Europea emanate nel dicembre 2015 che hanno sostituito le linee guida del CEBS dal 1 gennaio 2017 e che sono state recepite lo scorso marzo; secondo le linee guida il principio della proporzionalità dovrà essere applicato in maniera più restrittiva così come dovrà essere più stringente l'identificazione del personale più rilevante, ed infine prevedono che venga spiegato ogni componente della remunerazione erogata e giustificato il motivo di appartenenza alla componente fissa o a quella variabile.

3.2 GLI INDICATORI DI PERFORMANCE

Nel settore finanziario vengono utilizzati in maggior parte gli stessi indicatori di performance distinguendo tra quelli a breve (EBITDA, il cash flow, la qualità dei servizi) e quelli a lungo (l'EVA, il TSR).

Una categoria di indicatori specifici di questo settore sono le *adjusted performance measures* cioè misure che tengono conto del rischio assunto, dove la remunerazione aumenta all'aumentare del rischio assunto; questi indicatori, recentemente diffusi, sono stati sostenuti dalle autorità di vigilanza che hanno spinto per una revisione delle strutture remunerative in questo senso. Vi rientrano:

- il RAROC, cioè il tasso di rendimento aggiustato per il rischio costruito come:

$$\text{RAROC} = \frac{\text{Rendimento risk adjusted}}{\text{Capitale investito}}$$

dove il rendimento aggiustato per il rischio viene calcolato come differenza tra ricavi, costi e perdita attesa rispetto ad un determinato credito;

- il RORAC, costruito come:

$$\text{RORAC} = \frac{\text{Rendimento}}{\text{Capitale risk adjusted}}$$

dove il capitale aggiustato per il rischio corrisponde al capitale a copertura del rischio stimato; questo indicatore viene utilizzato come livello soglia minimo per erogare bonus;

- il RARORAC, costruito come:

$$\text{RARORAC} = \frac{\text{Rendimento risk adjusted}}{\text{Capitale risk adjusted}}$$

dove sia il rendimento che il capitale sono aggiustati in base al rischio come negli indicatori precedenti avendo la possibilità di misurare tutti i rischi che possono avere un impatto su entrambe le grandezze.

Di particolare importanza vi sono ulteriori indicatori che le banche hanno iniziato ad utilizzare negli ultimi anni, tra cui vanno ricordati il Cash Horizon, il RorWA e il Core Tier 1 Ratio.

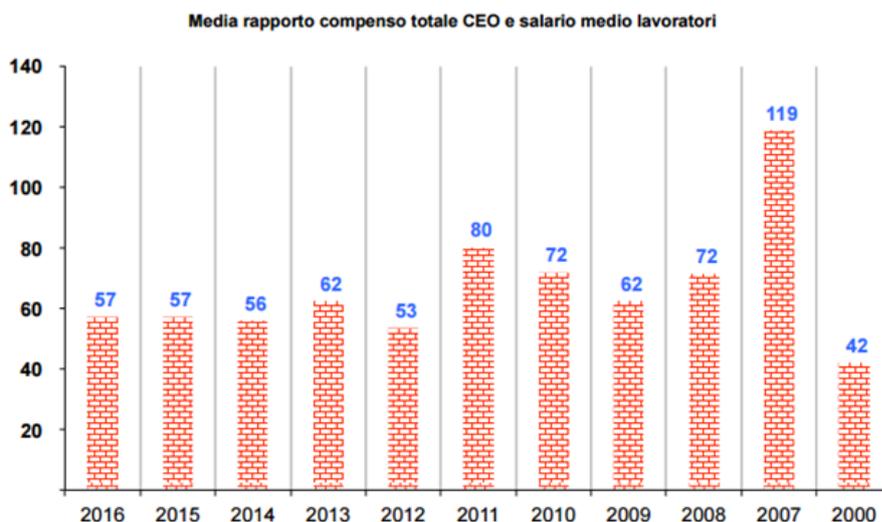
Il Cash Horizon, inserito nell'Horizon Liquidity Coverage in occasione di Basilea III, indica in quanti giorni la società non sarà più in grado di far fronte alle scadenze con la liquidità a disposizione; con questo indicatore viene misurata sia la solidità finanziaria sia la relazione tra rischio di liquidità e propensione al rischio.

