

I sistemi retributivi negli intermediari finanziari dopo la crisi: prospettive di ricerca

Marco Di Antonio (Università di Genova)
Daniele Previati (Università di Roma 3)

Modena, 29 gennaio 2010

Obiettivi della presentazione

- **Perché interessarsi del tema, perché farne oggetto di ricerca**
 - Attualità... analisi critica
 - Tema consolidato nella letteratura economica (in senso lato)
 - Legame bidirezionale tra retribuzione e performance aziendale (comunque misurate)
 - Tema difficile, in generale e con riferimento agli IF
- **Come fare ricerca**
 - Prospettive multiple (multidisciplinarietà; diversi tipi di IF; diversi tipi di retribuzione; diversi tipi di performance; diversi livelli organizzativi)
 - Metodologia (ricerca teorica ed empirica)
 - Disponibilità di dati, disponibilità degli attori, *disclosure*

AGENDA

- *PARTE PRIMA: CONTESTO E ATTUALITA' DEL TEMA → ragioni di ricerca*
- *PARTE SECONDA: CORNICE DI RIFERIMENTO → domande, temi e linee di ricerca*

PARTE PRIMA: CONTESTO E ATTUALITA' DEL TEMA

1. Evoluzione delle politiche retributive nel sistema finanziario: *maggiore peso della componente variabile (trend storico, definitivo?)*
2. La crisi dei mercati: *significative e riconosciute responsabilità dei sistemi incentivanti (novità?!?! Responsabilità preminente?)*
3. Le proposte di regolamentazione: *cambiamento dei sistemi incentivanti (novità! Efficacia?)*

1. EVOLUZIONE DELLE POLITICHE RETRIBUTIVE



- Trend storico, a partire dagli anni dagli anni '80 (più tardi per le banche e in Italia) della RV
- Forti differenze tra Paesi e tipi di I.F. (soprattutto Investment Banking, soprattutto grandi I.F.) quanto a livello, struttura, modalità di erogazione (cash, azioni)
- Segmentazione del relativo mercato del lavoro
- Affiancamento alla RF di RV a breve e a medio termine
- Impatto diverso per livelli organizzativi, aree di attività, famiglie professionali
- Da focus su executive compensation a sistemi retributivi complessivi
- La retribuzione (tra cui la RV) rimane uno dei vari strumenti che incidono sulla motivazione (fra i molti, Roberts, 2004)

2. LA CRISI DEI MERCATI



“Compensation practices at large financial institutions are one factor among many that contributed to the financial crisis that began in 2007. High short-term profits led to generous bonus payments to employees without adequate regard to the longer-term risks they imposed on their firms. These perverse incentives amplified the excessive risk-taking that severely threatened the global financial system and left firms with fewer resources to absorb losses as risks materialised. The lack of attention to risk also contributed to the large, in some cases extreme absolute level of compensation in the industry”.

Financial Stability Forum, *FSF Principles for Sound Compensation Practices*, 2 aprile 2009, p. 1

3. REGOLAMENTAZIONE



- **FSB:** *FSF Principles for Sound Compensation Practices, 2 -4-2009 + Implementations Standards, 25-9-2009*
- **CEBS:** *Draft high-level principles of Remuneration Policies, 6 marzo 2009*
- **Banca d'Italia:** *Sistemi di remunerazione e incentivazione, Lettera del 28-10-2009*
- Altre authority di vigilanza nazionali (es. FED, FSA...)

