



*Dipartimento di Impresa e Management*

*Cattedra di Corporate Governance and Compliance Management*

***La qualità della disclosure dell'executive compensation  
nelle società quotate italiane***

**RELATORE**

Prof. Saverio Bozzolan

**CANDIDATO**

Elisa Paniconi

Matr. 684081

**CORRELATORE**

Prof.ssa Francesca Di Donato

ANNO ACCADEMICO 2017-2018

# Sommario

Introduzione.....	4
Capitolo 1 – Le determinanti della remunerazione.....	6
1. La remunerazione dei <i>top management</i> : breve descrizione di uno scenario complesso.....	6
1.1.1 CDA e remunerazione del CEO .....	9
1.1.2 La rilevanza critica degli <i>stock options plans</i> .....	10
1.2 Gli elementi della retribuzione .....	11
1.3 Analisi delle variabili che impattano sulla performance societaria .....	12
1.4 La remunerazione del <i>top management</i> a seguito della crisi finanziaria .....	13
1.5 Il contesto europeo: modelli di azionariato e remunerazione .....	15
1.5.1 Le raccomandazioni emanate dalla Commissione Europea.....	16
1.5.2 Gli interventi integrativi .....	18
1.6 L’Italia.....	20
1.6.1 TUF e regolamento CONSOB .....	20
1.6.2 Il diritto di voto <i>say-on-pay</i> nel panorama italiano.....	22
1.6.3 La normativa per banche e assicurazioni .....	23
1.6.4 L’autoregolamentazione: il Codice di Autodisciplina .....	25
Capitolo 2 – Le società quotate italiane.....	27
2. La Relazione Assonime 2018 .....	27
2.1.1 La composizione dei CDA.....	28
2.1.2 L’informativa pre-consiliare .....	30
2.1.3 Partecipazione alle riunioni, <i>board evaluation</i> , limite al numero di incarichi e piani di successione .....	30
2.1.4 Amministratori indipendenti.....	32
2.1.5 I comitati .....	33
2.1.6 La politica retributiva .....	34
2.2 L’effettivo grado di adesione alle <i>best practices</i> .....	37
Capitolo 3 - <i>Disclosure</i> dell’ <i>executive remuneration</i> .....	40
3. La qualità della <i>remuneration disclosure</i> .....	40
3.1 <i>Annual statement</i> .....	41
3.2 La politica sulla remunerazione.....	45
3.2.1 Applicazione della politica di remunerazione .....	49

3.3 Il report sulla remunerazione .....	50
3.3.1 Il <i>compensation package</i> .....	50
3.3.2 Il compenso dell'Amministratore Delegato e il <i>total shareholder return</i> .....	61
Conclusioni.....	63
Bibliografia.....	66

## Introduzione

La compensazione dei *top manager* è da tempo al centro di un dibattito da parte degli studiosi e dei non addetti ai lavori, sia facendo riferimento all'Europa che ai Paesi anglosassoni. La crisi finanziaria ha rianimato i toni, orientando la discussione sui profili di efficienza ed efficacia dei pacchetti retributivi e sulla questione etica dell'ammontare di quest'ultimi.

Con riferimento alle grandi imprese quotate, si può osservare come nel tempo il pacchetto retributivo *dei top manager* abbia subito delle variazioni significative in quanto il peso della parte variabile è cresciuto considerevolmente. Si è poi diffuso un maggiore orientamento ad elargire incentivi con riferimenti a una prospettiva di medio-lungo termine ed è aumentata la diffusione dei piani a base azionaria. Questi mutamenti si possono inquadrare in un più vasto movimento di convergenza verso il modello americano in un processo che ha accomunato tutte le principali economie mondiali e rinvenibile, per esempio, nell'assetto sostanzialmente simile delle grandi imprese a livello globale piuttosto che nell'internalizzazione del mercato del lavoro manageriale e in materia normativa e fiscale. A seguito di questi cambiamenti anche la retribuzione dei manager si è modificata e i livelli retributivi sono aumentati.

È tuttavia sotto certi aspetti, però, una situazione paradossale: il mondo converge verso il modello americano proprio mentre questi entra in crisi e si comincia a discuterne sulla sua adeguatezza. Tali perplessità, nella fattispecie della retribuzione che si sta considerando in questo elaborato, riguardano soprattutto l'ammontare dei pacchetti retributivi, considerato eccessivamente generoso e le distorsioni che potenzialmente gli incentivi di medio-lungo termine sono atti a generare.

Se con la crisi finanziaria il mondo si aspettava che il differenziale, cresciuto esponenzialmente negli anni '80 e '90, fra il compenso dei *top management* e degli altri dipendenti diminuisse le attese sono state deluse in quanto, negli anni duemila, tale differenziale è rimasto stabile.

In considerazione del fenomeno descritto, questo elaborato si pone lo scopo di andare ad indagare il livello e la dinamica retributiva, in riferimento alla qualità della *disclosure*, delle società quotate italiane, con il fine di comprenderne le caratteristiche, le implicazioni e i sottostanti.

La scelta di concentrare il focus dell'attenzione sull'Italia è determinato da una serie di considerazioni. Un primo punto è che l'interesse è motivato dal fatto che spesso il fenomeno è stato studiato in riferimento alla casistica statunitense e, in seconda battuta, britannica. Conseguentemente, è apparso opportuno andare a indagare se anche in Italia siano riscontrabili dinamiche simili, tenendo in considerazione che il nostro Paese, come alcuni altri dell'Europa continentale, ha un assetto proprietario profondamente diverso rispetto a quello anglosassone, essendo più concentrato e caratterizzato da un gran numero di imprese familiari. In ultima analisi, l'Italia ha solo recentemente, sul finire degli anni '90, cominciato a includere nei propri *compensation package* piani di incentivazione finanziaria. In riferimento a ciò, è particolarmente interessante osservare la diffusione e le modalità di applicazione di tale strumento che pare trovare, nel nostro paese, una giustificazione economica nella *rent extraction view*, dove i manager, forti dell'influenza che esercitano sul comitato di remunerazione acquisiscono la capacità di estrarre una sorta di "rendita" dagli azionisti. Tale prospettiva va discostandosi quindi dalla più classica questione dell'allineamento degli interessi tra azionisti e manager proposta dall' *Agency Theory*.

L'elaborato può essere idealmente suddiviso in tre parti.

La prima si concentra sull'analisi del contesto, in termini organizzativi e normativi, in cui vanno ad analizzare le dinamiche strutturali dell'ambiente di riferimento, nella sua accezione anche relazionale al fine di fornire al lettore un *framework* di supporto per consentire una migliore comprensione dei capitoli successivi.

