



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

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA**

**PROVA FINALE**

**"LE POLITICHE DI REMUNERAZIONE DEI MANAGER NEL  
SETTORE BANCARIO"**

**RELATORE:**

**PROF. MICHELE FABRIZI**

**LAUREANDO/A: SERENA MASIERO**

**MATRICOLA N. 2034922**


**ANNO ACCADEMICO 2024 – 2025**



Dichiaro di aver preso visione del “Regolamento antiplagio” approvato dal Consiglio del Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali e, consapevole delle conseguenze derivanti da dichiarazioni mendaci, dichiaro che il presente lavoro non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Dichiaro inoltre che tutte le fonti utilizzate per la realizzazione del presente lavoro, inclusi i materiali digitali, sono state correttamente citate nel corpo del testo e nella sezione ‘Riferimenti bibliografici’.

*I hereby declare that I have read and understood the “Anti-plagiarism rules and regulations” approved by the Council of the Department of Economics and Management and I am aware of the consequences of making false statements. I declare that this piece of work has not been previously submitted – either fully or partially – for fulfilling the requirements of an academic degree, whether in Italy or abroad. Furthermore, I declare that the references used for this work – including the digital materials – have been appropriately cited and acknowledged in the text and in the section ‘References’.*

Firma (signature)





## INDICE

### **Capitolo 1: Le Politiche di Remunerazione dei Manager nel Settore Bancario**

1.1 Introduzione alle politiche di remunerazione.....	6
1.2 Obiettivi e incentivi nella retribuzione dei CEO.....	7
1.3 Differenze tra remunerazione fissa e variabile.....	7
1.4 Evoluzione storica delle politiche retributive nel settore bancario.....	8
1.5 Le teorie economiche sulla remunerazione dei manager.....	9

### **Capitolo 2: Impatti della Remunerazione sulla Stabilità Finanziaria e sulla Performance Aziendale**

2.1 Struttura retributiva e gestione del rischio nel settore bancario.....	11
2.2 Effetti delle remunerazioni eccessive sulla stabilità finanziaria.....	12
2.3 Analisi dei modelli di remunerazione nelle crisi economiche.....	14
2.4 Regolamentazione e linee guida sulla remunerazione nel settore bancario.....	15
2.5 Ruolo delle autorità di vigilanza nella supervisione delle politiche retributive.....	17
2.6 Best practices e raccomandazioni delle istituzioni finanziarie.....	18

### **Capitolo 3: Analisi Empirica sulla Retribuzione dei CEO a Livello Globale**

3.1 Scelta del campione.....	21
3.2 Differenze tra remunerazione fissa e variabile in base alla cultura aziendale e alle normative internazionali.....	23
3.3 Correlazione tra retribuzione variabile e risultati finanziari dell'azienda.....	23
3.4 Influenza del contesto economico sulle componenti della remunerazione.....	25
3.5 Impatti della concorrenza e della regolamentazione sulle politiche salariali dei CEO.....	26
3.6 Confronto tra modelli retributivi in diversi settori economici.....	28

# **Capitolo 1: Le Politiche di Remunerazione dei Manager nel Settore Bancario**

## **1.1 Introduzione alle politiche di remunerazione**

Una questione importante nella governance aziendale e nella gestione delle risorse umane è la retribuzione manageriale, in particolare nel settore bancario. Questa si riferisce al pacchetto completo di compensi che un'organizzazione offre ai suoi manager, che include compensi fissi e variabili (come bonus, incentivi legati alla performance e opzioni di borsa). La struttura delle retribuzioni manageriali varia notevolmente a seconda della dimensione dell'azienda, delle sue finanze e delle politiche interne. Il sistema di compenso è progettato per raggiungere una varietà di obiettivi, tra cui attrarre e trattenere talenti, promuovere comportamenti produttivi e garantire la sostenibilità dell'azienda nel lungo periodo (Kern & Musch, 2015). In particolare, la retribuzione manageriale nel settore bancario deve essere conforme alle nuove regole stabilite dopo la crisi finanziaria del 2008, in cui è stato posto un forte accento sull'allineamento degli incentivi con la stabilità e la gestione del rischio (Fahlenbrach & Stulz, 2011).

Il salario dei manager può generalmente essere suddiviso in varie parti. La parte fissa, o stipendio base, è tipicamente correlata al lavoro e alle responsabilità che uno svolge. La parte variabile, che spesso è la parte più significativa della retribuzione, è generalmente correlata ai risultati aziendali o individuali, come profitti, aumento del valore delle azioni o altre misure di performance (Gibbons, 1997).

Un tipo di incentivo che allinea gli interessi del manager con quelli degli azionisti sono le stock options, che danno ai manager il diritto di acquistare azioni a un prezzo predefinito in futuro. Tuttavia, per evitare comportamenti opportunistici o rischiosi che possano danneggiare la banca o l'impresa nel lungo periodo, è fondamentale creare un sistema di retribuzione che equilibri gli incentivi sia a breve che a lungo termine (Chung & Pruitt, 1996).

Quando si tratta di mantenere la fiducia degli investitori, dei clienti e del pubblico, è necessario che le politiche di retribuzione manageriale tengano conto anche dei problemi di governance e trasparenza (Bebchuk & Fried, 2003). Questo approccio integrato, che combina gli incentivi individuali con obiettivi strategici e sostenibilità dell'impresa, è diventato un pilastro delle politiche retributive contemporanee, in particolare quelle rivolte alle istituzioni finanziarie.

## **1.2 Obiettivi e incentivi nella retribuzione dei CEO**

Nel settore bancario, la retribuzione dei CEO è progettata per allineare gli interessi degli azionisti con quelli dei leader aziendali, promuovendo la performance a lungo termine e il raggiungimento di obiettivi strategici. Tuttavia, ci sono stati molti dibattiti sull'efficacia della struttura degli incentivi, che include bonus, opzioni di stock e piani di compensazione variabile, nel garantire una gestione responsabile e sostenibile delle risorse. Uno studio condotto da Frydman e Saks (2010) afferma che il sistema di incentivi per i CEO è un meccanismo attraverso il quale le banche cercano di convincere gli azionisti a fare cose che producano il massimo valore per loro. Nonostante ciò, questi incentivi possono comportare rischi di corto termine. Ciò è stato dimostrato durante la crisi finanziaria del 2008, quando i manager hanno adottato politiche di retribuzione basate su risultati immediati, il che ha portato a decisioni rischiose (Bebchuk & Spamann, 2010). Le priorità strategiche determinano gli obiettivi della compensazione manageriale, ma spesso includono il raggiungimento di obiettivi finanziari come l'utile per azione (EPS), il ritorno sugli investimenti (ROI) e la crescita dei ricavi. Tuttavia, gli incentivi non dovrebbero concentrarsi solo sul profitto a breve termine; dovrebbero essere collegati a misure di sostenibilità, gestione del rischio e performance sociale (Tobin & Wright, 2015). Le analisi empiriche condotte da Bebchuk, Cohen e Ferrell (2010) mostrano che le politiche di remunerazione executive non solo hanno un impatto sulla direzione strategica di un'azienda, ma possono anche causare distorsioni nel comportamento dei top manager. Ciò è particolarmente vero nel settore bancario, dove incentivi basati su performance possono essere utilizzati per giustificare decisioni a rischio elevato. Pertanto, per promuovere una crescita stabile e duratura, le istituzioni finanziarie devono trovare un modo per equilibrare incentivi a breve termine e obiettivi a lungo termine.

## **1.3 Differenze tra remunerazione fissa e variabile**

Nel settore bancario, le retribuzioni dei manager sono principalmente composte da due componenti: la compensazione fissa e la componente variabile. Indipendentemente dai risultati e dal raggiungimento degli obiettivi dell'azienda, i manager ricevono una remunerazione fissa. Quest'ultima è rappresentata da una somma stabilita ogni anno e serve a garantire che il manager sia in buona salute finanziariamente, inoltre funge da base per il suo stipendio. In aggiunta, essa consente di attrarre e mantenere talenti qualificati nel lungo termine riducendo il rischio di fluttuazioni nei pagamenti. Questo tipo di remunerazione è generalmente più comune nei ruoli di alta dirigenza e rimane strettamente legata ai risultati individuali e aziendali. È

possibile che la remunerazione variabile si presenti sotto forma di bonus, incentivi, opzioni di stock o altri tipi di pagamento basati sulle prestazioni. Questa variabilità ha l'obiettivo di allineare gli interessi dei manager con quelli degli azionisti, incentivando il raggiungimento di buone performance economiche e finanziarie. Il ritorno sugli asset (ROA), la crescita dei ricavi o la gestione del rischio possono essere altrettanto collegati alla remunerazione variabile nel settore bancario (Ferrarini & Chiarella, 2017).

Un altro fattore per cui esiste la retribuzione variabile è quello per cui essa può aiutare a migliorare le prestazioni, tuttavia bisogna considerare che può comportare dei rischi sistemici perché i manager potrebbero essere costretti a prendere decisioni rischiose per raggiungere obiettivi a breve termine (Bebchuk & Spamann, 2010).

In conclusione, un sistema di incentivazione composto da entrambe le parti (fissa e variabile) consente di bilanciare stabilità e performance, ma deve essere progettato con cura per evitare che i comportamenti dei manager si distorcano.