+

- Linee di indirizzo e normative sulla **funzione di conformità**
- Linee di indirizzo e normative sulla **governance societaria**
- **Secondo pilastro** della normativa di **Basilea 2**

REGOLAMENTAZIONE: issues

1. GOVERNANCE E PROCESSO

- Ruolo attivo e di guida del Board (supervisione, controllo, revisione)
- Indipendenza e professionalità del Board
- Esistenza e ruolo del compensation committee
- Coinvolgimento nel processo delle funzioni rilevanti (es. HR, pianificazione, organi di controllo...)
- Coinvolgimento delle funzioni di controllo del rischio (organo di controllo societario, RM, Audit, Compliance)
- Supervisione del Board sulle politiche di compensation di *tutto* il personale e non solo del senior management

2. VIGILANZA E TRASPARENZA

- Vigilanza prudenziale sui rischi che include analisi e valutazione dei sistemi incentivanti
- Principio di proporzionalità
- Produzione e comunicazione agli stakeholder di informazioni adeguate e tempestive

REGOLAMENTAZIONE: issues (2)

3. CONTENUTI: ALLINEAMENTO DELLA COMPENSATION CON PRUDENTE ASSUNZIONE DI RISCHIO

- Collegamento di incentivazione a misure di performance: individuale, di unità organizzativa, aziendale → *Quali ? Quale mix tra i tre livelli ?*
- Considerazione di tutti i rischi → ???
- Considerazione in particolare del costo del capitale e della liquidità → *Ok*
- Presenza sia di misure quantitative (quantitative risk measures) sia di valutazioni qualitative (executive judgement) → *In quale mix ?*
- Presenza di indicatori finanziari e non finanziari → *In quale mix ?*
- Simmetria del sistema → *Ok*
- Considerazione dell'orizzonte temporale di manifestazione del rischio: indicatori di performance pluriennali (*quali ?*), esistenza di deferral period (*quanto ?*), presenza di equity-based compensation (*in quale mix ?*)

REGOLAMENTAZIONE: LINEE DI RICERCA



1. Analisi più approfondita del ruolo dei sistemi incentivanti nello scatenare e diffondere la crisi
 - Causa prima o strumento di stimolo della hubris?
 - Problema di agenzia o collusione proprietà-management?
 - Distrazione della Vigilanza o effetto della cultura di risk management? Chi visionava compensation e suoi effetti?
 - Capacità di progettazione autonoma da parte degli I.F.
2. Analisi critica delle proposte e delle soluzioni di regolamentazione, alla luce delle indicazioni della dottrina sul disegno e sul funzionamento dei sistemi incentivanti
 - Alcuni dei problemi da affrontare: livello e struttura della retribuzione, tipo di compenso (cash vs azioni vincolate, altri), misure aggiustate per il rischio e molteplicità dei rischi, lungo termine e differimento, standardizzazione e judgement, gaming/opportunismo, trasparenza e impatto sulle decisioni di mercato delle informazioni fornite al riguardo

PARTE SECONDA: LA CORNICE DI RIFERIMENTO



1. Cosa dice la teoria ?

- Conoscere: review della dottrina: teorie, finalità, principi
- Tener conto del periodo storico in cui nasce la teoria.. (gli incentivi variano nel tempo e nello spazio!!)
- Testare: verificare empiricamente la sua validità
- Innovare: proporre nuovi modelli interpretativi
- *Quali le peculiarità degli IF?*

2. Cosa fanno gli IF?

- Descrivere: ricerca sulle pratiche
- Testare: verifica del loro allineamento con gli assunti teorici
- Interpretare: cercare i nessi tra determinanti/fattori di contingenza → sistemi incentivanti → performance aziendale

3. Come progettare i sistemi incentivanti ?

- Alla luce delle conoscenze sviluppate in 1. e 2., approfondire l'analisi delle componenti del sistema incentivante e proporre modalità ottimali di loro progettazione (approccio prescrittivo)

1. LE TEORIE



Molteplicità di prospettive (economisti, giuristi, misurazione contabile, finanza, organizzazione e risorse umane, strategia,)

- **TEORIE MOTIVAZIONALI:**
 - teoria del rinforzo → un'azione premiata si ripeterà
 - expectancy theory (Vroom, 1964) → sforzo → performance → ricompensa
 - Modelli di progettazione contingency (Porter e Lawler, 1968)
- **EQUITY THEORY** (Adams, 1963)
- **AGENCY THEORY** (es. Fama&Jensen, 1983; Eisenhardt, 1989)

Questione di sostanza e di orientamento,
non di eleganza.....