Nella seconda parte si procede all'analisi dei dati elaborati dalla Relazione Assonime del 2018, in riferimento all'esercizio 2017, integrandola con il Rapporto del Comitato Italiano per la Corporate Governance. Il focus dell'analisi si sposta quindi sul sistema di *governance* italiano, andando a mettere in luce quale sia la situazione effettiva all'interno del nostro Paese, non solo per ciò che concerne strettamente la remunerazione, ma in un contesto più ampio e strutturato che consenta di comprendere meglio le dinamiche retributive e il rapporto tra queste e la *corporate governance*.

Il capitolo finale, che anticipa le conclusioni, si concentra sull'indagine e la verifica dello stato di recepimento e di applicazione delle *best practices* in termini di *disclosure*, portando a supporto estratti delle Relazioni sulla Remunerazione del 2017 delle società appartenenti al FTSE MIB. Si va, perciò, a indagare non tanto il profilo di adempimento formale, quanto quello sostanziale, della volontà da parte del consiglio di amministrazione di voler fornire una reale comprensione delle dinamiche retributive in un'ottica di *added value* per il lettore.

## Capitolo 1 – Le determinanti della remunerazione

In materia di remunerazione dei *top management* è stato condotto un numero estremamente elevato di studi a testimonianza di quanto tale tema susciti interesse fra gli studiosi e i media, ma più in generale presso l'opinione pubblica. Interesse che nel corso degli ultimi anni è addirittura cresciuto a seguito del livello raggiunto dai compensi e della loro controversa relazione con la performance aziendale.

Su tale tematica in passato sono stati condotti studi di matrice statunitense (Chhaochharia, Grinstein, 2009; Van Essen, Otten, Carberry, 2012) ma non solo (in Italia, per esempio: Barontini, Bozzi, 2011; Camuffo, 2009). L'obiettivo che si pongono questi lavori è quello indagare quali siano le determinanti sottostanti il sistema retributivo, andando ad analizzare i nessi di causalità di tali politiche e le motivazioni alla base delle decisioni prese (<sup>1</sup>). Prendendo a riferimento quest'area di ricerca, vi sono numerosi studi che pongono l'accento sull'influenza che alcune variabili, inerenti alle tematiche di *corporate governance*, hanno sulla determinazione del *compensation package* del *top management*: l'impatto che essa ha sul CDA (Boyd, 1994; Canyon & Peck, 1998), la dimensione del cda (Gosh & Sirmans, 2007; Holthausen & Larcker, 1993), il grado di indipendenza (Anderson & Reeb, 2004). Altri studi si sono invece focalizzati sulla quota di azioni detenuta dai manager e quindi hanno condotto analisi in termini di possesso e concentrazione azionaria (Cheng & Firth, 2005; Cyert et al., 2002; Lambert et al., 1993; Cheng et al., 2003; Dyl, 1988).

Effettuate queste doverose premesse, le tematiche qui esposte vengono riprese e sviluppate nei successivi paragrafi.

### 1. La remunerazione dei *top management*: breve descrizione di uno scenario complesso

La retribuzione è una leva fondamentale per impattare sulla motivazione e la performance degli individui. A maggior ragione quella che viene corrisposta ai *leaders* e agli *executives*, a fronte delle numerose implicazioni e della molteplicità di direzioni influenzate. Un *compensation package* poco competitivo potrebbe, per esempio, non essere in grado di svolgere la funzione di attrarre, trattenere e motivare in modo adeguato i beneficiari. D'altronde, però, retribuzioni troppo elevate sollevano questioni di equità interna non semplici da dirimere che possono avere un impatto negativo sulla reputazione dell'impresa. È parimenti sostenuta, d'altronde, la posizione secondo cui tali profili equitativi non debbano essere oggetto di eccessive attenzioni in quanto sarebbe più opportuno volgere lo sguardo, nel caso dei talenti manageriali, alle dinamiche precipue del mercato del lavoro di riferimento che, regolando naturalmente la domanda e l'offerta, finirebbe con il determinare anche il "prezzo". Inoltre, alcune ricerche, come quelle condotte da Alexander Pepper, hanno posto in evidenza come gli individui siano più propensi a valutare l'adeguatezza della propria remunerazione confrontandola con quella dei colleghi di pari grado, piuttosto che volgere lo sguardo "verso l'alto". La valutazione della remunerazione avrebbe, quindi, natura

---

<sup>1</sup> Baker, Jensen, Murphy, 1988

relativa e non assoluta, come invece si è portati a credere, smorzando quei profili di equità affrontati in precedenza. Ciò non toglie che la remunerazione dei *top management* sia un tema estremamente critico in cui vanno a intrecciarsi molteplici prospettive, interessi e approcci eterogenei. Non è lo scopo di questo lavoro andare ad indagare all'interno di questo ginepraio, ma è opportuno che il lettore tenga a mente queste questioni nell'approcciarsi al seguente elaborato.

È importante sottolineare poi che questa tematica, più di altre, risente fortemente del contesto culturale. In una ricerca segnalata da Alex Edams, una pubblicazione della Harvard Business Review, emerge come la ratio della remunerazione dei CEO del 2015 negli USA fosse pari a 335 volte quella del lavoratore medio, rapporto che cala a 130 se si considera invece la Gran Bretagna. Anche senza voler approfondire ulteriormente la tematica è evidente come il mondo anglosassone subisca l'influsso neo-liberista mentre in Italia e in Europa prevalga il modello sociale tipico di questo continente.

All'origine di tale disuguaglianza, come analizzato da Anthony Atkinson, vi sono numerosi fattori quali la modifica delle norme retributive, l'indebolimento del ruolo dei sindacati e la contrazione in materia di imposte e trasferimenti nel campo della politica redistributiva.

Alla luce di tutte queste considerazioni, nel tempo si è andata affermando l'idea secondo la quale l'*executive compensation* debba seguire regole proprie, svincolate dalle politiche retributive dei lavoratori. Di fatto ciò è andato a rafforzare quella particolare area di *governance* che presidia al complesso sociale che porta alla determinazione del *compensation package* dei *top management*.

La *governance* delle retribuzioni, nella sua attività, deve inoltre tenere conto della sempre attuale *Agency Theory*, la possibile divergenza di obiettivi che può generarsi all'interno di un'organizzazione a seguito della separazione fra proprietà e controllo.

Si crea un potenziale conflitto di interessi tra management e azionisti, ma, soprattutto, la possibilità che il delegatario sfrutti la sua posizione privilegiata, in termini di asimmetrie informative, per esempio, per perseguire obiettivi opportunistici (*moral hazard problems*). È in quest'ottica che si pone il problema di agenzia di primo tipo e dei costi ad esso connessi, che includono anche schemi di remunerazione e di incentivazione orientati al medio-lungo termine che hanno lo scopo di allineare le prospettive.