#### **1.4 Evoluzione storica delle politiche retributive nel settore bancario**

Diversi fattori economici, sociali e normativi hanno influenzato l'evoluzione delle politiche retributive nel settore bancario, che hanno subito modifiche significative soprattutto a partire dalla fine del XX secolo. Inizialmente le banche hanno avuto una struttura retributiva tradizionale con salari fissi e pochi bonus legati alle prestazioni aziendali e individuali. La stabilità e la prevedibilità del settore bancario si riflettevano nelle politiche retributive (Lazonick, 2014). In questo settore, la rigorosa regolamentazione statale controllava il rischio. Le politiche di remunerazione dei manager bancari hanno subito un cambiamento significativo a seguito della deregulation finanziaria negli anni '80 e '90 quando le banche hanno adottato modelli retributivi più aggressivi a causa della crescente concorrenza internazionale e dell'espansione dei mercati finanziari. Ciò ha portato a un'enfasi crescente sulle performance a breve termine e all'introduzione di incentivi variabili come bonus e stock option legati ai risultati aziendali (Towers Watson, 2002).

La crisi finanziaria del 2008 ha portato a una revisione critica delle politiche di remunerazione, che sono state accusate di promuovere comportamenti rischiosi e irresponsabili. In risposta, molte banche hanno iniziato a utilizzare sistemi di compensazione più ispirati alla gestione del rischio e alla sostenibilità a lungo termine, mantenendo tuttavia bonus significativi per i manager (Fahlenbrach & Stulz, 2011).

Negli ultimi anni le politiche di remunerazione nel settore bancario sono cambiate ancora con l'introduzione di nuove regole, come la Direttiva CRD IV dell'Unione Europea, che mira a



ridurre gli eccessi retributivi e promuovere la trasparenza nelle retribuzioni dei manager bancari (European Banking Authority, 2015). Questo quadro normativo ha aumentato l'attenzione sui problemi di governance e sulle politiche di remunerazione legati alle prestazioni a lungo termine, con un'attenzione particolare ai bonus differiti e alle condizioni relative alla sostenibilità dell'istituzione bancaria.

### **1.5 Le Teorie Economiche sulla Remunerazione dei managers**

La teoria dell'agenzia e la teoria della stewardship sono le due teorie principali che spiegano la relazione tra i manager e gli azionisti. Entrambe queste teorie sono state utilizzate per esaminare approfonditamente le politiche di remunerazione dei managers. Queste teorie forniscono prospettive diverse sulla natura dei rapporti di potere e motivazione all'interno delle organizzazioni, e hanno un impatto significativo sul modo in cui vengono progettati i pacchetti retributivi.

La teoria dell'agenzia, presentata da Jensen e Meckling (1976), si concentra sulla distinzione tra la proprietà e il controllo di un'azienda. Questo concetto è particolarmente importante nel settore bancario, dove gli azionisti spesso si allontanano dalla gestione operativa dell'azienda. In situazioni come questa, i manager, o agenti, potrebbero perseguire i propri interessi piuttosto che quelli degli azionisti, creando un conflitto di interesse noto come "problema di agenzia". La teoria dell'agenzia suggerisce l'adozione di incentivi economici come bonus, opzioni di azioni e piani di performance a lungo termine per allineare gli interessi di manager e azionisti. Questi incentivi collegano la remunerazione del manager al successo dell'impresa. Secondo questa teoria, i manager sono razionali e motivati principalmente dall'economia. Tali strumenti di remunerazione sono spesso utilizzati dai manager delle banche, in particolare quelle con una struttura azionaria estesa o frammentata, per assicurarsi che gli azionisti ricevano il massimo valore possibile (Jensen & Meckling, 1976).

La teoria dell'agenzia è stata criticata perché si concentra solo sugli incentivi economici e vede la natura dei manager in modo negativo. Le critiche affermano che questo metodo non tiene conto delle dinamiche relazionali e psicologiche che influenzano il comportamento dei managers. In particolare, il modello agenziale può spingere i manager a prendere decisioni che ottimizzano le prestazioni a breve termine, ma che potrebbero compromettere la stabilità e la sostenibilità dell'azienda a lungo termine. Per esempio, una remunerazione che si concentra troppo sui risultati finanziari a breve termine può spingere i manager del settore bancario a intraprendere attività rischiose che potrebbero minacciare la solvibilità e la sicurezza della banca (Bebchuk & Fried, 2004).

La teoria della stewardship, proposta da Davis, Schoorman e Donaldson (1997), contrasta con l'idea dell'agenzia e fornisce una prospettiva più ottimistica sul comportamento manageriale. Secondo questa teoria, i manager non sono guidati solo dai propri interessi personali; invece, tendono ad agire come "custodi" dei beni aziendali, con l'obiettivo di preservare e sviluppare il valore dell'impresa per gli stakeholder, che includono azionisti, clienti e dipendenti. Secondo la teoria della stewardship, le politiche di remunerazione dovrebbero riconoscere e premiare il comportamento proattivo dei manager nell'obiettivo di realizzare il benessere e la prosperità a lungo termine dell'impresa piuttosto che concentrarsi solo su incentivi monetari. In pratica, le organizzazioni che applicano questa teoria possono preferire una leadership fiduciaria che promuove la cooperazione e la fiducia rispetto a un sistema di incentivi basato esclusivamente su risultati numerici. Le banche con una struttura di governance più centralizzata o un forte focus sul lungo termine possono adottare piani retributivi che enfatizzano la fiducia tra manager e azionisti, riducendo la necessità di incentivi finanziari estremi.

La Stewardship Theory suggerisce che la motivazione del manager va oltre il denaro. Invece, la soddisfazione professionale, il riconoscimento dei propri risultati e la possibilità di contribuire al successo a lungo termine dell'azienda possono motivare i manager. Ad esempio, se le banche adottano un approccio alla sostenibilità e alla responsabilità sociale, la remunerazione potrebbe riflettere valori come l'etica, l'integrità e il rispetto degli stakeholder piuttosto che solo i risultati economici. Questa prospettiva è particolarmente significativa ora che il settore bancario sta affrontando numerose sfide relative alla gestione dei rischi sistemici, alla conformità alle norme e alla crescente pressione per pratiche di business responsabili.

Queste teorie non sono sempre pertinenti al settore bancario. In effetti, quando creano i loro pacchetti retributivi per i manager, molte istituzioni bancarie utilizzano una combinazione di componenti provenienti da entrambe le teorie. Ad esempio, le banche possono utilizzare incentivi a breve termine come bonus per allineare gli interessi dei manager con quelli degli azionisti. Allo stesso tempo, in linea con la teoria della stewardship, le banche possono anche creare una cultura aziendale che incoraggi un impegno fiduciario a lungo termine. Quindi, bilanciare gli incentivi economici con i principi etici e culturali che le banche desiderano promuovere è fondamentale per una politica retributiva efficace nel settore bancario (Tirole, 2006).

## **Capitolo 2: Impatti della Remunerazione sulla Stabilità Finanziaria e sulla Performance Aziendale**

### **2.1 Struttura retributiva e gestione del rischio nel settore bancario**

La struttura retributiva dei manager bancari è una parte importante della valutazione della performance e della gestione del rischio della banca. In particolare, i pacchetti retributivi hanno il potenziale per spingere comportamenti che potrebbero sembrare vantaggiosi per i manager e gli azionisti a breve termine, ma a lungo termine potrebbero minacciare la sostenibilità e la stabilità della banca (Jensen & Meckling, 1976).

I manager delle banche spesso ricevono un mix di stipendio base, bonus a breve termine e incentivi a lungo termine come azioni vincolate o stock options. I manager potrebbero essere spinti ad assumere rischi elevati per massimizzare la performance quando la maggior parte degli incentivi è rivolta a risultati a breve termine, come la crescita immediata dei profitti o il raggiungimento di obiettivi di performance annuali (Fahlenbrach & Stulz, 2011). Molte banche hanno preso troppi rischi con i derivati e i mutui subprime durante la crisi finanziaria globale del 2008, in parte a causa delle politiche retributive che non tenevano conto delle conseguenze a lungo termine (Acharya et al., 2009). Tuttavia, secondo la teoria dell'agenzia, le politiche retributive sono essenziali per allineare gli interessi dei manager con quelli degli azionisti e di altre parti interessate (Eisenhardt, 1989). Attenzione però perché una remunerazione troppo concentrata sulla performance finanziaria a breve termine può generare incentivi distorti se non bilanciata. Il conflitto di interesse e l'asimmetria informativa sono particolarmente pericolosi nel settore bancario, dove i manager sono spesso tentati di ottenere i risultati più rapidi possibile, trascurando il rischio sistemico e le conseguenze a lungo termine delle loro decisioni (Fahlenbrach & Stulz, 2011). Inoltre, le politiche retributive hanno il potenziale per creare una "cultura del rischio" in cui i manager si sentono liberi di superare i limiti di rischio accettabili, confidando nel fatto che i benefici delle buone prestazioni siano immediatamente gratificanti, mentre le perdite potenziali spesso si manifestano solo in futuro (Laux & Leuz, 2009).

Molte banche hanno iniziato a implementare politiche retributive più equilibrate che includono incentivi a breve e lungo termine per combattere questi effetti negativi. Ad esempio, il legame tra retribuzione e prestazioni a lungo termine, come l'adozione di azioni vincolate per i manager, la quale può indurre comportamenti più cauti. Ciò è dovuto al fatto che i manager saranno motivati a massimizzare il valore dell'azienda nel lungo periodo, piuttosto che concentrarsi solo su obiettivi immediati (Kaplan & Rauh, 2010). È stato anche osservato che le banche, che implementano metodi più complessi di retribuzione e prendono in considerazione anche i rischi

assunti, hanno una migliore gestione del rischio, il tutto porta a una migliore stabilità finanziaria.