Il RorWA (Return on Risk Weighted Assets) calcolato come rapporto tra il Risultato al netto delle imposte e il RWA (Risk Weighted Assets) cioè un aggregato dell'attivo dello Stato Patrimoniale in cui ciascun elemento viene ponderato per il rischio che gli viene attribuito.

Il Core Tier 1 Ratio, introdotto sempre da Basilea III, indica con quali risorse la banca può far fronte ai prestiti offerti e al rischio di insolvenza da parte della clientela. Viene calcolato come rapporto tra il Tier 1 e gli impieghi ponderati per il rischio; il Tier 1 corrisponde alla componente primaria del capitale cioè le azioni proprie, gli utili non distribuiti, le riserve, l'avviamento ecc.

3.3 ANALISI DEL PAY MIX NEL TEMPO

Nello studio dell'UILCA, "Indagine sulle retribuzioni dei manager bancari e assicurativi in Italia nell'anno 2016" è stato dimostrato che i manager del settore finanziario, nonostante le performance non troppo positive, sono riusciti a mantenere alti i livelli della remunerazione a differenza dei manager degli altri settori; infatti nel 2016 la loro remunerazione è pari a 57 volte la retribuzione media di un dipendente bancario.



Negli ultimi quattro anni, gli istituti di credito hanno erogato compensi ai loro CEO per un ammontare complessivo di 97,4 milioni di euro, di cui 10,7 milioni di euro appartenenti alla componente variabile; nel 2016 la componente fissa rappresenta ancora l'86 per cento della

remunerazione totale nonostante aumenti, secondo le relazioni sulla remunerazione, l'erogazione di incentivi monetari e azionari legati ad obiettivi pluriennali.

	CEO	PRESIDENTI	TOTALE MANAGER	di cui VARIABILE	UTILE
ANNI 2013-2016					
INTESASANPAOLO	14,8	3,5	18,4	2,3	2.551
UNICREDIT	11,2	5,9	17,1	2,8	-22.053
BANCA MPS	7,1	0,7	7,8	0,1	-9.634
BANCO POPOLARE	7,1	1,9	9,0	0,3	-3.802
UNIONE BANCHE ITALIANE	6,1	1,8	7,9	0,7	-1.188
BANCA POPOLARE DI SONDRIO	5,4	2,1	7,4	0,7	397
BANCA POPOLARE DI MILANO	4,2	1,1	5,3	0,7	624
BANCA POPOLARE DELL'EMILIA	3,7	1,8	5,5	0,1	256
BANCA DESIO E DELLA BRIANZA	3,5	2,7	6,2	0,9	99
CARIGE	5,1	3,3	8,4	1,6	-2.647
CREDITO EMILIANO	3,3	1,1	4,4	0,7	566
TOTALE	71,5	25,8	97,3	10,7	-34.832

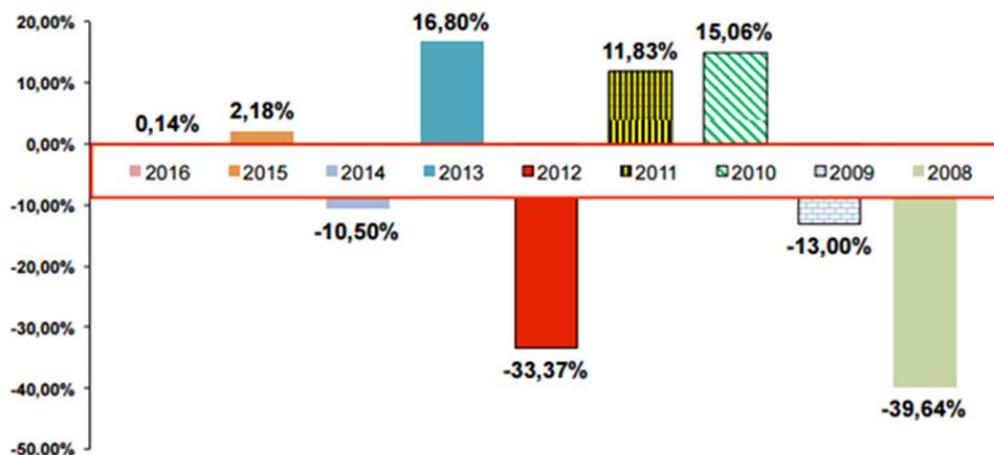
dati milioni di €

Dai grafici sotto riportati si può notare come, negli ultimi 10 anni, non sempre una diminuzione notevole dell'utile abbia portato ad una diminuzione di pari ammontare della remunerazione. Per esempio, tra il 2015 e il 2016 c'è stata una variazione dell'utile del - 75,24 per cento, mentre la remunerazione è addirittura aumentata dello 0,14 per cento.