Nella pratica, tale problema viene gestito cercando di ridurre al minimo quelle decisioni che pongano il manager in una situazione di conflitto tra i propri interessi e quelli degli azionisti, per esempio attraverso l'allineamento degli obiettivi, e quindi conseguentemente dei compensi. Spesso la retribuzione del *top management*, seguendo questa linea di pensiero, viene ancorata agli utili o al valore delle azioni. Se apparentemente questa strategia di compensazione può apparire vincente nasconde però al suo interno un'insidia: la creazione di un legame troppo stretto tra i compensi dei manager e le *performance* delle imprese potrebbe indurre i primi ad assumere rischi maggiori rispetto a quelli che altrimenti avrebbero assunto, rischiando una sovraesposizione societaria.

Inoltre, seppur alcuni studi <sup>(2)</sup> hanno evidenziato l'esistenza di una correlazione negativa fra proprietà manageriale e frequenza di comportamenti opportunistici bisogna considerare che la decisioni di allineare gli interessi attraverso le partecipazioni azionarie, oltre alla già citata esposizione del manager al rischio

---

<sup>2</sup> Cfr. per esempio R. Walking e M. Long "Agency Theory Managerial Welfare, and Takeover bid Resistance", Rand Journal of Economics 15(1) (1984): 54-68

imprenditoriale, potrebbe rendere più difficoltosa la sostituzione dei manager in futuro, smorzando così l'effetto di una minaccia di licenziamento.

Ulteriore elemento di criticità è determinato dal fatto che l'allineamento degli interessi si scontra con la problematica dei costi di monitoraggio. Se la proprietà della società è diffusa, gli azionisti non hanno incentivi ad assumersi un costo che sosterebbero individualmente ma il cui beneficio sarebbe condiviso. Il consiglio di amministrazione viene eletto affinché controlli gli esecutivi, ma i membri del CDA sono portatori dello stesso conflitto di interessi: monitorare costa e il beneficio che il CDA ne trae non è significativamente superiore rispetto a quello degli azionisti. Per cui, nella maggior parte dei casi, gli azionisti sono consapevoli che il livello di controllo che potranno attendersi dal CDA sarà limitato.

L'incarico fiduciario conferito al CDA può inoltre abbracciare una molteplicità di interessi ed anche qui il contesto culturale riveste un'importanza fondamentale. Se infatti, negli Stati Uniti, l'interesse che il consiglio di amministrazione deve tutelare è principalmente quello degli azionisti, in gran parte degli altri paesi viene preso in considerazione anche quello di altri soggetti, come, per esempio, i dipendenti. In Germania ciò è addirittura formalizzato attraverso un CDA su due livelli, in cui ai dipendenti vengono assegnati la metà dei seggi del consiglio dei supervisor.

Harold Demsetz e Kenneth Lehn <sup>(3)</sup>, attraverso l'osservazione di un determinato gruppo di imprese in un momento dato, notarono che non necessariamente si evince una relazione tra proprietà e valore che invece sarebbe rinvenibile se, teoricamente parlando, si potessero controllare tutti gli altri elementi del sistema di *corporate governance*. Alcuni di essi, come il grado di avversione al rischio dei manager, non sono però facilmente osservabili <sup>(4)</sup>.

Gli azionisti possono chiaramente incentivare i manager ad agire nei loro interessi anche attraverso la minaccia di una punizione nel caso non lo facciano. Se, per esempio, gli azionisti non sono soddisfatti della *performance* di un CEO possono, in linea di principio, esercitare pressioni sul consiglio d'amministrazione affinché venga rimosso. Lo scenario più comune, però, è quello dove gli azionisti insoddisfatti decidono di vendere le proprie partecipazioni. Per questo motivo, il prezzo delle azioni è uno degli indicatori principali dell'opinione del mercato sull'operato del *top management*. Nei casi in cui il consiglio di amministrazione non abbia volontà di sostituire il proprio CEO nonostante le pressioni degli azionisti si assiste al cosiddetto *entrenchment*. Tale riluttanza del consiglio di amministrazione a procedere alla sostituzione può derivare da vincoli di affetto personali o da mancanza di obiettività. Una situazione del genere, in cui il consiglio si arrocca e le *performance* sono negative, determina un abbassamento del prezzo delle azioni che crea terreno fertile per un'acquisizione ostile, dove un *corporate raider* ottiene una quota partecipativa tale da poter procedere di forza a sostituire il consiglio di amministrazione e il CEO.

Quello appena descritto è uno scenario la cui minaccia è spesso sufficiente a rendere "disciplinato" il *top management*. La libera circolazione delle azioni, infatti, crea un meccanismo di controllo societario naturale che incentiva il *top management* a comportarsi correttamente e nell'interesse dei propri azionisti.

---

<sup>3</sup> "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy* 93(6) (1985): 1155-1177

<sup>4</sup> C. Himmelberg, R.G. Hubbard e D. Palia, "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance", *Journal of Financial Economics* 53(3) (1999): 353-384; J. Coles, M. Lemmon J.F. Meschke, "Structural Models and Endogeneity in Finance", working paper, Arizona State University, 2004

In conclusione, gli azionisti fanno ricorso a tutti gli strumenti a loro disposizione per gestire il problema di agenzia, anche passando attraverso l'utilizzo di strumenti "duri" come delibere impositive, non approvando le decisioni del CDA, battaglie delle deleghe e minacce di *takeover*, ma purtroppo tale problema, per sua stessa natura, non può essere completamente eliminato.

Quello dei compensi è, come visto, uno dei punti di conflitto più rilevanti fra azionisti e manager. Per cercare di attenuare quanto più possibile l'influenza di questi ultimi sui propri compensi e sulla loro eccessività, il Dodd Frank Act indica l'adozione di nuove regole volte a imporre l'indipendenza dei comitati di remunerazione e dei consulenti che si occupano di compensi, la possibilità di voto agli azionisti di esprimere un voto consultivo, e quindi non vincolante, sui compensi del top management almeno una volta ogni tre anni (voto *say-on-pay*), a richiedere che gli azionisti approvino il pagamento di bonus importanti a seguito di un *takeover* e un'adeguata divulgazione delle performance aziendali in relazione ai compensi dei manager e della retribuzione totale tra il CEO e il dipendente mediano, la previsione di norme che consentano alle società di richiedere la restituzione dei compensi versati sulla base di risultati poi rivelatosi errati (clausole di *claw-back*).

L'insieme delle considerazioni sopracitate, sommato agli oggettivi abusi che si sono verificati nel ricorso agli *stock options plans* e ai *golden parachutes* (che hanno contribuito alla crescita vertiginosa della remunerazione complessiva dei *top management*) com'è recentemente emerso dalla crisi finanziaria ed economica, hanno reso più che mai attuale e di interesse la tematica dello sviluppo di sempre più raffinati strumenti e sistemi di *corporate governance*.

### **1.1.1 CDA e remunerazione del CEO**

Il CDA è il principale garante dell'allineamento tra l'interesse dei manager e quello degli azionisti. Il compenso del CEO, sia per la sua entità sia per il ruolo chiave che l'amministratore delegato ricopre, è un tema estremamente delicato ed esplorato da diversi studi.