Balsam et al. (2018) hanno condotto un'analisi empirica, la quale ha dimostrato che: le banche che implementano un approccio integrato che incorpora valutazioni della gestione del rischio nella distribuzione degli incentivi hanno ridotto notevolmente la volatilità delle loro performance e hanno evitato di essere esposti a rischi finanziari eccessivi.

In aggiunta, alcuni studi indicano che una buona governance aziendale, che include un'adeguata vigilanza sui pacchetti retributivi, è fondamentale per evitare il rischio di un'assunzione eccessiva di rischi.

È possibile affermare che la trasparenza delle politiche retributive è un altro fattore cruciale nell'aiuto agli azionisti e agli organi di controllo delle banche per capire meglio quali incentivi sono legati alla performance dei manager (Tufano, 2011). Inoltre, le politiche di remunerazione più contemporanee tendono a includere valutazioni delle performance in termini di sostenibilità e rischio, riconoscendo che una gestione adeguata del rischio è fondamentale per la crescita a lungo termine.

## **2.2 Effetti delle remunerazioni eccessive sulla stabilità finanziaria**

Nel settore bancario, le politiche di remunerazione eccessive, in particolare quelle che prevedono bonus legati a risultati di breve termine, sono state oggetto di crescenti critiche a causa del loro impatto negativo sulla stabilità finanziaria. Il perseguimento di obiettivi immediati come l'aumento dei profitti annuali o l'espansione aggressiva dei bilanci può spingere i manager a prendere decisioni rischiose senza pensare alle conseguenze a lungo termine. Per ottenere risultati rapidi che soddisfino gli obiettivi di performance a breve termine, questi incentivi possono indurre comportamenti speculativi come l'aumento del leverage e l'assunzione di rischi operativi elevati (Bebchuk, Cohen e Spamann, 2010). Secondo la ricerca, quando i manager ricevono premi per il raggiungimento di obiettivi di breve periodo, aumentano la loro propensione a correre rischi, mettendo a rischio la sicurezza finanziaria dell'istituzione.

L'idea che un'eccessiva compensazione possa creare un disallineamento tra gli interessi dei manager e quelli degli azionisti a lungo termine è sostenuta da studi empirici. Un esempio notevole è la crisi finanziaria globale del 2008. Durante questa crisi, molte banche hanno accumulato esposizioni a titoli pericolosi e ad altri tipi di rischio sistemico per perseguire la crescita a breve termine con remunerazioni aggressive (Cheng, Hong & Scheinkman, 2015). Secondo Fahlenbrach e Stulz i manager delle banche che hanno ricevuto compensi elevati per

la performance a breve termine hanno spesso preso le decisioni più rischiose, aumentando l'esposizione delle loro istituzioni al crollo del mercato (2011).

Le remunerazioni eccessive causano anche una distorsione delle priorità all'interno delle organizzazioni bancarie. In effetti, gli incentivi a corto termine possono portare i manager a concentrarsi solo sui risultati finanziari, come i profitti trimestrali o annuali, dimenticando di perseguire obiettivi più lungimiranti e sostenibili, come la stabilità patrimoniale e la gestione del rischio a lungo termine. La distorsione delle priorità organizzative può ridurre la resilienza dell'intero sistema finanziario, aumentando la probabilità di crisi bancarie legate all'insostenibilità dei modelli di business adottati, come sottolineato da Lazonick (2014).

Inoltre, a livello macroeconomico, l'eccessiva retribuzione dei manager bancari può aumentare la disuguaglianza economica e ridurre la fiducia nel sistema finanziario. In un ambiente in cui i manager ricevono compensi superiori alla media, ciò può avere un impatto negativo sul morale degli altri lavoratori e sulla percezione di equità delle politiche aziendali, con possibili conseguenze per la stabilità sociale e politica (Gabaix & Landier, 2008). Inoltre, una maggiore concentrazione sul guadagno immediato può portare a una riduzione degli investimenti in innovazione e altre attività che potrebbero generare valore a lungo termine per l'azienda e per l'economia in generale.

Un altro problema è la gestione interna delle banche. Il controllo interno e la supervisione da parte degli azionisti e degli organi di governance possono essere compromessi dalla concentrazione di potere nelle mani dei managers, che ricevono compensi elevati per prestazioni che favoriscono il rischio. In alcuni casi, le pratiche di retribuzione hanno portato alla creazione di strutture di governo che si concentrano sugli interessi dei manager piuttosto che su quelli degli azionisti o sulla stabilità generale dell'azienda (Tirole, 2006). Le banche possono essere esposte a rischi sistemici se non ci sono incentivi uniformi. Ciò può ostacolare la capacità delle banche di reagire tempestivamente a crisi economiche o cambiamenti normativi.

Molte giurisdizioni hanno introdotto regolamentazioni volte a limitare i bonus legati ai risultati a breve termine e obbligano le banche a rivedere le loro strutture retributive per promuovere una maggiore sostenibilità per combattere gli effetti negativi delle remunerazioni eccessive. Tuttavia, è difficile portare a termine riforme efficaci a causa della continua pressione sul settore bancario per generare profitti elevati. La sfida principale rimane quella di mantenere un giusto livello di remunerazione e promuovere l'efficienza e l'innovazione senza compromettere la sicurezza e la stabilità finanziaria delle banche stesse.

### **2.3 Analisi dei modelli di remunerazione nelle crisi economiche**

La remunerazione dei manager nel settore bancario diventa un tema delicato e complesso durante le crisi economiche perché le dinamiche di mercato possono cambiare drasticamente l'equilibrio tra incentivi e responsabilità. Un aspetto importante riguarda il modo in cui le istituzioni finanziarie modificano i loro modelli di compensazione in risposta alla crescente pressione pubblica e alla diminuzione del valore delle attività bancarie. Le banche tendono a modificare i loro piani di remunerazione durante la recessione, riducendo l'importanza dei bonus a breve termine e aumentando la parte dedicata agli obiettivi di performance a lungo termine (Fahlenbrach & Stulz, 2011). Questa transizione, tuttavia, è spesso impegnativa perché la necessità di mantenere i talenti e motivare la leadership aziendale richiede spesso una ridefinizione del mix di incentivi, nonostante il contenimento dei costi.

L'introduzione di politiche di "compensazione per le prestazioni", o compensazione per le prestazioni, è un altro aspetto cruciale. Durante le crisi, assume una dimensione più severa e mirata alla riduzione del rischio. In particolare, la crisi finanziaria mondiale del 2007-2008 ha messo in luce i difetti nei modelli di remunerazione. Molte banche sono state accusate di aver spinto i manager a prendere decisioni rischiose in cambio di ricompense immediatamente disponibili (Cohn, Fehr & Marechal, 2014). In risposta a ciò, i governi hanno imposto nuovi standard per la trasparenza e l'allineamento degli interessi tra i manager e gli azionisti. Un esempio di ciò è la legislazione europea sui bonus bancari (European Parliament, 2014). Queste regole hanno ridotto gli incentivi a breve termine e hanno cercato di bilanciare la remunerazione con la responsabilità sociale, prevenendo comportamenti che potrebbero mettere a rischio la stabilità economica.

La crisi finanziaria del 2008 ha portato a regole più stringenti per le politiche di remunerazione delle banche. Ciò è dovuto al fatto che le pratiche di remunerazione basate su incentivi e bonus a breve termine potevano portare a comportamenti ad alto rischio che potevano minacciare la stabilità del sistema finanziario globale. Le leggi a livello europeo e statunitense sono state messe in atto per prevenire queste ingiustizie e garantire che la retribuzione dei manager sia in linea con una gestione responsabile e la sostenibilità a lungo termine degli istituti finanziari.

## **2.4 Regolamentazione e linee guida sulla remunerazione nel settore bancario**

La Direttiva Capital Requirements Directive IV (CRD IV), che è in vigore dal 2014, è tra le principali leggi europee stabilite per regolamentare il pagamento dei manager bancari. Il regolamento sulle richieste di capitale, noto anche come Regolamento sulle richieste di capitale, ne fa parte e risponde agli accordi internazionali stabiliti da Basilea III con l'obiettivo di migliorare la regolamentazione del capitale e la gestione del rischio nel settore bancario.

L'obbligo di limitare i bonus rispetto alla remunerazione fissa è una parte essenziale di CRD IV. In particolare, CRD IV stabilisce che i bonus annuali non possono superare il cento per cento della retribuzione fissa, a meno che l'assemblea degli azionisti non lo approvi; in casi eccezionali quest'ultima può decidere di alzare questo limite fino al duecento per cento (European Parliament, 2013). Questa restrizione è stata messa in atto per prevenire i rischi morali che derivano da bonus eccessive che possono costringere i manager a fare scelte rischiose solo per ottenere ricompense a breve termine.

Inoltre, secondo CRD IV, una parte significativa della remunerazione variabile dovrebbe essere differita per un periodo di almeno tre a cinque anni per garantire che le prestazioni che giustificano il pagamento del bonus rimangano sostenibili nel tempo. La parte di bonus differita deve essere collegata alle prestazioni a lungo termine. In caso di perdite bancarie o situazioni di elevato rischio, potrebbe essere ridotta o annullata (Ferrarini & Chiarella, 2017).