TEORIA DELL'AGENZIA: FATTORI DI CONTINGENZA del Pay for Performance - P_xP (Eisenhardt, 1989)

- Avversione al rischio
 - Risk appetite, cultura, RV.... Costi privati (IF) e pubblici (impatto sugli stakeholder , azionisti inclusi)
- Incertezza del risultato
 - Molteplicità di azioni e controlli monodimensionali sul risultato
- Programmabilità dei compiti e RV
- Misurabilità dei risultati e RV
- Capacità dell'IF di pagare e RV (premi al rischio... ma chi sopporta il rischio?)
- Cultura retributiva e RV

PECULIARITA' DEGLI I.F.

- Rilevanza pubblica e sistemica del sistema finanziario (e funzione obiettivo degli intermediari)
- Insufficienza della disciplina di mercato per stimolare i comportamenti corretti
- Rischio come business degli I.F.; relativa facilità nel migliorare i risultati di breve assumendo maggior rischio (e ciò anche a livelli decentrati, per ruoli “operativi”: vedi trader, ma anche addetti commerciali, private banker, ecc.)
- Centralità della regulation per garantire sana e prudente gestione (e rilevanza delle decisioni manageriali al riguardo)
- Elevato grado di leverage + garanzia dei depositi (assenza di monitoring del creditore) per le banche
- Occorre tener conto del contesto spazio-temporale.... (nel seguito, USA 2003..)

Kose John – Yiming Qian, 2003



“First, banks differ from manufacturing firms in several key respects. For one, banks are regulated to a higher degree than manufacturing firms. Do the regulatory mechanisms play a corporate governance role?... Does this monitoring substitute for or complement other mechanisms of corporate governance? In particular, does regulatory monitoring substitute for the need for incentive features in managerial compensation?... An understanding of the incentive structure that motivates the key decision makers in banks can also be important in designing effective regulation. For example, if top management is very closely aligned with equity interests in banks, which are highly leveraged institutions, it will have strong incentives to undertake high-risk investments (risky loans, risky real estate investments), even when they are no positive net-present-value investments...”

MORAL HAZARD HYPOTHESES vs CONTRACTING HYPOTHESIS

LE FINALITA'



PERFORMANCE MANAGEMENT:

- Migliorare la performance
- Indirizzare i comportamenti del personale, dirigerne l'attenzione verso gli aspetti ritenuti prioritari
- Motivare il personale verso il conseguimento degli obiettivi aziendali e l'ottimizzazione della performance (allineamento)
- Supportare un processo di cambiamento strategico o organizzativo

ORGANIZZAZIONE & PERSONALE

- Equità-merito (simmetria contributi-ricompense, diversa da equità-eguaglianza)
- Costruzione di cultura aziendale e clima organizzativo (es. meritocrazia/individualismo vs "spirito di gruppo")
- Attrazione dei talenti (es. retribuzioni più elevate)
- Selezione (ex-post) del personale
- Retention/fidelizzazione dei talenti
- Supportare lo sviluppo delle persone, individuarne punti di forza e debolezza

GESTIONE DEI COSTI

- Riduzione dei costi di retribuzione
- Flessibilizzazione della struttura di costo (spostamento del rischio dall'impresa al personale)

I PRINCIPI DI PROGETTAZIONE



- *Qualità delle misure di performance* utilizzate (precisione, completezza, controllabilità, non manipolabilità, allineamento...vedi infra)
- *Qualità del processo* (disegno, controllo, revisione...; vedi infra)
 - *Equità* percepita del processo e dei suoi risultati
- *Conoscenza* del funzionamento del sistema da parte de manager valutato
- *Simmetricità* del sistema (sanzioni oltre che premi)
- *Rilevanza quantitativa* della componente variabile
- *Integrazione con altri sistemi* (P&C, Risk Management, Personale...)