Il lavoro di Tosi & Gomez-Mejia (1989) ha, per esempio, messo in luce come al crescere del controllo che il CDA è in grado di esercitare diminuisca la capacità del CEO di influenzare il processo che determina il proprio compenso. Lo studio di Hill & Phan (1991) rafforza il primo, giungendo alla conclusione speculare che maggiore è l'influenza esercitata dal CEO maggiore sarà la sua capacità di eludere i controlli del CDA.

È necessario quindi che il CDA sia in possesso di determinati prerequisiti, suggeriti dalle *best practices*, affinché possa adeguatamente svolgere la sua funzione di controllo.

Un elevato grado di indipendenza, nella sua accezione formale e sostanziale, gioca, come anche viene confermato da uno studio di Fama e Jensen del 1983, un ruolo chiave in quanto riduce la discrezionalità del *top management* e rende più semplice il monitoraggio.

Ulteriore elemento per incrementare l'efficacia dei controlli è la presenza di un comitato di remunerazione, ancora meglio se costituito per la maggior parte o integralmente da amministratori indipendenti. È estremamente diffuso fra le società quotate ed è incaricato della scelta della tipologia e della strutturazione del compenso del top management, evitando così che i manager possano autodeterminare il proprio compenso, dando precedenza agli interessi personali a scapito della creazione di valore per l'impresa.

### 1.1.2 La rilevanza critica degli *stock options plans*

Riprendendo quanto affrontato nel paragrafo 1, è tutt'oggi in corso un acceso dibattito su tali schemi di incentivazione, che trae le sue origini alla fine degli anni Novanta, e che ha riacquisito slancio a seguito della crisi economica.

Fu proprio durante quegli anni che si registrò un drastico aumento dei compensi degli amministratori delegati. Se si analizzano le componenti di questo incremento, si avrà evidenza di come solo una piccola parte avesse natura *cash* e di come il grosso fosse invece costituito dal valore di azione ed opzioni.

Prendendo a riferimento il periodo 1993-2001, il valore delle opzioni concesse passò da meno di 200.000 dollari a oltre un milione. Se si leggono questi dati in chiave di sensibilità dei compensi alla performance si ha un incremento dei compensi di 25 dollari per ogni 1.000 di valore creato per l'impresa (<sup>5</sup>). I dati di oggi evidenziano una stima a ribasso di questo rapporto, motivo che suggerisce il fatto che il livello di sensibilità di quegli anni fosse troppo elevato.

Fra i molteplici elementi di criticità dei piani di *stock option* va segnalato il fatto che spesso questo genere di opzioni vengono concesse *at the money* (il prezzo di esercizio dell'opzione è uguale al prezzo corrente del titolo sottostante). Questo fa sì che i manager abbiano un incentivo a manipolare la diffusione delle informazioni finanziarie, rendendo pubbliche le cattive notizie prima che vengano assegnate le opzioni mentre quelle positive in un secondo momento, in modo da massimizzare il valore delle *stock options*.

Analisi condotte da Erik Lie hanno poi messo luce in la pratica generalizzata da parte dei dirigenti di emettere le proprie azioni in modo retrodatato (<sup>6</sup>). In sintesi, i manager scelgono la data di assegnazione delle *stock options* in modo che coincida con la data in cui il valore del titolo era il minore del periodo preso in considerazione. In questo modo l'opzione ricevuta è già *in the money*. Ad arginare questo fenomeno illegale hanno contribuito le norme incluse nel Sarbanes-Oxley Act del 2002, che hanno posto come limite temporale di due giorni il tempo massimo per comunicare l'assegnazione.

Tra le principali criticità che vengono mosse, vi sono quelle che pongono l'accento sulla diluizione del valore azionario e sul conseguimento dei guadagni ingiustificati e spesso sproporzionati che tale strumento ha consentito ad alcuni CEO e *top management* e la cui correlazione appare difficilmente rinvenibile nella crescita della società a cui il manager ha contribuito. Interessante, in questo senso, un'intervista rilasciata da Cesare Romiti, amministratore delegato del Gruppo Fiat assieme a Umberto Agnelli e Carlo De Benedetti, che, chiestogli per quale motivo non gradisse ricorrere allo strumento delle *stock options* rispose "... Tante volte l'Avvocato Agnelli mi diceva: le diamo una certa quota di azioni Fiat, le prenda. E io gli spiegavo che tutte le mattine dovevo prendere delle decisioni, e se avessi avuto le azioni dell'azienda in tasca mi sarei trovato ogni volta a domandarmi – anche senza volerlo – quale sarebbe stato l'effetto di una certa decisione sul valore delle azioni. Magari poteva essere una decisione di medio periodo che avrebbe avuto un impatto negativo nell'immediato sul prezzo di Borsa delle azioni, e quindi il fatto di avere delle azioni mi avrebbe

---

<sup>5</sup> B. Hall e J. Liebman, "Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?", *Quarterly Journal of Economics* 103(3) (1998): 653-691.

<sup>6</sup> Cfr. E. Lie, "On the timing of CEO Stock Option Awards", *Management Science* 51 (2005): 802-812

comunque condizionato. Io invece volevo essere libero. Volevo essere libero anche di sbagliare; poi, andando via, se avessi fatto bene, mi avrebbero ricompensato...”.

D'altronde l'indicizzazione delle opzioni si configura come un valido strumento per rafforzare il legame risultato-incentivo. Quando si affronta la tematica degli *stock options plans* è bene prendere in considerazione la possibile esistenza di un gap tra il reale costo del piano e il valore effettivo percepito dal *top management*. Per quanto i metodi per calcolare il costo-opportunità delle *stock options* esistano e siano sofisticati, tali metodologie sono in grado di restituire il costo che l'azienda sostiene per rendere disponibili le opzioni ma non di catturare il valore che viene percepito dal management e che potrebbe risentire del fatto di non poter disporre liberamente di tali strumenti ed, essendo intrinsecamente avverso al rischio, preferire forme di retribuzione *cash*.

Tutte queste criticità rendono gli *stock options plans* uno strumento estremamente controverso. Di conseguenza, esiste tutto un filone di studiosi che affermano che il costo che un'organizzazione sostiene quando vuole implementare uno *stock options plan* sia superiore rispetto al beneficio generato (<sup>7</sup>).

## 1.2 Gli elementi della retribuzione

Il *compensation package* persegue le tipiche finalità di attrarre, trattenere e motivare le risorse, andando ad incoraggiare quei comportamenti coerenti con la strategia e la ponderazione del rischio della società e scoraggiando invece comportamenti opportunistici.