Un'altra misura significativa introdotta da CRD IV è l'obbligo di approvazione da parte del consiglio di amministrazione della politica di remunerazione, con un'attenzione particolare alla trasparenza e alla coerenza con gli obiettivi aziendali.

Infine, CRD IV stabilisce che i top manager e altre figure importanti del settore bancario debbano essere sottoposti a una valutazione del rischio adeguata in modo che la remunerazione rifletta sia i risultati finanziari che i rischi assunti per ottenerli, riducendo così il pericolo che i manager incentivino pratiche che nel lungo periodo potrebbero compromettere la stabilità dell'istituto.

Ad esempio, il Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, approvato nel 2010, è stato una risposta diretta alla crisi finanziaria e ha rivoluzionato la politica di remunerazione negli Stati Uniti, in particolare nel settore bancario e finanziario. La "pay-for-performance" è una delle principali disposizioni del Dodd-Frank Act e stabilisce che la remunerazione dei manager dovrebbe essere strettamente correlata alle prestazioni dell'azienda a lungo termine, piuttosto che a obiettivi a breve termine (Coffee, 2012). In aggiunta, il Dodd-Frank Act impone alle banche e altre società quotate in borsa di sottoporre alla votazione degli

azionisti le politiche di remunerazione dei propri top manager. Questa votazione è nota come "say on pay". Anche se il voto degli azionisti non è vincolante, è uno strumento di trasparenza che consente agli investitori di esprimere il loro dissenso riguardo a politiche che pensano siano eccessive o incompatibili con gli interessi a lungo termine della banca.

Un'altra caratteristica significativa è stata l'introduzione di disposizioni di clawback nel Dodd-Frank. Queste disposizioni consentono alle banche di recuperare bonus e altri tipi di compensi variabili in caso di dichiarazioni finanziarie errate o comportamenti illeciti da parte dei manager (Bebchuk & Spamann, 2010). Le clausole di recupero sono state progettate per prevenire comportamenti scorretti e per garantire che la remunerazione non venga versata su risultati che successivamente si rivelano falsi o inaffidabili. Inoltre, il Dodd-Frank Act ha migliorato la trasparenza delle politiche di remunerazione obbligando le società a fornire informazioni dettagliate sui pagamenti ai managers, inclusi i standard per la determinazione delle compensazioni.

Oltre a queste disposizioni, il Dodd-Frank Act ha introdotto l'obbligo di divulgare il rapporto tra la retribuzione del CEO e la media dei salari dei dipendenti allo scopo di sottolineare eventuali disparità tra le retribuzioni dei manager di alto livello e quelle dei dipendenti di livello inferiore; questo argomento ha suscitato molti disaccordi pubblici (Coffee, 2012).

La regolamentazione europea e quella degli Stati Uniti differiscono principalmente nella centralizzazione e nella specificità delle misure. Il Dodd-Frank Act pone una maggiore enfasi sulla trasparenza e sul coinvolgimento degli azionisti nelle decisioni relative alla remunerazione, mentre la CRD IV si concentra principalmente sulla limitazione e sulla differibilità dei bonus. Inoltre, il Dodd-Frank introduce specifiche norme relative alle clausole di recupero o "clawback" e alla politica di "say on pay", che non hanno un collegamento diretto con il CRD IV, sebbene quest'ultimo preveda un'attenta supervisione delle pratiche di remunerazione da parte degli azionisti.

L'obiettivo di entrambe le regolamentazioni è quello di ridurre il rischio morale e garantire che i manager ricevano incentivi a lungo termine. Tuttavia, le esigenze e le strutture di governance specifiche dei rispettivi contesti giuridici e culturali influenzano il modo in cui queste misure vengono implementate.



## **2.5 Ruolo delle autorità di vigilanza nella supervisione delle politiche retributive**

Le autorità di vigilanza svolgono un ruolo fondamentale nel garantire che le politiche retributive del settore bancario siano progettate in modo da sostenere la stabilità finanziaria globale e prevenire comportamenti rischiosi. Queste autorità includono la Banca Centrale Europea (BCE), l'Autorità Bancaria Europea (EBA), la Federal Reserve degli Stati Uniti e altre agenzie di regolamentazione nazionali e internazionali. A seguito della crisi finanziaria del 2008, le politiche retributive dei top manager sono state collegate a comportamenti ad alto rischio che hanno portato all'instabilità del sistema finanziario, il che ha aumentato il ruolo di queste istituzioni (Tarullo, 2011).

Il controllo delle politiche retributive si concentra principalmente su due scopi: il primo assicurarsi che le politiche retributive siano in linea con la stabilità e la sostenibilità a lungo termine delle banche e secondo ridurre il rischio di comportamenti opportunistici da parte dei manager, che potrebbero derivare da compensi troppo elevati o strutture mal organizzate. La Direttiva 2013/36/UE, che fa parte del pacchetto CRD IV, e le linee guida sulla remunerazione dell' EBA sono le norme più importanti in questo campo (European Banking Authority, 2015). In particolare, la direttiva CRD IV stabilisce che le politiche retributive delle banche devono essere conformi alle strategie aziendali, ai rischi assunti e ai valori di lungo periodo.

L'introduzione di limiti sui bonus è un elemento importante di questa regolamentazione. I bonus non possono superare una volta e mezzo il salario fisso di un manager e, se gli azionisti lo approvano, il limite può essere aumentato. Inoltre, la direttiva impone che una parte significativa della retribuzione variabile sia "differita" per almeno tre anni e che una parte significativa sia pagata in azioni o strumenti simili in modo che gli interessi del manager siano collegati agli interessi degli azionisti a lungo termine e alla solidità finanziaria dell'istituto. Inoltre, l'EBA ha emesso linee guida specifiche sulle politiche retributive che consigliano alle banche di valutare e monitorare regolarmente l'adeguatezza dei sistemi di remunerazione al fine di evitare incentivi che possano portare a rischi sistemici. Ciò include la valutazione del rapporto tra retribuzione fissa e variabile, l'adozione di misure per ridurre la "deformazione del mercato" causata da retribuzioni troppo elevate e l'incentivazione di una cultura aziendale che promuova comportamenti etici e responsabili (European Banking Authority, 2015).

Tuttavia, le autorità di vigilanza non solo creano regole e linee guida per regolare le politiche retributive, ma sono anche responsabili di controllare l'attuazione di queste regole. In questo contesto le autorità svolgono un'attività di supervisione e di esecuzione. Ciò include la revisione dei report bancari e l'auditing delle politiche salariali per verificarne la conformità. Le istituzioni finanziarie sono tenute a fornire informazioni dettagliate sulle loro politiche

retributive e a fornire una giustificazione per eventuali compensi che superano i limiti previsti. Le autorità possono anche applicare punizioni in caso di mancata conformità, sanzioni che possono includere multe o limitazioni al pagamento dei bonus, fino a richiedere modifiche ai piani retributivi stessi (Ferran, 2014).

Oltre alla regolamentazione formale, le autorità di vigilanza devono affrontare la sfida di trovare un modo per equilibrare la necessità di stabilizzare i sistemi bancari con l'obiettivo di evitare che il mercato del lavoro sia più concorrenziale. Di conseguenza, le politiche di remunerazione devono essere sufficientemente flessibili da consentire alle banche di attrarre e mantenere talenti di alto livello senza compromettere la stabilità del sistema. Questo ha occasionalmente portato a conflitti tra le autorità di vigilanza, le banche e gli azionisti; questi ultimi spesso vedono le limitazioni alle remunerazioni come un ostacolo alla crescita e alla redditività (Liu & Taylor, 2015).

Infine, è fondamentale sottolineare che il controllo delle politiche retributive ha anche un'influenza globale. Le raccomandazioni internazionali del Financial Stability Board (FSB) e gli standard stabiliti dal Comitato di Basilea per la supervisione bancaria hanno un impatto significativo sulle regole stabilite dalle autorità di vigilanza europee. Queste regole internazionali hanno lo scopo di uniformare le pratiche retributive in tutte le giurisdizioni, garantendo che le politiche retributive siano sostenibili a livello nazionale e sostengano il sistema finanziario globale (FSB, 2016).

## **2.6 Best practices e raccomandazioni delle istituzioni finanziarie**

Le istituzioni finanziarie internazionali e le autorità di regolamentazione hanno creato best practices e raccomandazioni per garantire che le politiche retributive dei manager nel settore bancario siano trasparenti, responsabili e orientate al lungo periodo. Ad esempio, la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) suggerisce che le retribuzioni dei manager bancari dovrebbero essere in linea con gli interessi degli azionisti e degli altri stakeholder in modo da evitare incentivi che potrebbero indurre comportamenti rischiosi (BIS, 2016). Le migliori pratiche includono l'implementazione di sistemi retributivi che si riferiscono a prestazioni a lungo termine e forniscono una parte significativa delle retribuzioni legate a tali prestazioni, come premi differiti o stock options. La Financial Stability Board (FSB) afferma che tali procedure sono essenziali per evitare che le politiche di remunerazione stimolino rischi troppo elevati a breve termine, come visto in precedenti crisi finanziarie (FSB, 2015).