	Utile netto	Utile netto	Utile netto	Utile netto	Utile netto	Utile netto	Utile netto	Utile netto	Utile netto	Utile netto
	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
INTESASANPAOLO	3.111	2.739	1.251	-4.550	1.605	-8.190	2.705	2.805	2.553	7.250
UNICREDIT	-11.790	1.694	2.008	-13.965	865	-9.206	1.323	1.702	4.012	5.901
BANCA MPS	-3.241	388	-5.342	-1.439	-3.170	-4.685	985	220	923	1.438
BANCO POPOLARE	-1.681	430	-1.945	-606	-945	-2.257	308	267	-333	617
BANCA POPOLARE DELL'EMILIA	14	220	15	7	-11	215	293	116	134	374
CARIGE	-297	-45	-544	-1.762	23	158	177	205	206	205
UNIONE BANCHE ITALIANE	-830	117	-726	251	83	-1.841	172	270	69	941
BANCA POPOLARE DI SONDRIO	99	129	115	53	34	57	133	201	44	147
BANCA POPOLARE DI MILANO	73	289	232	30	-430	-614	106	104	75	324
BANCA DESIO E DELLA BRIANZA	26	38	41	-5	20	45	53	54	66	186
CREDITO EMILIANO	132	166	152	116	121	97	78	89	157	249
TOTALE	-14.385	6.166	-4.743	-21.870	-1.805	-26.223	6.334	6.033	7.904	17.632

fonte bilanci societari elaborazione UILCA dati in milioni di euro

VARIAZIONE anno precedente COMPENSO CEO



Questo è uno degli aspetti su cui maggiormente le autorità dovrebbero lavorare di più, spingendo cioè gli istituti finanziari verso una remunerazione che rifletta la performance e che non sia frutto di uno standard di settore.

3.4 ANALISI EMPIRICA: PERIODO POST-CRISI E 2016 DI UNICREDIT E MONTE PASCHI DI SIENA

Di seguito verranno analizzate le componenti remunerative dei gruppi bancari, Unicredit e Monte Paschi di Siena, evidenziando le differenze tra il periodo post-crisi e l'anno 2016 per vedere se la normativa emanata è stata incisiva sul pay mix. Ho scelto questi due istituti bancari per individuare, ove ci sono, le disparità di remunerazione di una banca che apparentemente produce risultati positivi e una che produce risultati negativi.

Gruppo Unicredit - 2009

Nel 2009, il Gruppo Unicredit, secondo quanto riportato nella Relazione sulla Remunerazione, adottava un sistema retributivo basato su 3 pilastri, i quali contenevano le caratteristiche per una retribuzione “sostenibile”:

- il fattore di profittabilità sostenibile di gruppo: la performance di gruppo, misurata dagli indicatori ROE, Core Tier 1 e l'Utile Netto, viene corretta per il rischio e per il costo del capitale; inoltre gli incentivi devono essere confermati oppure ridotti o annullati;
- la performance screen: viene misurata in base a obiettivi operativi e di sostenibilità, considerando anche la performance dei peer competitors; gli obiettivi operativi, che avevano un peso del 30 per cento, misurano la capacità di generare valore per la società mentre gli obiettivi di sostenibilità, con un peso del 70 per cento, misurano la capacità di creare valore per gli azionisti di lungo termine;
- il differimento: due terzi degli incentivi annuali erano differiti e condizionati al raggiungimento degli obiettivi relativi ai due anni successivi al pagamento.

Il Gruppo Unicredit ha iniziato ad adottare, nel 2009, un Piano di Incentivazione di lungo periodo basato su indicatori pluriennali e sulla fidelizzazione degli agenti; offerto a circa 1400 dipendenti, con un periodo di *vesting* di 3 anni, il piano è condizionato al raggiungimento di performance prestabilite misurate dal TSR (Total Shareholder Return) e dall'Economic Profit.