I RISCHI



- Miopia: orientamento al breve termine
- Imperfetta rappresentazione della performance (scarsa significatività/precisione della misure scelte)
- Limitata rappresentazione della performance (considerazione di un numero troppo limitato di misure)
- Limitata controllabilità delle misure da parte del management valutato
- Legame rigido con il budget e conseguenti comportamenti opportunistici
- Asimmetria organizzativa (copertura dell'organizzazione parziale o con diverso grado di efficacia; es. rete vs uffici di sede)
- Asimmetria di valutazione (assenza di penalizzazione in caso di performance negativa)
- Effetti negativi sulla motivazione individuale (riduzione della motivazione intrinseca, shift di motivazione, perdita di autostima...)
- Peggioramento del clima organizzativo (iniquità percepita, eccessiva pressione, competitività interna, contestazioni al sistema...)
- **Mancata o inadeguata considerazione del rischio**

TEORIE: LINEE DI RICERCA



Le teorie esistenti analizzano variabili diverse (es. più comportamentali nel caso delle teorie equity e motivation):

- a) È possibile formulare una teoria onnicomprensiva ?
- b) Se le teorie entrano in conflitto ? Ne esiste una più valida ?
 - Es. (di attualità): cosa succede se il livello dei compensi del senior management, magari giustificato dall'ottima performance (teoria dell'agenzia) compromette il clima organizzativo in quanto è percepito come eccessivo (teoria dell'equità) ?
 - Es.: la scelta e l'utilizzo delle misure sono guidati dalla loro informativeness (teoria dell'agenzia) o dalle peculiarità e inefficienze dei processi decisionali (prospettive psicologiche)?

2. LO STATO DELL'ARTE (cosa fanno gli IF)



- Survey sulla situazione del settore (a livello nazionale ed internazionale)
- Indagini retributive di società di consulenza, associazioni (a entrambi i livelli)
- Ricerche empiriche con l'ausilio di tecniche statistiche (es. analisi multivariata o di regressione), di carattere descrittivo o per testare determinate ipotesi avanzate dalla letteratura (soprattutto all'estero)
- Disponibilità di dati affidabili ed analitici bassa in Italia e nel settore, in crescita per effetto della crescente disclosure
 - Dati di sistema
 - Dati legati a casi aziendali (grandi banche)

STATO DELL'ARTE: linee di ricerca



Trovare le **relazioni tra:**

Caratteristiche del sistema incentivante:

- **Generali** (livello e % di retribuzione variabile, sensibilità alla performance)
- **Specifiche:** es. estensione/copertura del sistema, tipo di misure finanziarie, presenza e peso delle misure non finanziarie, measurement diversity, presenza e peso delle valutazioni soggettive, mix di forme di compensation (es. bonus vs equity-based), aspetti di processo (presenza del comitato remunerazioni, sua composizione e grado di indipendenza, composizione e modalità di funzionamento del CDA, partecipazione al processo delle funzioni di controllo del rischio...)

e:

- **A monte → determinanti:** es. mission (es. stakeholder vs shareholder), tipo di strategia, assetti proprietari, sistemi di governance, dimensioni, grado di diversificazione e complessità aziendali, grado di interdipendenza tra unità organizzative, cultura, grado di regulation, caratteristiche dell'attività svolta (rischio, orizzonti temporali, programmabilità, misurabilità), propensione al risk taking del soggetto economico, costi di monitoraggio, ampiezza delle opportunità/opzioni di crescita disponibili per il management (management discretion), natura e funzionamento del board, grado di leverage, durata in carica del CEO, (recente) performance della banca, produttività marginale del CEO (difficilmente osservabile).... .
- **A valle → effetti/risultati:** performance finanziaria (risultati economico-finanziari, rischio); performance non finanziaria (es. customer satisfaction, clienti persi, quota di mercato); performance del sistema incentivante (es. efficacia del sistema: allineamento strategico, grado di motivazione, migliore selezione/retention del personale, sviluppo di capacità e competenze, grado di equità percepito, riduzione e flessibilizzazione dei costi del personale...); scelte strategiche e gestionali (es. investimenti..); comportamenti organizzativi (es. conflitti e ambiguità di ruolo)