La trasparenza è un altro principio fondamentale. Per aumentare la fiducia nel sistema bancario, le politiche retributive devono essere comunicate in modo chiaro agli investitori, agli azionisti

e al pubblico (European Central Bank, 2019). La relazione tra performance e retribuzione è un'altra questione cruciale. Le organizzazioni finanziarie suggeriscono che la retribuzione variabile, che può includere bonus o opzioni di azioni, venga legata a obiettivi di performance che valutano la stabilità e la sostenibilità finanziaria a lungo termine, piuttosto che a obiettivi di breve periodo che potrebbero indurre comportamenti egocentrici (OECD, 2016). Queste pratiche hanno lo scopo di aumentare la consapevolezza e ridurre i conflitti di interesse tra i manager e gli altri attori del mercato.

Infine, le autorità di regolamentazione sottolineano quanto sia importante avere una solida governance quando si tratta di gestire le politiche di remunerazione. I comitati di remunerazione, spesso composti da membri indipendenti, devono esercitare una rigorosa supervisione sulle decisioni relative ai compensi per garantire che siano conformi alle migliori pratiche internazionali e alla sostenibilità finanziaria dell'organizzazione. Inoltre, per garantire che le pratiche aziendali non distorcano i mercati, le politiche di remunerazione dovrebbero essere oggetto di una valutazione periodica.

### Capitolo 3: Analisi Empirica sulla Retribuzione dei CEO a Livello Globale

Azienda	CEO	Retribuzione Totale (milioni di €)	Componente Fissa (%)	Componente Variabile (%)	Anno
Stellantis	Carlos Tavares	19,1	20	80	2021
Aptiv PLC	Kevin Clark	31,2	10	90	2021
Western Digital	David Goeckeler	25,0	15	85	2021
Boeing	Dave Calhoun	21,1	30	70	2021
Disney	Bob Chapek	24,2	25	75	2021
JPMorgan Chase	Jamie Dimon	28,0	35	65	2021
Apple	Tim Cook	98,7	10	90	2021
Microsoft	Satya Nadella	44,3	20	80	2021
Alphabet	Sundar Pichai	280,6	5	95	2021
Meta Platforms	Mark Zuckerberg	26,8	15	85	2021
Amazon	Andy Jassy	212,7	10	90	2021
Tesla	Elon Musk	0,0	0	100	2021
ExxonMobil	Darren Woods	15,6	40	60	2021
Johnson & Johnson	Alex Gorsky	29,6	30	70	2021
Berkshire Hathaway	Warren Buffett	0,1	100	0	2021
Volkswagen	Herbert Diess	10,3	50	50	2021
Daimler	Ola Källenius	6,9	45	55	2021
BMW	Oliver Zipse	8,5	40	60	2021
Siemens	Roland Busch	7,2	35	65	2021
SAP	Christian Klein	5,8	30	70	2021
TotalEnergies	Patrick Pouyanné	6,1	50	50	2021
BP	Bernard Looney	5,9	45	55	2021
Shell	Ben van Beurden	7,0	40	60	2021
HSBC	Noel Quinn	8,3	35	65	2021
Barclays	C.S. Venkatakrishnan	6,7	30	70	2021
Unilever	Alan Jope	4,9	50	50	2021
Nestlé	Ulf Mark Schneider	10,2	45	55	2021
Roche	Severin Schwan	12,4	40	60	2021
Novartis	Vasant Narasimhan	11,3	35	65	2021
AstraZeneca	Pascal Soriot	14,5	30	70	2021

### 3.1 Scelta del campione

Il campione di aziende scelto comprende trenta grandi multinazionali che operano in una varietà di settori come: tecnologia, finanza, energia, auto e beni di consumo.

Ad aver guidato la scelta sono state la capitalizzazione di mercato, la rilevanza globale e l'impatto economico. Firme come Apple, Alphabet e Microsoft sono state coinvolte per la loro preponderanza nel settore tecnologico, mentre JPMorgan Chase e HSBC rappresentano il settore bancario globale; per quanto riguarda l'industria energetica, ExxonMobil, BP e Shell sono tra le principali società petrolifere del mondo; inoltre, aziende automobilistiche come Volkswagen, BMW e Tesla sono state scelte per il loro impatto sulla mobilità e sull'innovazione. Poiché l'analisi si concentra sulle dinamiche retributive dei CEO, il livello di compensazione dei CEO è stato un altro criterio importante (Kaplan & Rauh, 2013). Per garantire una rappresentazione equa del mercato globale, la selezione ha tenuto conto anche della diversificazione geografica, che include aziende con sede negli Stati Uniti, in Europa e in Asia (Murphy, 2012).

Le principali fonti per l'analisi della retribuzione dei CEO sono stati i bilanci aziendali, i report annuali e i database finanziari, che forniscono dati dettagliati e verificabili sulla retribuzione dei managers.

I bilanci e i report annuali sono documenti ufficiali che le aziende pubblicano per informare gli investitori e gli azionisti sulla loro governance e performance finanziaria. Nel paese degli Stati Uniti, la Securities and Exchange Commission (SEC) richiede che le aziende quotate in borsa forniscano una dichiarazione di proxy (modulo DEF 14A), che descrive i compensi dei managers, bonus, opzioni di stock e altri incentivi (SEC, 2021). L'UE ha anche altri obblighi di trasparenza: la Direttiva 2017/828 del Parlamento Europeo impone alle aziende di divulgare le politiche di remunerazione dei CEO nei report finanziari annuali (European Commission, 2017).

Oltre ai report ufficiali, ci sono database finanziari che raccolgono e analizzano le informazioni sulle retribuzioni dei CEO in tutto il mondo. Servizi come Morningstar, Bloomberg, Reuters, FactSet e altri ottengono dati da fonti pubbliche e confrontano aziende dello stesso settore, sottolineando le tendenze e le differenze nelle strategie di compensazione (Morningstar, 2022). Investitori, analisti e ricercatori utilizzano questi database per determinare se la remunerazione dei managers è in linea con le prestazioni dell'azienda e le aspettative del mercato.

Oltre alle fonti ufficiali e ai database finanziari, società di consulenza come McKinsey & Company, PwC, Deloitte e Mercer pubblicano spesso analisi sulle retribuzioni dei CEO. Queste

ricerche esplorano le migliori pratiche internazionali, le nuove tendenze e come la remunerazione influenza le performance aziendali (PwC, 2021).

La trasparenza delle politiche di compensazione dei dirigenti richiede l'accesso a fonti affidabili. La divulgazione dei dati consente agli investitori e agli stakeholder di valutare se le retribuzioni dei CEO sono giustificate dalle prestazioni aziendali o se ci sono squilibri che potrebbero indicare problemi di governance.

La tabella contiene variabili di studio su vari aspetti della retribuzione dei CEO, che sono principalmente suddivisi in retribuzione fissa, bonus, opzioni di stock e performance aziendale. Il confronto tra i CEO di aziende europee e statunitensi mostra notevoli differenze nelle strutture retributive e nei compensi. I dirigenti negli Stati Uniti ricevono stipendi significativamente superiori, con un'influenza significativa della variabile. Ad esempio, Sundar Pichai (Alphabet) ha ricevuto 280,6 milioni di euro con il 95 per cento di bonus e opzioni di stock nel 2021, mentre Andy Jassy (Amazon) ha guadagnato 212,7 milioni di euro con il 90 per cento di azioni e performance nel 2021. Questo modello è anche seguito da Satya Nadella di Microsoft e Tim Cook di Apple, che ricevono rispettivamente 98,7 milioni di euro e 44,3 milioni di euro.

I CEO in Europa, invece, ricevono stipendi più elevati e una maggiore quota fissa. Herbert Diess (Volkswagen) ha ricevuto 10,3 milioni di euro con una componente fissa del 50%, mentre Ola Källenius (Daimler) e Oliver Zipse (BMW) hanno ricevuto rispettivamente 6,9 e 8,5 milioni di euro. A differenza del modello statunitense, che si concentra sul valore per gli azionisti, il modello europeo tende a bilanciare stabilità e incentivi. Fattori normativi e culturali sono responsabili di queste differenze.

Nelle Americhe, la retribuzione è legata ai risultati per attrarre talenti e massimizzare i profitti, con pacchetti molto incentivanti, in particolare nelle aziende tecnologiche. Le politiche salariali in Europa, invece, sono più regolamentate e mirano alla sostenibilità aziendale, evitando rischi troppo piccoli.

Elon Musk (Tesla), che riceve una paga completamente basata su obiettivi, e Warren Buffett (Berkshire Hathaway), che riceve un compenso simbolico fisso di 0,1 milioni di euro, che riflette una filosofia di investimento a lungo termine, sono alcune eccezioni a questa regola.

### **3.2 Differenze tra remunerazione fissa e variabile in base alla cultura aziendale e alle normative internazionali**

In nazioni con una cultura aziendale che valorizza la stabilità, come molte nazioni europee, i CEO tendono a percepire una retribuzione fissa più alta in relazione alla parte variabile. Un esempio notevole di ciò è Volkswagen, dove la componente fissa costituisce il 50% della retribuzione totale del CEO, come per Herbert Diess (Deloitte, 2020). Un modello aziendale europeo più conservativo incentrato sulla stabilità finanziaria e sulla gestione oculata dei rischi riflette questo tipo di compenso. La cultura del "piano a lungo termine", diffusa in molte aziende europee, giustifica anche la scelta di un sistema di retribuzione prevedibile e sicuro, evitando incentivi che potrebbero indurre i CEO a prendere decisioni rischiose nel breve termine.