Seppure i pacchetti retributivi possono presentare una composizione eterogena, nella maggior parte dei casi risultano costruitivi attraverso una combinazione di uno o più dei seguenti elementi:

- il salario annuo: costituisce la componente fissa ed è dato dalla sommatoria degli stipendi;
- i bonus annuali: sono riconosciuti al raggiungimento di determinati obiettivi e quantificati di solito come una percentuale del salario. Sono erogati sotto forma di *cash*, hanno natura discrezionale e comportano obblighi di *disclosure*;
- *stock options*: sono diritti di opzione che consentono l'acquisto di azioni nel futuro a un prezzo predeterminato, il prezzo di esercizio. Sono quasi sempre sottoposte a un *vesting period*;
- *restricted stock*: azioni sottoposti a vincoli di trasferibilità, anch'esse soggette al *vesting period*;
- *performance shares*: riconoscono un premio in denaro al raggiungimento di obiettivi finanziari e monetari. Hanno una durata compresa fra i tre e i cinque anni. La ricompensa è solitamente equivalente a una percentuale del salario, con un meccanismo non dissimile a quello utilizzato per il calcolo dei bonus. Per tale ragione, molto spesso questo genere di piani non sono altro che una versione a lungo termine dei bonus annuali;
- accordi contrattuali: riconoscimenti che possono avere natura *cash* o azionaria, previsti in sede contrattuale. Ne sono un esempio i *golden parachutes*;
- *benefits*: ricomprendono una vasta categoria di beni e servizi che l'azienda mette a disposizione per il lavoratore, come le auto ad uso promiscuo o personale e le polizze assicurative.

---

<sup>7</sup> Hall, Murphy, 2003

I pacchetti retributivi possono inoltre essere soggetti a vincoli contrattuali quali le già citate clausole di *clawbacks*, *pledging restrictions* e *stock ownership guidelines* al fine di tutelare maggiormente gli azionisti dagli eventuali comportamenti scorretti del management.

### 1.3 Analisi delle variabili che impattano sulla performance societaria

È lecito domandarsi, al fine di meglio comprendere l'analisi dei dati trattata nel secondo capitolo, quali siano le variabili che impattano sulla performance aziendale. Bisogna però partire dal presupposto che i fattori che influiscono sulla performance sono estremamente numerosi e quantificare l'impatto di un singolo elemento è complesso.

Se, per esempio, si fa riferimento alla caratteristica dell'indipendenza degli amministratori, l'ipotesi degli studiosi è che i CDA composti per la maggior parte da amministratori indipendenti siano più efficaci.

Nonostante la realtà indichi che la quota di indipendenti presenti in CDA sia rilevante, nel momento in cui quest'ultimo è chiamato a deliberare su punti importanti, quali il licenziamento del CEO piuttosto che in merito ad un'acquisizione, gli studiosi non riescono a porre in evidenza l'esistenza di una connessione tra struttura del CDA e performance. Osservando i fatti, si nota un aumento del prezzo delle azioni societarie all'ingresso di un nuovo amministratore indipendente nel CDA, ma parrebbe che il maggior valore della società sia legato alla possibilità che il CDA prenda decisioni migliori in materia di acquisizione e di ricambio dirigenziale, piuttosto che in un miglioramento dei risultati operativi.

Il legame tra indipendenza e performance appare labile anche in ragione del ruolo che gli indipendenti vanno a ricoprire. La loro è una funzione di controllo, ma è anche vero che il loro benessere economico personale è quello meno legato alle performance dell'impresa e che, anche il più zelante degli amministratori indipendenti, non dedica all'impresa più di un paio di giorni al mese e che molti di loro siedono in più di un CDA. Tutti questi elementi comportano un'inevitabile diluizione del livello di controllo. Quando ciò sconfinava in una situazione patologica si ha a che fare con un CDA cosiddetto bloccato. La probabilità di ritrovarsi di fronte a questo fenomeno aumentato tanto più la durata del mandato del CEO è lunga, a maggior ragione se si è in presenza di *CEO duality*. L'analisi dei dati empirici evidenzia come, con il passare del tempo, il numero degli amministratori indipendenti nominati dal CEO aumenti e che quindi potrebbero essere legati a lui da presunti vincoli di affetto, lealtà e gratitudine.

Se invece si volge l'attenzione alla variabile della dimensione del CDA, gli studi hanno dimostrato come sussista una forte correlazione negativa con la performance<sup>(8)</sup>. La ragione va ricercata nelle dinamiche psicologiche e sociologiche per cui i gruppi più efficienti, e quindi in grado di prendere decisioni migliori, sono quelli più piccoli. Osservando i CDA si nota, invece, una tendenza, a seguito di vari motivi, come per esempio un'acquisizione, a crescere nel corso del tempo.

La variabile successiva presa in considerazione è quella del *management entrenchment*. Studi che hanno preso a riferimento i dati IRRC (Investor Responsibility Research Center) degli anni '90 hanno osservato come società con elevati gradi di *management entrenchment* registrassero performance peggiori rispetto a

---

<sup>8</sup> D. Yermak, "Higher Valuation of Companies with Small Boards of Directors", *Journal of Financial Economics* 40(2) (1996): 185-211

quelle dove gli azionisti godevano di più poteri <sup>(9)</sup>. A tale studio si può aggiungere il contributo fornito da altri studiosi <sup>(10)</sup> in cui viene verificato l'esistenza di una correlazione positiva fra il grado di *management entrenchment* e i compensi percepiti dal *top management* oltre che del valore delle acquisizioni effettuate <sup>(11)</sup>.

L'ultima variabile presa in considerazione è quella dei compensi. È immediato come essi possano essere collegati alla performance di impresa mediante l'utilizzo di bonus ma anche di utili. Tale linea di azione era estremamente comune durante gli anni '90 attraverso i già citati pacchetti azionari e di *stock option*. Legando la ricchezza dei manager a doppio filo con quello dell'andamento societario, si verificò l'ovvio effetto di incentivare i manager a far crescere il valore dei titoli.

L'adozione di queste politiche è stata oggetto di molti studi. Fra questi, uno dei primi si sofferma sul legame fra sensibilità dei compensi e *performance* <sup>(12)</sup>. Gli autori scoprirono che per ogni incremento pari a 1.000 dollari si registrava una variazione media del compenso del CEO pari a 3,25 dollari dovuta, per 2 dollari, alla variazione del valore azionario di cui il manager era proprietario mentre solo per il restante 1,25 a bonus, opzioni ed altri elementi retributivi. Lo studio mise in luce come tale sensibilità sembrasse essere insufficiente a far sì che i manager si adoperassero maggiormente per creare valore per gli azionisti. Un aumento della sensibilità è ovviamente costoso in quanto costringe i manager a esporsi maggiormente al rischio. Non è quindi semplice stimare il livello di sensibilità ideale poiché esso è funzione del grado di avversione al rischio del manager.

#### **1.4 La remunerazione del *top management* a seguito della crisi finanziaria**

L'inizio di questo secolo è stato accompagnato, negli Stati Uniti, da casi di scandali e frodi aziendali. Società importanti quali Enron, WorldCom, Tyco, Adelphia sono finite sotto i riflettori per la loro cattiva *governance*. Emblematico fu il caso di Enron, le cui azioni arrivate a valere 68 miliardi dollari persero quasi completamente valore nell'arco di pochi mesi. Analogo fu il caso di Worldcom, le cui azioni erano giunte a valere, a seguito delle numerose acquisizioni, 115 miliardi di dollari che dichiarò bancarotta nel 2002. Entrambe le società sono state accusate di frode a seguito della manipolazione di documenti contabili.