3. IL DESIGN DELLE COMPONENTI DEL SISTEMA



3.1. CONTENUTI

- Livelli e posizioni organizzative interessate
- Grado di differenziazione del sistema (per area di business, per livello gerarchico, per contenuto di attività...)
- Incidenza percentuale sulla retribuzione complessiva
- Modalità di determinazione del monte incentivi complessivo
- Esistenza di “cancelli” e obiettivi di primo livello
- Parametri di riferimento: livello (individuale, di banca, di BU/unità organizzativa, di team)
- Parametri di riferimento: natura (parametri scelti)
- Parametri di riferimento: valori (assoluti o relativi, consuntivi o di confronto con il budget, periodali o multiperiodali)
- Legame funzionale tra parametri e incentivi (pay out ratio, cap e floor...)
- Forme di pagamento (bonus, stock grant, stock option...)
- Modalità e tempi di erogazione dell’incentivo (es. deferral period, vesting period...)
- Altro (regole relative a casi di mobilità interna del personale, assenze, cessazione dal servizio)

3.2. PROCESSO

L'approccio di progettazione (e la ricerca sui sistemi)



- Requisiti minimi imposti dalla Vigilanza (parziali, seppur incisivi)
- **Fattori contingenti e specificità**
 - Dimensione
 - Assetto proprietario
 - Aree di attività
 - Ampiezza e profondità del sistema
 - Rilevanza dei fattori personali e culturali
- Universalismo del dibattito attuale vs. peculiarità progettuali
- Ricerche troppo generali o descrittive servono poco agli IF ed agli stessi organismi di vigilanza

3.1. PARAMETRI DI RIFERIMENTO

MISURE DI PERFORMANCE

- Una o tante
- Monetarie: contabili (profitto) o di mercato (shareholder value added, stock return)
- Monetarie o non monetarie
- Oggettive o (valutazioni) soggettive
- Di performance individuale, aziendale, di unità organizzativa o di team/gruppo
- Periodali o multiperiodali

STANDARD DI PERFORMANCE:

- Misure di performance assoluta
- Misure di performance relativa (performance conseguita confrontata con: valori anni precedenti, valori medi di peer group, valori di budget, costo del capitale)

LA SCELTA DELLE MISURE DI PERFORMANCE: criteri



- *precisione* nella misurazione della performance *realizzata*
- *completezza* nella misurazione della performance *realizzata*
- *controllabilità* della performance da parte del manager valutato
 - *comprensibilità* della misura da parte del valutato
 - *non manipolabilità* degli indicatori di performance
- *allineamento* tra misure di performance e obiettivi del soggetto economico
- *tempestività* nella misurazione della performance *realizzata* (il premio va erogato nel breve periodo)

MISURE MONETARIE

DI MERCATO



Es. Stock return,
Total shareholder return,
MVA, ecc.

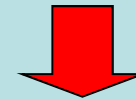


- * Valide solo per CEO
- * Noisy/poco controllabili
 - * Poco affidabili
(mercato inefficiente?)
 - * Meglio se relative
(es. rispetto a
rend.to medio mercato)

CONTABILI



Es. Margine →
Profitto → Roe →
Raroc → EVA



- * Poco affidabili
(problemi di misurazione)
 - * Manipolabili
- * Di breve periodo
 - * Trascurano
gli intangibles

MISURE NON MONETARIE

VANTAGGI



- * Più controllabili dall'operatore
- * Più complete
- * Meno manipolabili
- * Orientate al futuro
- * Orientate agli intangibles
- * Offrono un feed back più tempestivo

SVANTAGGI



- * Talvolta imprecise
- * Soggettive (scelta e pesi)
- * Generano confusione, complessità, ambiguità, conflitti di ruolo
- * Non evitano comportamenti opportunistici

QUALE RILEVANZA PER LA COMPONENTE DISCREZIONALE (JUDGEMENTAL)?



“The findings suggest that subjective bonuses (sometimes called discretionary bonuses) are used to mitigate distortions or reduce risk of bonuses tied by formula to quantitative performance measures (formula bonuses). We find that the use of subjective bonuses is positively related to: (1) the extent of long-term investments in intangibles; (2) the extent of organizational interdependencies; (3) the extent to which the achievability of the formula bonus target is both difficult and leads to significant consequences if not met; and (4) the presence of an operating loss.”