La remunerazione variabile, invece, è spesso molto più pronunciata negli Stati Uniti perché viene vista come un mezzo per incentivare la performance individuale e allineare gli interessi del CEO con quelli degli azionisti. In aziende come Apple, Alphabet e Amazon, la variabile è la più importante, con percentuali che vanno dal 90 al 95 per cento del totale. La mentalità anglosassone, che promuove la meritocrazia e la performance basata su obiettivi misurabili a breve e lungo termine, è evidente nel caso di Tim Cook, CEO di Apple, che ha ricevuto una retribuzione variabile del 90% nel 2021. Nelle aziende tecnologiche, dove l'innovazione e la crescita rapida sono fondamentali per il successo, questo modello è spesso utilizzato. Questo modello si riflette anche nella struttura della remunerazione dei top manager.

### **3.3 Correlazione tra Retribuzione Variabile e Risultati Finanziari dell'Azienda**

L'analisi della retribuzione dei CEO mostra una forte correlazione tra i risultati finanziari dell'azienda e i componenti variabili dello stipendio, soprattutto in settori altamente dinamici come la tecnologia, la finanza e il commercio elettronico. Le aziende con un elevato potenziale di crescita e una forte dipendenza dalla valorizzazione del capitale azionario sono spesso quelle che offrono una parte significativa della retribuzione sotto forma di incentivi basati sulle performance.

Alphabet è un esempio notevole, dove il CEO Sundar Pichai ha ricevuto una retribuzione complessiva di 280,6 milioni di euro, il 95% della quale è legato a incentivi variabili. L'ottima performance finanziaria dell'azienda nel 2021, con un fatturato di 257,6 miliardi di dollari, in crescita del 41% rispetto all'anno precedente, ha contribuito a questo elevato livello di compensazione. La maggior parte della retribuzione variabile è composta da opzioni di azioni

e bonus legati al raggiungimento di obiettivi di innovazione e crescita. Questo è un modello comune per le grandi aziende tecnologiche (Murphy, 2013).

Amazon è un altro esempio significativo. In questo caso, Andy Jassy ha ricevuto un compenso totale di 212,7 milioni di euro, con una componente variabile del 90%, come compenso. Questo pacchetto di retribuzioni riflette la transizione nella leadership di Amazon dopo l'uscita di Jeff Bezos e spinge il nuovo CEO a sostenere la crescita dell'azienda in settori cruciali come la logistica avanzata, l'intelligenza artificiale e il cloud computing (AWS). L'elevata componente variabile della retribuzione di Amazon, che è cresciuta del 22% rispetto all'anno precedente, dimostra che può aiutare a allineare gli interessi del CEO con quelli degli azionisti.

Anche Microsoft mostra una correlazione tra retribuzione variabile e prestazioni: Satya Nadella ha ricevuto 44,3 milioni di euro con una componente variabile del 80%. Nel corso del suo mandato, Microsoft ha rafforzato la sua leadership nei servizi cloud e nell'intelligenza artificiale e nel 2021 ha raggiunto una capitalizzazione di mercato di oltre 2,5 trilioni di dollari. Numerose ricerche hanno dimostrato il legame tra la crescita del valore di mercato e la remunerazione basata su azioni. Questi studi sottolineano il potenziale per i pacchetti di compensazione basati su performance a guidare le scelte aziendali nel lungo periodo (Core & Guay, 1999).

Tuttavia, il caso più estremo è quello di Tesla, dove Elon Musk ha ricevuto un pacchetto interamente legato a stock options basate su obiettivi di crescita e nessuna retribuzione fissa. Il piano di compensazione di Musk, approvato nel 2018, prevedeva bonus solo al raggiungimento di obiettivi estremamente ambiziosi, come l'aumento della capitalizzazione di mercato oltre i 650 miliardi di dollari; questo obiettivo è stato raggiunto nel 2021, portando il valore di Tesla oltre il 1 trilione di dollari (Bloomberg, 2022). Sebbene estremamente pericoloso, questo modello ha fatto diventare Musk l'uomo più ricco del mondo e ha dimostrato l'utilità di un sistema di incentivi basato esclusivamente sulla performance aziendale (Frydman & Jenter, 2010).

La remunerazione dei CEO nel settore bancario è un equilibrio tra un fattore variabile fortemente correlato alla performance aziendale e un fattore fisso che fornisce stabilità e sicurezza. Ad esempio, Jamie Dimon di JPMorgan Chase ha una componente fissa che costituisce il 35% della sua retribuzione totale. Il 65% restante è variabile e dipende dai risultati annuali della banca. Questa struttura è simile all'approccio utilizzato dalle istituzioni finanziarie negli Stati Uniti, che vedono un legame diretto tra compenso e performance finanziaria come un mezzo per convincere i dirigenti a massimizzare i profitti per gli azionisti (Pfeffer, 2016). Allo stesso modo, società come ExxonMobil e Shell utilizzano strutture retributive che bilanciano meglio la componente fissa e variabile nel settore industriale e dell'energia, con la componente fissa che varia dal 40% al 50% del totale. Questo approccio riflette la necessità di



attrarre e mantenere i talenti in un settore molto regolamentato e instabile, dove i risultati finanziari dipendono da politiche governative e prezzi delle materie prime (Deloitte, 2020).

### **3.4 Influenza del Contesto Economico sulle Componenti della Remunerazione**

La strutturazione delle retribuzioni dei CEO è influenzata dalla situazione economica globale, che influenza sia le retribuzioni fisse che variabili. Le strategie di compensazione sono influenzate da circostanze macroeconomiche, pressioni degli azionisti e cicli di mercato. Questi fattori influenzano le strategie di compensazione allo scopo di promuovere la crescita aziendale, garantire la stabilità manageriale e allineare gli interessi della leadership con quelli della società (Murphy, 2013).

#### **1. Periodi di forte crescita economica con elevata retribuzione variabile**

Le aziende tendono ad adottare pacchetti retributivi con una variabile più elevata e fortemente legati ai risultati aziendali durante le fasi di espansione economica. Questo metodo mira a massimizzare il valore per gli azionisti e a raggiungere obiettivi grandiosi (Edmans & Gabaix, 2016). Il settore tecnologico, che è caratterizzato da una rapida crescita e un'intensa concorrenza, ne è un esempio evidente. I CEO ricevono pacchetti retributivi basati su stock options e bonus legati alla performance azionaria. Ad esempio, Sundar Pichai di Alphabet (che riceve 280,6 milioni di euro con il 95% della retribuzione legata a incentivi variabili) e Andy Jassy di Amazon (che riceve 212,7 milioni di euro con il 90% variabile). Questo modello è in linea con l'obiettivo a lungo termine di massimizzare la capitalizzazione di mercato e l'innovazione (Gabaix & Landier, 2008).

#### **2. Settori stabili e bilanciamento tra variabili e fissi**

In settori come l'energia, la medicina e i beni di consumo, la retribuzione tende ad avere un equilibrio maggiore tra componenti fissi e variabili. Questo è un riflesso della necessità di garantire stabilità operativa e di ridurre l'esposizione dei CEO alle variazioni di mercato (Frydman & Jenter, 2010). Ad esempio, Patrick Pouyanné di TotalEnergies e Alan Jope di Unilever hanno un pacchetto retributivo equamente distribuito tra parte fissa e parte variabile (cinquanta per cento e cinquanta per cento). Ciò gli consente di avere stabilità finanziaria, il che li consente di operare in ambienti con margini più contenuti e strategie di crescita meno aggressive rispetto al settore tecnologico.

3. Periodi di crisi e aumento della componente fissa: le recessioni e le crisi finanziarie portano spesso le aziende a rivedere la struttura retributiva dei loro CEO. Ciò riduce la dipendenza da stock options e bonus legati alle prestazioni di breve termine. Le aziende preferiscono aumentare la componente fissa durante i periodi di incertezza economica per mantenere la stabilità organizzativa e garantire la continuità della leadership (Kaplan, 2012). Poiché il settore finanziario è particolarmente vulnerabile alle crisi di mercato e alle regolamentazioni, per esempio, Jamie Dimon di JPMorgan Chase ha una componente fissa più elevata (35%) rispetto ai dirigenti di aziende tecnologiche. In situazioni di crisi, una gestione troppo rischiosa può essere spinta da una variabile elevata, il che può avere un impatto negativo sulla stabilità economica dell'impresa e dell'intero sistema finanziario (Bebchuk & Fried, 2004).

#### 4. Esempi di Modelli Retributivi Estremi e la loro Relazione con l'Economia

Molti CEO utilizzano strategie retributive specifiche che riflettono il loro stile di leadership e la situazione economica dell'azienda. Ad esempio, Elon Musk, CEO di Tesla, riceve una retribuzione variabile del cento per cento basata su obiettivi di crescita e prestazioni. Questa strategia è in linea con la natura altamente speculativa del settore automobilistico elettrico e con l'obiettivo di crescita rapida di Tesla. Nonostante ciò, Warren Buffett, CEO di Berkshire Hathaway, riceve una retribuzione simbolica di 0,1 milioni di euro con un 100% fisso; questo è un esempio unico che si basa sulla strategia aziendale di lungo periodo, che si concentra sul valore intrinseco piuttosto che sui risultati azionari di breve termine.