Gli organi di controllo, gli analisti e gli azionisti non si accorsero di nulla fino a quando la situazione finanziaria non si aggravò al punto da determinare il crollo. Sarebbe però una conclusione miope e riduttiva sostenere che la crisi finanziaria sia imputabile alla remunerazione eccessiva del *top management*.

---

<sup>9</sup> P. Dodd e J. Warner, "On Corporate Governance: A Study of Proxy Contests", *Journal of Financial Economics* 11(1) (1983): 401-438

<sup>10</sup> P. Gompers, J. Ishii e A. Metrick, "Corporate Governance and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics*, 118(1) (2003): 107-155. Non è però univoca l'interpretazione della causa alla base di quest'effetto; cfr. J. Core, W. Guay e T. Rusticus, "Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations", *Journal of Finance* 61(2) (2006): 655-687

<sup>11</sup> G. Garvey e T. Milbourn, "Asymmetric Benchmarking in Compensation: Executives Are Paid for Good Luck but Not Punished for Bad", *Journal of Financial Economics*; R. Masulis, C. Wang e F. Xie, "Corporate Governance and Acquirer Returns", *Journal of Finance*, in preparazione

<sup>12</sup> M. Jensen e K. Murphy, "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Journal of Political Economy* 98(2) (1990): 225-264

È più corretto sostenere, invece, che tali scandali hanno evidenziato la necessità di rendere più trasparenti i compensi degli amministratori, riportando l'attenzione sui sistemi di remunerazione, individuati come la principale causa dell'eccessiva focalizzazione del management sulle performance di breve termine. Da ciò sarebbe nato il presupposto di mettere in atto politiche di investimento che avessero come fine la crescita dimensionale piuttosto che la creazione di valore sostenibile, giungendo, nei casi più gravi, ad azioni di frode pur di sostenere il valore delle azioni quotate in borsa. La crisi ha scavato ancora più in profondità, in quanto ha rafforzato la preoccupazione per gli effetti sistemici generati dall'insolvenza di alcune note istituzioni finanziarie. Le tematiche delle forme di remunerazione degli amministratori hanno così riacquisito nuovo vigore, soprattutto nel settore finanziario, e su come gli incentivi adottati possano aver spinto il *top management* a forme di investimento eccessivamente rischiose e imprudenti.

Ma se è indubbia l'esistenza di un legame fra *governance* e valore, quali considerazioni si possono fare a seguito della crisi finanziaria del 2008 di cui la *mala gestio* societaria è stata una concausa?

Per provare a rispondere a questa domanda si fa riferimento a uno studio di Hay Group, pubblicato nel Luglio del 2009, condotto sul *compensation package* delle aziende appartenenti al FTSE MIB, facendo riferimento a quanto reperito negli *annual report* del 2008. Di seguito, una sintesi dei principali risultati riguardanti amministratori delegati e direttori generali:

- nel 2008 i compensi fissi si sono attestati su un valore mediano di 1,5 milioni di euro; nel 2007 ammontavano a 1,4. Se si considera la crescita dei compensi fissi, con esclusivo riferimento di AD e DG, rimasti nella stessa azienda e posizione, non ci sono state modifiche sostanziali (+0,6%);
- il valore mediano dei bonus è stato pari a 664 mila euro, il 62% dei vertici ha percepito un bonus nel 2008 in confronto al 78% nel 2007, e, rispetto al fisso, il valore percentuale del bonus erogato si attesta al valore minimo degli ultimi anni (47,7%);
- il valore mediano dei compensi totali, quindi fisso più bonus, è risultato pari a 1,990 milioni di euro, un valore stabile rispetto a quello del 2007 che si attestava a 1,926 milioni;
- il valore dei *grant di stock options* è anch'esso rimasto stabile ma è stato esteso a un maggior numero di AD e DG con un valore mediano attorno ai 6,5 milioni (prezzo di esercizio per numero opzioni), valore pressoché invariato rispetto al 2007. Un aumento è invece rinvenibile nel numero di DG e AD che sono stati destinatari di un *grant*: il 43% nel 2008 contro il 26% del 2007;
- una crescita è riscontrabile anche nei piani di *stock grant* e monetari di lungo termine. Nel 2007 solo 4 società adottavano tali piani e questo numero è passato a 6 nel 2008, così come per i piani monetari;
- in aumento le società che hanno deciso di diversificare il proprio *compensation package* con più di uno strumento (*stock options*, *stock grant*, piani monetari a lungo termine);

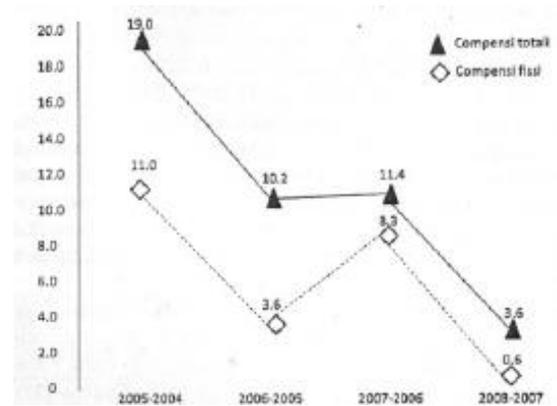
L'analisi ha riguardato 32 AD e 5 DG e ha preso in considerazione elementi quali il livello dei compensi fissi, quello dei bonus e dei compensi totali, le dinamiche retributive dei compensi fissi negli anni dal 2004 al 2008 e l'assegnazione dei piani di *stock options* e di *stock grant*.

Qui di seguito è stato inserito un grafico che si concentra sulla variazione percentuale dei compensi fissi e totali negli anni che vanno dal 2004 al 2008.

Come evidenziato dal grafico e scritto in precedenza, i compensi fissi del 2008 rispetto a quelli del 2007 non hanno subito sostanzialmente nessuna variazione. Se si guarda invece alla dinamica retributiva degli anni precedenti, si nota una variazione sicuramente molto più significativa. Un'ulteriore contrazione la si può evincere nel rallentamento dei compensi totali nel 2008 sempre in riferimento agli anni 2004/2007.

### 1.5 Il contesto europeo: modelli di azionariato e remunerazione

In riferimento alle modalità di remunerazione degli *executives* e su come esse siano diffuse all'interno della Comunità Europea, è interessante uno studio svolto dall'European Corporate Governance Institute (<sup>13</sup>).