La remunerazione dell'allora CEO del gruppo, Dieter Rampl, era costituita nella maggior parte da retribuzione fissa, scollegata alla performance, mentre la retribuzione variabile consisteva di benefici monetari. Già nel 2009 erano state previste forme di retribuzione differita in base ai risultati pluriennali ottenuti e a quelli futuri.

	Numero titolari	Retribuzione fissa e non collegata a performance	Retribuzione variabile collegata a performance	
			Monetaria	Azionaria
Amministratore Delegato (CEO)	1	3.617	651	0

Per l'anno successivo invece si prospettava un aumento della componente variabile e l'erogazione di benefici non monetari per tutto l'alto livello dirigenziale, come si può vedere dalla tabella.

	RETRIBUZIONE TOTALE		RETRIBUZIONE VARIABILE COLLEGATA ALLA PERFORMANCE			
	Retribuzione fissa e non collegata a performance	Retribuzione variabile collegata a performance	Annuale	Differita	Forme di differimento	
					Monetario	Azionario
Amministratore Delegato (CEO)	26%	74%	28%	72%	26%	74%
Deputy CEO	19%	81%	33%	67%	33%	67%
Senior Executive Vice President	26%	74%	28%	72%	35%	65%
Responsabili delle funzioni di Controllo	27%	73%	30%	70%	55%	45%
Executive Vice President	37%	63%	35%	65%	35%	65%

Gruppo Unicredit - 2016

Nel 2016, il Gruppo Unicredit ha presentato una Relazione sulla Remunerazione molto più dettagliata, specificando per ciascun manager la composizione del pay mix, l'ammontare e le caratteristiche dei piani di incentivazione.

Il 30 giugno 2016, è stato nominato amministratore delegato del gruppo Jean Pierre Mustier; la sua remunerazione, rimasta immutata rispetto a quella del suo predecessore, prevede

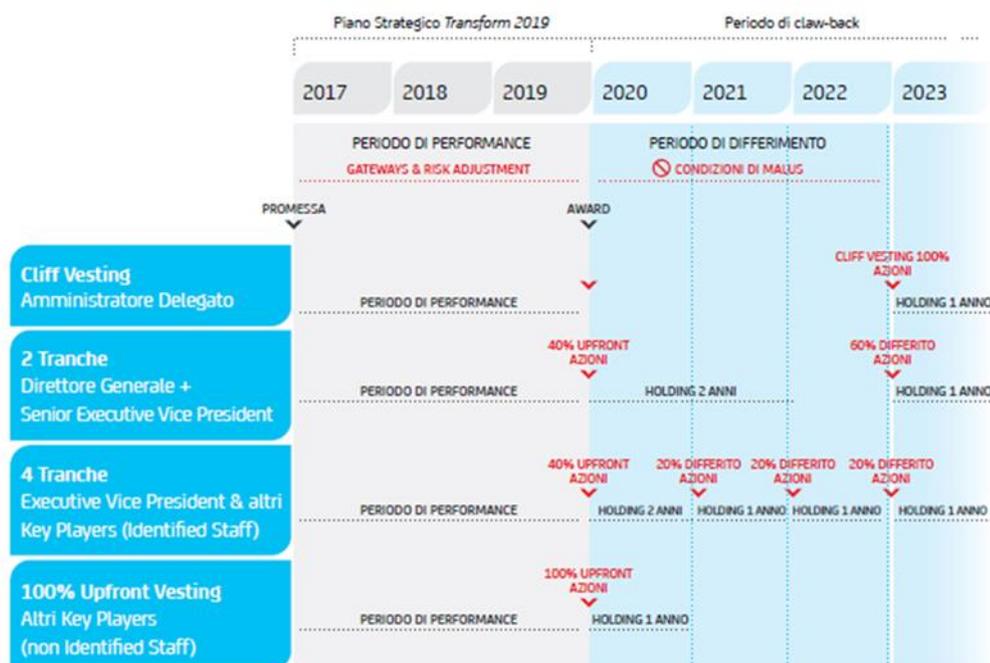


l'erogazione di 2 mln di euro di componente fissa e un rapporto di massimo 200 per cento tra componente variabile e fissa; per quanto riguarda gli incentivi variabili, il 50 per cento di questi viene erogato sotto forma di azioni. Gli incentivi sono soggetti ad un differimento di 5 anni e a clausole di *malus* o *clawback*, inoltre il contratto non contiene clausole di indennità o altri benefici in caso di cessazione della carica.