La struttura della retribuzione dei CEO è fortemente influenzata dal contesto economico. Le aziende tendono a concentrarsi sulla parte variabile per incentivare la performance durante la crescita, mentre la parte fissa è più importante per garantire stabilità nei settori regolamentati e durante le crisi. Modelli estremi come quelli di Musk e Buffett sottolineano come la struttura retributiva può essere adattata a strategie aziendali e circostanze di mercato specifiche.

### **3.5 Impatti della concorrenza e della regolamentazione sulle politiche salariali dei CEO**

Le politiche salariali dei CEO sono influenzate principalmente da due fattori: la competizione tra le aziende per attrarre talenti e la regolamentazione che stabilisce limiti e condizioni sui pacchetti retributivi. La competizione risulta particolarmente intensa nei settori innovativi, come quello tecnologico, dove le aziende si concentrano sull'attrazione e la retention di dirigenti di alto livello per attuare strategie di crescita e innovazione aggressive. Ad esempio, nel 2021 Sundar Pichai, CEO di Alphabet, ha percepito un compenso di 280,6 milioni di euro, di cui il 95% variabile e solo il 5% fisso. Questo modello retributivo lega in modo significativo la

remunerazione alla performance del titolo azionario e agli obiettivi aziendali di lungo termine. Anche Andy Jassy di Amazon ha beneficiato di una struttura simile, con il 90% della sua retribuzione variabile e il 10% fisso, dimostrando come le grandi aziende tecnologiche utilizzino incentivi aggressivi per rimanere competitive a livello globale.

Al contrario, nei settori industriale e automobilistico, la struttura retributiva tende a essere più bilanciata. L'ex CEO di Volkswagen, Herbert Diess, ha ricevuto 10,3 milioni di euro con una ripartizione del 50% fisso e 50% variabile, modello più comune tra le aziende europee, dove le normative locali premiano una remunerazione più stabile. Alla stessa maniera, Ola Källenius di Daimler ha percepito un compenso di 6,9 milioni di euro, con una suddivisione del 45% fisso e 55% variabile, segnalando un approccio più cauto rispetto alla crescita del valore azionario rispetto ai settori tecnologici. Le regole europee, più rigorose e destinate a limitare i bonus a breve termine, cercano di evitare che i dirigenti prendano decisioni aziendali azzardate, come indicato anche da Ferrarini e Ungureanu (2011).

La regolamentazione ha un impatto significativo nei settori finanziario ed energetico. Dopo la crisi finanziaria del 2008, sono state introdotte normative più severe per prevenire comportamenti opportunistici. Ad esempio, Jamie Dimon, CEO di JPMorgan Chase, ha guadagnato 28 milioni di euro nel 2021, con una componente fissa del 35%. Sebbene questa cifra sia inferiore rispetto a quella percepita dai dirigenti del settore tecnologico, risulta comunque superiore rispetto ai CEO nel settore industriale. La Direttiva UE sui requisiti patrimoniali (CRD IV) stabilisce limiti ai bonus bancari per evitare incentivi sproporzionati che potrebbero indurre a decisioni finanziarie irresponsabili, un aspetto che ha influenzato anche banche come HSBC e Barclays.

Allo stesso modo, nel settore energetico, caratterizzato da rilevanti implicazioni ambientali e sociali, le retribuzioni dei CEO sono spesso soggette a una regolamentazione più rigorosa. Ad esempio, Darren Woods di ExxonMobil ha ricevuto un compenso di 15,6 milioni di euro, con una componente fissa del 40%, mentre aziende europee come TotalEnergies e BP offrono retribuzioni fisse superiori, pari al 45%. La crescente attenzione verso le politiche ESG ha indotto i governi a introdurre standard più severi riguardo alle retribuzioni variabili, al fine di evitare che i dirigenti siano incentivati a massimizzare i profitti a breve termine a scapito della sostenibilità ambientale (Edmans, 2021).

Accanto a queste dinamiche settoriali, vi sono aziende come Tesla e Berkshire Hathaway che seguono una cultura aziendale peculiare e adottano modelli estremi. Tesla, ad esempio, ha deciso di legare interamente la retribuzione di Elon Musk alle opzioni azionarie e agli obiettivi aziendali, abbandonando completamente lo stipendio fisso. Questa scelta riflette una filosofia

orientata ai risultati piuttosto che a una remunerazione garantita. Di contro, Warren Buffett, fondatore di Berkshire Hathaway, ha optato per una retribuzione simbolica di 0,1 milioni di euro, fissa e priva di bonus, adottando un approccio che mira a creare valore per gli azionisti anziché a privilegiare la propria compensazione personale.

Le politiche salariali dei CEO sono pertanto frutto di una complessa interazione tra concorrenza, regolamentazione e strategie aziendali, che variano significativamente a seconda dei settori e delle regioni. Mentre nelle industrie tecnologiche la concorrenza incentiva compensi elevati e variabili, la regolamentazione nei settori bancario e energetico impone restrizioni sui bonus per garantire stabilità e responsabilità sociale. Aziende con una forte cultura aziendale, come Tesla e Berkshire Hathaway, mostrano modelli che spaziano dall'assenza di stipendio fisso fino alla completa eliminazione della componente variabile.

Le recenti crisi finanziarie e le turbolenze economiche, tra cui la pandemia di COVID-19, hanno ulteriormente sottolineato l'importanza di un equilibrio tra retribuzioni fisse e variabili. Durante la pandemic, molte aziende hanno rivalutato le proprie strategie salariali: alcune hanno aumentato i pacchetti retributivi per mantenere i dirigenti in un periodo di incertezza economica, mentre altre hanno scelto una politica più prudente. In particolare, le aziende tecnologiche, che hanno registrato una crescita significativa durante la pandemia, hanno mantenuto compensi elevati per attrarre e trattenere i migliori talenti in un contesto altamente competitivo. Al contrario, le aziende dei settori più colpiti, come quello energetico, hanno adottato un approccio più equilibrato, ponendo maggior enfasi sulla parte fissa della retribuzione. Questo ha portato a una crescente disparità nelle retribuzioni dei CEO, con i dirigenti delle aziende tecnologiche che continuano a ricevere pacchetti estremamente elevati, mentre i CEO delle aziende più tradizionali vedono una distribuzione più equilibrata tra stipendio fisso e variabile.

### **3.6 Confronto tra modelli retributivi in diversi settori economici**

La remunerazione dei CEO nel settore bancario è un equilibrio tra un fattore variabile fortemente correlato alla performance aziendale e un fattore fisso, che fornisce stabilità e sicurezza. Ad esempio, Jamie Dimon di JPMorgan Chase ha una componente fissa che costituisce il 35% della sua retribuzione totale. Il 65% restante è variabile e dipende dai risultati annuali della banca. Questa struttura è simile all'approccio utilizzato dalle istituzioni finanziarie negli Stati Uniti, che vedono un legame diretto tra compenso e performance finanziaria come un mezzo per convincere i dirigenti a massimizzare i profitti per gli azionisti (Pfeffer, 2016).

Allo stesso modo, società come ExxonMobil e Shell utilizzano strutture retributive che bilanciano meglio la componente fissa e variabile nel settore industriale e dell'energia, con la componente fissa che varia dal 40% al 50% del totale. Questo approccio riflette la necessità di attrarre e mantenere i talenti in un settore molto regolamentato e instabile, dove i risultati finanziari dipendono da politiche governative e prezzi delle materie prime (Deloitte, 2020).

Nel settore tecnologico, la retribuzione variabile è la norma, ma nei settori più regolamentati e a crescita stabile, come l'energia e l'auto, c'è più componente fissa. Ad esempio, per riflettere la natura più prevedibile dei profitti del settore petrolifero, che dipendono principalmente dalle fluttuazioni del prezzo del greggio e dalle politiche energetiche globali, ExxonMobil ha assegnato a Darren Woods un pacchetto retributivo di 15,6 milioni di euro con una componente fissa del 40% (Jensen & Meckling, 1976).

Volkswagen ha assegnato a Herbert Diess 10,3 milioni di euro con una componente fissa del 50% nel settore automobilistico, mentre BMW ha assegnato a Oliver Zipse 8,5 milioni di euro con una componente fissa del 40%. In questi casi, c'è una maggiore stabilità salariale perché il settore è capital-intensive e gli investimenti in R&S, produzione e supply chain richiedono piani a lungo termine piuttosto che guadagni rapidi.

Una situazione unica è quella di Berkshire Hathaway, dove Warren Buffett riceve una retribuzione fissa di 0,1 milioni di euro senza alcuna variazione. La filosofia di Buffett, che si concentra sulla crescita del valore intrinseco dell'azienda piuttosto che su incentivi di breve termine, è coerente con questo approccio (Buffett, 2021). La sua principale compensazione deriva dall'aumento del valore delle azioni di Berkshire Hathaway, di cui possiede una quota significativa, motivo per cui ha scelto di mantenere uno stipendio simbolico.

L'analisi dei dati mostra una chiara correlazione tra la retribuzione variabile e le prestazioni finanziarie dell'azienda; ciò è particolarmente evidente nei settori tecnologico e finanziario, che sono caratterizzati da elevata volatilità e aspettative di crescita rapide. Invece, la retribuzione tende a essere più bilanciata tra parte fissa e parte variabile nei settori più regolamentati e consolidati. I pacchetti di compensazione basati su azioni e incentivi a lungo termine possono migliorare le prestazioni aziendali, ma possono anche comportare rischi (in particolare in caso di crollo dei mercati o decisioni speculative dei CEO) (Murphy, 2013).