Le rilevazioni sono state effettuate sulle prime 300 imprese FTSE (Financial Times Stock Exchange) che, fra i vari trend significativi, mettono in luce come gli *stock option plans* siano ampiamente diffusi in Europa. Guardando alla Gran Bretagna si registra un aumento dei compensi, trainato dagli incentivi legati all'*equity*. In Francia, tale strumento è pressoché la norma, in considerazione del fatto che viene adottato da 40 sulle 42 top imprese (il 47% della retribuzione dei CEO e il 49% di quella degli *executives* ha natura variabile ovvero agganciata alla performance). Situazione simile se si guarda all'Olanda, 17 società su 18 (31% sia per CEO che per *executives*), oppure alla Svezia, 16 su 19 (CEO ed *executives* al 30%).

Notevole è il differenziale con gli USA: il *compensation package* dei loro CEO, senza tenere in considerazione la componente variabile, supera quello di Germania, Spagna, Svezia e Svizzera.

Ma quali sono i modelli retributivi più comuni? La diffusione piuttosto che la concentrazione dell'azionariato si configura essere una discriminante essenziale per la scelta di un modello piuttosto che di un altro.

Procedendo a un esame dei sistemi legali che vigono in Europa, si rileva una connessione fra com'è composto l'azionariato e la remunerazione. Nello specifico, nelle società caratterizzate da azionariato diffuso, il ricorso di incentivi legati alla performance è utilizzato per il controllo dei costi. Invece, nelle società in cui sono presenti azionisti di controllo (*blockholding*), il monitoraggio del *top management* avviene in modo diretto e quindi viene meno la necessità di ancorare la remunerazione alla performance. Il problema che si pone in questo tipo di sistemi, infatti, è piuttosto quello di tutela delle minoranze.

Agli esiti di queste considerazioni, lo studio condotto sulle realtà europee mostra come ci sia maggiore eterogeneità nella composizione dei pacchetti retributivi di aziende caratterizzate da un azionariato diffuso. Bisogna però considerare che la concentrazione del controllo in Europa è elevata. Con riferimento alla Germania, per esempio, più del 50% delle società quotate presenta un blocco di azionisti di controllo e solamente il 17,4% delle società non possiede un blocco proprietario che abbia potere di veto. In Gran Bretagna il blocco maggioritario di controllo medio possiede il 9,9% dei voti. In USA questa percentuale,

<sup>13</sup> E.C.G.I., Executive Remuneration in the EU: Comparative Law and Practice, Law Working Paper 9/2003 a cura di Ferrarini G., Moloney N., Vespro C.

per le società quotate nel NYSE e nel NASDAQ, scende al 5%. La concentrazione del potere di voto viene perseguita attraverso accordi *blockholder*, strutture piramidali societari, patti sindacali e deleghe a istituzioni finanziarie. L'elemento della concentrazione quindi rende più agevole il controllo; ciononostante le *stock options* in Europa trovano ampia diffusione in quanto presentano caratteri di standardizzazione che facilitano l'adozione dello strumento.

### 1.5.1 Le raccomandazioni emanate dalla Commissione Europea

La remunerazione degli amministratori, in virtù della sua possibile posizione di equilibrio fra l'interesse degli azionisti e quello della società è un'area in cui, già da tempo, si è manifestato un impegno comunitario.

Per ottemperare a quanto richiesto dall'Art. 211 del Trattato di costituzione della Comunità Europea, in un primo momento la Commissione, al fine di incoraggiare un adeguato regime di remunerazione per gli amministratori delle società quotate, ha provveduto ad emanare un testo di raccomandazioni (Recommendation 2004/913/EC) che gli Stati Membri erano invitati ad attuare entro il 30 giugno 2006.

Con questa raccomandazione la Commissione voleva promuovere l'adozione di un adeguato regimento di remunerazione attraverso la fissazione di tre punti principali:

- l'invito agli Stati Membri di introdurre norme che favoriscono la trasparenza in materia di remunerazione;
- norme volte all'introduzione del voto *say-on-pay*;
- l'approvazione in via preventiva dei piani azionari.

Collocandosi lungo lo stesso filone la Commissione ha emanato la Raccomandazione 2005/162/CE che ha previsto la presenza di amministratori non esecutivi all'interno del *board* e l'istituzione di un comitato sulla remunerazione che avesse la facoltà di avanzare proposte sui compensi degli amministratori esecutivi.

All'interno del filone delle proposte finalizzate a rafforzare i diritti degli azionisti e a portare modernità nei CDA si pongono queste raccomandazioni che trovano il fondamento nell'appropriatezza dei controlli di *governance* attraverso l'ottenimento di diritti di informazione sulle politiche remunerative adottate per prevenire il conflitto di interessi di cui si è già ampiamente discusso

Alla base di questa nuova regolamentazione vi sono quindi principi che si ispirano:

- alla trasparenza in quanto fonte di generatrice di fiducia negli investitori;
- all'armonizzazione della regolamentazione per eliminare trattamenti differenziati in merito alle iniziative di investimento collettivo;
- al fornire agli azionisti una visione completa della politica remunerazioni;
- alla creazione di un collegamento chiaro e univoco fra i pagamenti e i compensi prestabiliti in sede contrattuale;
- al consentire alla politica remunerativa di entrare fra i temi dibattuti all'ordine del giorno nell'assemblea degli azionisti annuale;
- al sottoporre la politica remunerativa al voto dell'assemblea degli azionisti;

- alla conoscenza della remunerazione individuale degli amministratori, sia esecutivi che non, in modo da consentire agli azionisti correlazioni chiare con la performance dell'impresa;
- al rimettere all'approvazione dell'assemblea degli azionisti l'adozione di *stock option plans*;
- all'assunzione di misure di contrasto qualora vi sia una non conforme recepimento delle raccomandazioni

All'interno della Sezione I della Direttiva 85/611/EEC, emendata dalle Direttive 2001/107/EEC e 2001/108/EEC, viene prescritto che la raccomandazione in oggetto trova applicazione anche a quei direttori generali che non sono membri del CDA. La sezione II si occupa della politica delle remunerazioni, la III alla remunerazione individuale degli amministratori mentre la IV ha ad oggetto specifico la remunerazione basata sulle azioni.

La raccomandazione del 2005 invece introduce importanti novità sugli elementi di composizioni, sui ruoli e i profili degli organi di vigilanza e amministrazione, focalizzandosi sui caratteri dell'indipendenza e della competenza.

Raccomandazione significativa è poi la 913 del 2004 il cui impianto essenziale si articola nei punti trattati di seguito.