(Gibbs-Merchant-Van der Stede-Vargus, 2004)

3.2. PROCESSO



- Modalità di svolgimento del processo
- Organi e soggetti che vi partecipano e rispettivi ruoli
- Grado di trasparenza del processo e del suo output (politiche e singole decisioni)
- Ruolo del comitato nomine (indipendenza, competenza, disponibilità di informazioni, ricorso a consulenti...)
- Ruolo del CDA
- Ruolo delle funzioni di controllo (Collegio Sindacale/Consiglio di Sorveglianza, Compliance, Internal Audit...)
- Coinvolgimento degli organi di risk management nell'identificazione delle misure di performance aggiustate per il rischio
- Peso degli attori interni e della Vigilanza sulle soluzioni, sull'efficacia effettiva delle stesse

ALCUNE CONCLUSIONI DI SINTESI

PUNTI DI ATTENZIONE



- La posizione delle banche è senza dubbio peculiare (importanza del rischio, esternalità negative, ruolo della regulation)
- Il sistema incentivante è multiobiettivo → correlare le linee di progettazione e la valutazione della performance agli obiettivi (secondo la loro priorità pro-tempore o il loro trade-off)
- Se l'obiettivo dei sistemi incentivanti è quello di motivare il manager e allineare le sue scelte agli interessi del soggetto economico, non è però scontato che questi ultimi coincidano sempre con la massimizzazione del valore per gli azionisti (visione shareholder/VBM/EVA vs visione stakeholder/BSC)
- Ruolo ambiguo della concorrenza del mercato, che tende a far innalzare i compensi del management (*ratched effect*), spingendo all'adozione di contratti inefficienti, e nello stesso tempo a sanzionare l'IF che adotta sistemi incentivanti non efficaci (ma è proprio vero nel caso delle banche ?) (concorrenza nel mercato del lavoro vs concorrenza nel mercato della proprietà)
- Caveat sul mainstream; la teoria dell'agenzia:
 - spesso non funziona (non vale assunto di individuo ottimizzatore razionale, ma giocano fattori psicologici, "politici", culturali)
 - l'allineamento degli interessi non è sufficiente se è l'azionista ad assumere un comportamento di moral hazard (risk shifting)
 - oltre ai problemi di asimmetria informativa/costi di monitoraggio, esistono quelli di asimmetria cognitiva/conoscenza specifica

OBIETTIVI DEI SISTEMI RETRIBUTIVI



- MOTIVAZIONE del personale
- EQUITA' nel rapporto contributi – ricompense



Opportunità di ricorso ai sistemi incentivanti → pay for performance (reward più flessibile rispetto all'aumento della retribuzione fissa)

- ALLINEAMENTO TRA INTERESSI/COMPORAMENTI DEL PERSONALE E DEL SOGGETTO ECONOMICO



Modalità di progettazione dei sistemi incentivanti → come valutare e premiare ?

PROBLEMI...

BASE DI VALUTAZIONE	COMPORAMENTI	RISULTATI
PRESUPPOSTI	<ul style="list-style-type: none">- osservabilità diretta dei comportamenti- conoscenza dei comportamenti ottimali (cioè legame azioni – risultati)	<ul style="list-style-type: none">- conoscenza dei risultati ottimali (cioè di legame risultati di breve-risultati di lungo)- capacità di distinguere la parte dei risultati attribuibile al merito del manager
ORIENTAMENTO NEI CONTENUTI	<ul style="list-style-type: none">- valutazione multidimensionale (i comportamenti desiderati sono tanti)- base su discrezionalità (i fenomeni da valutare sono qualitativi; soft skills)	<ul style="list-style-type: none">- possibile anche valutazione monodimensionale (es. EVA/valore creato per l'azionista)- base su parametri di performance
FCS	Fiducia nel capo	Fiducia nelle misure