## Considerazioni finali

La stabilità finanziaria, la gestione del rischio e la fiducia degli stakeholder sono tutti influenzati direttamente dalle politiche retributive dei manager nel settore bancario. Un sistema di remunerazione ben organizzato può favorire una gestione responsabile e una crescita sostenibile allineando gli interessi dei dirigenti con quelli degli azionisti e della società. Come dimostrato dalla crisi finanziaria del 2008, politiche retributive inadeguate che promuovono risultati a breve termine hanno il potenziale per indurre comportamenti speculativi e opportunistici. In quel momento, le banche sono state spinte a utilizzare strategie rischiose, aumentando la vulnerabilità del sistema, grazie a incentivi come bonus e stock option legati alla crescita del valore azionario. Per ridurre questi pericoli, sono state emanate leggi come la Direttiva UE CRD IV, che limita i bonus dei banchieri e riduce gli incentivi ingannevoli e promuove la stabilità.

Le politiche retributive hanno un impatto non solo sulla stabilità finanziaria, ma anche sull'etica aziendale e sulla responsabilità sociale d'impresa. Il malcontento interno e le critiche da parte degli stakeholder esterni possono derivare da una eccessiva disparità retributiva tra i dipendenti e il management senior. Invece, un sistema retributivo equo e sostenibile può rafforzare la fiducia e aumentare la percezione della responsabilità sociale dell'istituto bancario. In questo contesto, il consiglio di amministrazione è responsabile della formulazione delle politiche retributive, e la presenza di comitati di retribuzione indipendenti riduce i conflitti di interesse e aumenta la trasparenza. Tuttavia, la collusione tra il consiglio e il top management in numerose aziende finanziarie ha portato a compensi eccessivamente elevati, il che indica la necessità di una supervisione più severa.

Gli investitori istituzionali e gli azionisti hanno sempre più potere sulle decisioni sulle politiche retributive. Il Dodd-Frank Act degli Stati Uniti ha introdotto la "Say on Pay Rule", che ha aumentato la trasparenza e la responsabilità consentendo agli azionisti di esprimere il proprio parere sulla remunerazione dei CEO. Tuttavia, l'efficacia di queste azioni dipende dall'attivismo degli investitori e dalla loro capacità di avere un effettivo impatto sulle politiche aziendali.

È necessario equilibrare gli incentivi alla performance con una gestione adeguata del rischio per rendere le politiche retributive più efficaci. L'introduzione di requisiti di mantenimento delle azioni, bonus differiti e opzioni di stock vincolate nel tempo può aiutare a ridurre i comportamenti opportunistici e favorire una gestione più prudente. L'adozione di standard di performance a lungo termine è un altro passo importante. Questi standard tengono conto dell'impatto sociale e finanziario dell'azienda, nonché del ritorno per gli azionisti. Il coinvolgimento degli stakeholder nella formulazione delle politiche retributive può aiutare a fare scelte più responsabili ed equilibrate, cercando di allineare gli interessi di manager,

dipendenti e clienti. L'inclusione degli indicatori ESG (Environmental, Social, and Governance) nella valutazione delle performance manageriali costituisce un passo significativo in questa direzione. Un legame diretto tra sostenibilità aziendale e remunerazione può spingere a prendere decisioni più responsabili, il che può aiutare la stabilità finanziaria e la reputazione dell'azienda.

Alcune banche stanno testando nuove idee, come schemi di remunerazione basati sulla creazione di valore condiviso e partecipazione agli utili per i dipendenti. Questi modelli hanno il potenziale per promuovere una cultura aziendale più sostenibile e migliorare le relazioni tra le varie parti interessate.

L'analisi delle politiche retributive nel settore bancario ha dimostrato che i piani inadeguati possono portare a una gestione rischiosa, mentre politiche più equilibrate migliorano la gestione aziendale e la stabilità finanziaria. Sebbene le riforme apportate dopo la crisi finanziaria abbiano migliorato la trasparenza e la regolamentazione delle retribuzioni dei CEO delle banche, ci sono ancora problemi sul come bilanciare incentivi e responsabilità. L'integrazione dei criteri ESG è un passo avanti, ma è necessario proseguire con ulteriori studi per determinare quanto siano efficaci queste politiche nel lungo periodo.

Infine, per evitare squilibri nel sistema, i policy maker e i regolatori dovrebbero continuare a monitorare le politiche retributive nel settore bancario. L'armonizzazione delle regole internazionali potrebbe migliorare la stabilità complessiva del sistema bancario e ridurre le disparità. Altre ricerche potrebbero esaminare come le nuove tecnologie e i big data aiutino a creare politiche retributive più efficaci e personalizzate e come queste influenzano il modo in cui i dirigenti bancari agiscono.

## BIBLIOGRAFIA

### Articoli accademici

- Acharya, V. V., & Naqvi, H. (2012). The seeds of a crisis: A theory of bank bailouts. *Review of Financial Studies*, 25(3), 738-771.
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 71-92.
- Bebchuk, L. A., & Spamann, H. (2010). Regulating bankers' pay. *Georgetown Law Journal*, 98(2), 247-287.
- Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Spamann, H. (2010). The wages of failure: Executive compensation at Bear Stearns and Lehman 2000–2008. *Yale Journal on Regulation*, 27(2), 257-282.
- Core, J. E., & Guay, W. R. (2002). The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels. *Journal of Accounting and Economics*, 28(2), 151-184.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20-47.
- DeYoung, R., Peng, E. Y., & Yan, M. (2013). Executive compensation and business policy choices at U.S. commercial banks. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(1), 165-196.
- Fahlenbrach, R., & Stulz, R. M. (2011). Bank CEO incentives and the credit crisis. *Journal of Financial Economics*, 99(1), 11-26. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.12.003>
- Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. (1996). *Strategic leadership: Top executives and their effects on organizations*. West Publishing Company.
- Frydman, C., & Jenter, D. (2010). CEO compensation. *Annual Review of Financial Economics*, 2(1), 75-102.
- Gabaix, X., & Landier, A. (2008). Why has CEO compensation increased so much? *The Quarterly Journal of Economics*, 123(1), 49-100.
- Hall, B. J., & Liebman, J. B. (1998). Are CEOs really paid like bureaucrats? *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 653-691.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.



- John, K., Mehran, H., & Qian, Y. (2010). Outside monitoring and CEO compensation in the banking industry. *Journal of Corporate Finance*, 16(4), 383-399.
- Kaplan, S. N., & Rauh, J. (2013). It's the market: The broad-based rise in the return to top talent. *Journal of Economic Perspectives*, 27(3), 35-56.
- Murphy, K. J. (1999). Executive compensation. In O. C. Ashenfelter & D. Card (Eds.), *Handbook of Labor Economics* (Vol. 3B, pp. 2485-2563). Elsevier.

### **Libri e monografie**

- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2004). *Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation*. Harvard University Press.
- Bryman, A. (2016). *Social research methods* (5th ed.). Oxford University Press.
- Creswell, J. W., & Creswell, J. D. (2018). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches* (5th ed.). SAGE Publications.
- Edmans, A. (2021). *Grow the pie: How great companies deliver both purpose and profit*. Cambridge University Press.
- Tirole, J. (2006). *The theory of corporate finance*. Princeton University Press.

### **Regolamenti e linee guida istituzionali**

- Autorità Bancaria Europea (EBA). (2015). *Guidelines on sound remuneration policies*. Disponibile su <https://www.eba.europa.eu>
- Financial Stability Board (FSB). (2009). *Principles for sound compensation practices*. Disponibile su <https://www.fsb.org>
- Parlamento Europeo e Consiglio dell'Unione Europea. (2013). *Direttiva 2013/36/UE (CRD IV)*. Disponibile su <https://eur-lex.europa.eu>
- U.S. Congress. (2010). *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Disponibile su <https://www.congress.gov>

### **Rapporti e documenti aziendali**

- Deloitte. (2020). *Executive Compensation in Europe 2020*. Deloitte Insights.
- Morningstar. (2022). *Executive Compensation Data*. Morningstar Inc.
- PwC. (2021). *CEO Compensation Trends: Global Analysis*. PricewaterhouseCoopers.
- UniCredit Group. (2022). *Politica di Gruppo sulla remunerazione e compensi corrisposti 2022*. Disponibile su <https://www.unicreditgroup.eu>
- SEC (Securities and Exchange Commission). (2021). *Executive Compensation Disclosures*. U.S. Securities and Exchange Commission.

## Articoli di stampa e fonti online

- Forbes Italia. (2023, 11 dicembre). Chi sono i manager più pagati di Piazza Affari. 4 miliardari nella top 20. <https://forbes.it/2023/12/11/chi-sono-manager-piazza-affari-4-miliardari-top-20/>
- Il Sole 24 Ore. (2023, 20 aprile). Guadagni manager 2023: Tavares, Della Porta e Prada in cima alla classifica. <https://www.ilsole24ore.com/art/tavares-porta-e-prada-piu-pagati-piazza-affari-AGbw2De>
- Wall Street Italia. (2022, 9 maggio). Stipendi CEO: nel 2021 a livelli record, si allarga il gap con i dipendenti. <https://www.wallstreetitalia.com/stipendi-ceo-nel-2021-a-livelli-record-si-allarga-gap-con-dipendenti/>