Gli incentivi di lungo periodo vengono erogati in base al Sistema 2016, il quale prevede un bonus pool collegato ai risultati della società. Per accedere al sistema di incentivazione i manager devono soddisfare le condizioni descritte in tabella mentre per l'erogazione degli incentivi devono soddisfare certi livelli di parametri quali, l'EVA, il Stakeholder Value e il Common Equity Tier 1.

Condizioni di accesso del sistema di incentivazione 2016	
Gruppo	Locale
<ul style="list-style-type: none"> • NOP adjusted ≥ 0 e • Net Profit ≥ 0 e • Common Equity Tier 1 Ratio Transitional $\geq 10\%$ e • Liquidity Coverage Ratio $>75\%$ 	<ul style="list-style-type: none"> • NOP adjusted ≥ 0 e • Net Profit ≥ 0

Per i prossimi anni, il Gruppo Unicredit ha previsto un piano di incentivazione della durata di 3 anni denominato Transform 2019; questo prevede il 100 per cento di remunerazione variabile erogata per il totale sotto forma di azioni con 3 anni di differimento e 4 anni di clausola *clawback*.



Gruppo Monte Paschi – 2009

Il Gruppo Monte Paschi di Siena dal 2009 al 2011 ha erogato retribuzioni fisse per un ammontare pari a 80.000 euro. Non erano previste componenti collegate ai risultati economici e neanche piani di incentivazione di lungo periodo. In aggiunta era prevista l'erogazione di premi di competenza per un ammontare totale pari a circa 250.000 euro e una serie di benefits come la previdenza complementare, polizze assicurative, l'auto aziendale ed agevolazioni bancarie.

	N° Risorse	Media
Top Management	7	775.528
Altri Dirigenti	486	133.561
PRIVATI	231	126.167
CORPORATE	75	140.257
ALTRE ATTIVITA'	180	140.289
Quadri Direttivi & Aree Professionali	30.191	45.140
PRIVATI	23.219	43.929
CORPORATE	935	52.573
ALTRE ATTIVITA'	6.036	48.644
	30.684	

Gruppo Monte Paschi – 2016

Rispetto al periodo post-crisi, il Gruppo Monte Paschi ha modificato il suo sistema retributivo. L'amministratore delegato, Marco Morelli, assunto nel settembre 2010, riceve 400.000 euro di emolumento per la carica, oltre ai 65.000 euro per il ruolo di amministratore; il contratto prevede, in caso di recesso senza giusta causa entro 3 anni dalla data di stipulazione del contratto, l'assegnazione della retribuzione totale di un anno. Mentre l'amministratore uscente ha ricevuto un emolumento di 400.000 euro oltre ad un beneficio di buona uscita di circa 3 mln lordi.

Oltre ai compensi fissi esposti in tabella, il Gruppo Monte Paschi ha implementato nel 2015 un piano di incentivazione di lungo periodo che non è stato erogato in quanto non sono stati raggiunti le performance obiettivo. Nel 2016 i sistemi incentivanti PVR – Premio Variabile di Risultato e il MBO – Management by Objectives non sono stati nemmeno attivati in quanto l'attivazione è condizionata al raggiungimento di un utile netto, condizione non soddisfatta.

REPORT GRUPPO (RAL)				
	Dip. 31/12/2016	RAL Media 2016	Dip. 31/12/2015	RAL Media 2015
Top Management	17	427.529	15	455.675
Altri Dirigenti	302	123.193	335	124.053
Quadri Direttivi e Aree Professionali	25.247	44.822	25.381	44.293
Totale complessivo	25.566	45.999	25.731	45.571

Per quanto riguarda il periodo post-crisi, per entrambi i Gruppi bancari la *disclosure* sulla remunerazione era scarsa e non offriva dettagli sulla sua composizione e soprattutto nel caso

del Gruppo Monte Paschi non esponeva né gli indicatori di performance a cui facevano riferimento e nemmeno i piani di incentivazione.

Nel 2016 invece la *disclosure* è diventata più ampia, soprattutto in ragione della normativa emanata; nelle relazioni sulla remunerazione vengono esposti i componenti remunerativi, il loro ammontare e gli indicatori di performance a cui è legata l'erogazione, anche se, sempre nel caso della Monte Paschi, la *disclosure* informativa non è ancora del tutto esaustiva, soprattutto per quanto riguarda gli indicatori di performance.

CONCLUSIONE

Attraverso l'analisi realizzata sui metodi di remunerazione dei manager si arriva alla conclusione che non c'è un'unica soluzione adatta a tutte le situazioni, come ha affermato dall'amministratore di Vodafone, Pietro Guindani "Definire la total compensation è più un'arte che una scienza". Abbiamo visto come, a seconda della teoria economica a cui si fa riferimento, cambiano le componenti su cui ci si affida per ridurre il conflitto di interessi.

Le autorità regolative si sono rese conto del vuoto legislativo e hanno agito di conseguenza attraverso la previsione del Comitato di Remunerazione, del voto vincolante sulla Relazione della Remunerazione, del tetto sulla remunerazione per i manager del settore pubblico e altre misure volte a regolamentare questo aspetto.

Per quanto riguarda il settore finanziario abbiamo visto che il pay package è migliorato negli anni con l'inclusione di piani di incentivazione di lungo termine la cui erogazione è condizionata al raggiungimento di indicatori di performance pesati in base al rischio intrapreso. Tuttavia sia la composizione del pay mix che la *disclosure* delle pratiche retributive può ancora migliorare, soprattutto nelle banche che non producono risultati positivi. In particolare, sarebbe auspicabile una miglior ripartizione del profitto e una maggiore sostenibilità del sistema creditizio nel lungo periodo.

Concludendo, la politica retributiva deve tener conto delle relazioni instaurate all'interno del contesto aziendale interno ed esterno cioè deve prendere in considerazione il settore di appartenenza, il ciclo di business, la concentrazione proprietaria, l'internazionalizzazione ecc.

Si prevede inoltre che il *compensation package* continuerà ad evolvere, infatti:

- la componente fissa rallenterà i ritmi di crescita e si stabilizzerà;
- la componente variabile diventerà la parte predominante della remunerazione;
- gli strumenti finanziari saranno collegati al valore del titolo sul mercato;
- i parametri di performance rifletteranno oltre alle misure economico-finanziarie anche misure del modello ESG (*Environment, Governance, Social*);
- il Comitato di Remunerazione avrà maggiori poteri e gli investitori istituzionali un ruolo più attivo;
- le clausole *clawback* si diffonderanno maggiormente, soprattutto nel settore finanziario;
- agli azionisti verranno conferiti maggiori poteri e il diritto di voto vincolante sulla delibera di erogazione della remunerazione.

BIBLIOGRAFIA

- Campobasso, M. (2011). I compensi degli amministratori delle società quotate: l'esperienza italiana. *Rivista delle società*, 702-708.
- Catani, S., & Brian, T. (2014). L'executive compensation, principi, strumenti e tendenze. *Rivista dei Dottori Commercialisti*.
- Ferrarini, G. (2005). *Grandi paghe, piccoli risultati: rendite dei managers e possibili rimedi*. Giuffrè.
- Monks, R. A., & Minow, N. (2011). Corporate Governance. In R. A. Monks, & N. Minow, *Corporate Governance* (p. 349-356). Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
- Murphy, K. J. (1998). Executive Compensation. *USC Marshall School of Business*, 91.
- Parbonetti, A. (2006). *Corporate governance. Problemi di configurazione dell'organo di governo e riflessi sugli andamenti aziendali*. Giuffrè editore.
- Pugliese, A. (2008). *Percorsi evolutivi della corporate governance*. CEDAM.
- Rabitti, M. (2012). ARTICOLO 123 TER: RELAZIONE SULLA REMUNERAZIONE. In R. M., & S. P., *IL TESTO UNICO DELLA FINANZA* (p. 1704-1719). Torino: UTET.
- Wade, J. B., O'Reilly, C. A., & Pollock, T. G. (2016, Ottobre 1). Overpaid CEOs and Underpaid Managers: Fairness and Executive Compensation. *Organization Science*, 527-544. Tratto da Organization Science: <http://dx.doi.org/10.1287/orsc.1060.0204> [Data di accesso: 01/06/2017]