La comunicazione sulla remunerazione dev'essere redatta facendo ricorso a un apposito documento, il *remuneration statement*, che riporta la politica societaria in merito. Tale rapporto può trovare collocazione all'interno del rendiconto annuale piuttosto che pubblicato sul sito web aziendale ovvero dandogli la forma di pubblicità ritenuta più opportuna. Al suo interno devono essere indicate la politica remunerativa che si intende adottare per l'esercizio seguente e, ove possibile anche per quegli successivi, le modalità di implementazione di quella dell'esercizio precedente, dando particolare evidenza ai cambiamenti avvenuti. All'interno del rapporto dovrebbero avere adeguata visibilità le seguenti informazioni:

- le componenti variabili e non della remunerazione;
- i criteri di *performance* sui quali vengono basati le azioni e le componenti variabili del compenso;
- i legami fra remunerazione e *performance*;
- i parametri dei bonus annuali e dei *fringe benefits*;
- le caratteristiche principali per quanto riguarda pensioni supplementari e liquidazioni;
- l'illustrazione della politica in merito alle condizioni contrattuali dei *directors*, oltre a durata e liquidazione;
- le informazioni riguardanti il lavoro di preparazione alla formulazione delle politiche remunerative quali composizione del comitato nomina e il ruolo dei consulenti che hanno contribuito alla stesura delle politiche oltre al ruolo dell'assemblea annuale;
- il voto degli azionisti che dev'essere messo all'ordine del giorno nell'assemblea annuale e può avere natura obbligatoria o consultiva (voto *say-on-pay*). Le singole legislazioni nazionali possono stabilire *quorum* minimi di delibera (minimo il 25% dei presenti o dei rappresentati)

In materia di remunerazioni individuali e dei benefici correlati agli amministratori, il CDA è tenuto a fornire documentazione dettagliata dei conti annuali o delle note integrative o ancora nella relazione sulla remunerazione. Vengono richieste le seguenti informazioni:

- l'ammontare dello stipendio pagato o dovuto nell'esercizio;
- la remunerazione ricevuta per qualsiasi incarico proveniente dallo stesso gruppo;
- la remunerazione riveniente da partecipazione azionaria o bonus e le ragioni di tale compenso;
- la remunerazione addizionale per eventuali servizi resi non rientranti in quelli del ruolo usuale;
- i compensi previsti per la terminazione dell'attività;
- il valore dei *non-cash benefit* legati ai compensi sopra indicati;
- il numero di *share options* offerte o attribuite nell'esercizio e le condizioni;
- il numero di opzioni esercitate e il prezzo o il valore nel meccanismo incentivante;
- il numero di opzioni non esercitate e le condizioni;
- ogni cambiamento nei termini e nelle condizioni durante l'esercizio;
- ogni cambiamento dei meccanismi di maturazione dei benefici e delle contribuzioni pensionistiche.

Qualora la legislazione nazionale o i codici associativi lo consentano, devono essere riportati anche, all'interno dei conti annuali consolidati, l'ammontare versato, assieme agli acconti e alle garanzie, ai *directors*.

Per quanto concerne la remunerazione su base azionaria, essa dev'essere preventivamente approvata dagli azionisti nella sede dell'assemblea annuale. Oggetto dell'approvazione dev'essere:

- le proposte di remunerazione in riferimento anche ai *directors*;
- la determinazione del numero massimo di processi di assegnazione e delle principali condizioni;
- i termini di esercizio delle opzioni;
- le condizioni che generano variazioni sul prezzo di esercizio delle opzioni;
- qualunque altra tipologia di incentivazione diretta ai *directors*.

L'assemblea annuale è chiamata a stabilire il tetto massimo dei premi assegnabili ai *directors* e i fattori che generano mutamenti nella situazione remunerativa. È inoltre necessario che l'assemblea approvi ogni meccanismo che consenta di sottoscrivere azioni a un prezzo agevolato rispetto a quello del mercato nella data in cui il prezzo di esercizio è stabilito e, dove ciò non sia possibile, rispetto al prezzo medio superiore del mercato.

Quanto sopra descritto trova applicazione solo per quel che riguarda la remunerazione dei *directors* e non include quindi i piani azionari rivolti ai dipendenti che già sono stati approvati in sede di assemblea annuale.

Gli azionisti devono ricevere adeguato preavviso su quello che sarà il contenuto del piano di *stock option* e sulle modalità di acquisizione delle azioni necessarie prima dell'assemblea generale. I costi di queste operazioni devono essere esplicitati e tutte le informazioni devono essere disponibili sul sito web della società.

### **1.5.2 Gli interventi integrativi**

Nel marzo del 2009 la Commissione, a seguito della crisi del 2008, ha integrato le due precedenti raccomandazioni con una comunicazione dal carattere strategico finalizzata alla promozione delle *best*

*practices* e in cui venivano enunciati i prossimi passi che avrebbero portato ad attuazione le decisioni, fra cui quelle prese in materia di remunerazione degli amministratori del settore dei servizi finanziari, prese durante il G20 tenutosi a Londra il 2 aprile del 2009.

La raccomandazione del 2009/385/CE ha quindi una funzione integrativa delle precedenti e fornisce ulteriori informazioni in merito alle politiche retributive orientate al contenimento dei rischi finanziari, soprattutto in materia di struttura e politica delle remunerazione.

Con quest'ultimo provvedimento si procede all'identificazione di quelli che si possono definire come principi di "sana politica retributiva nelle società quotate".

Si invita inoltre a porre un tetto alla parte variabile della remunerazione in quanto quella fissa è ritenuta di per sé sufficiente e per consentire la non erogazione della remunerazione variabile qualora i criteri, che devono essere predeterminati e soggetti a misurazione, alla base della performance non vengano soddisfatti. Inoltre tali criteri devono essere orientanti a promuovere una performance sostenibile anche nel medio-lungo termine e devono comprendere anche criteri non finanziari orientati alla creazione di valore dell'impresa. Fra i punti della raccomandazione vi è inoltre quello di procedere a un differimento temporale di quella parte variabile che, seppur conseguita, non dev'essere distribuita tutta e subito.

Fra gli altri punti oggetto della raccomandazione vi sono poi l'imposizione di un limite all'ammontare del trattamento di fine rapporto che non dovrebbe superare il valore della componente variabile biennale;

Per quel che concerne la remunerazione a base *equity* invece la raccomandazione suggerisce:

- stabilire un *vesting period* di almeno 3 anni. Il *vesting period* fa riferimento a quell'intervallo temporale che deve necessariamente trascorrere prima che sia possibile esercitare il diritto di opzione o comunque la maturazione di quei diritti remunerativi relativi ai prezzi delle azioni;
- l'assegnazione deve seguire anche in questo caso criteri di performance predeterminati e misurabili;
- spiegare come i criteri prescelti favoriscano la creazione di valore nel lungo termine;
- il differimento dei periodi di corresponsione per la componente variabile della remunerazione sulla divulgazione della politica delle remunerazioni;
- la metodologia alla base delle verifiche sul rispetto dei criteri adottati;
- la presenza di almeno un membro esperto in politiche di remunerazione;
- la vigilanza da parte del comitato controlli sull'attuazione delle politiche degli amministratori;
- è possibile ricorrere a consulenti per ottenere informazioni sul mercato, ma a condizione che sia lo stesso che si occupi anche dei rapporti consulenziali in riferimento alla gestione societaria. È tenuto comunque a riferire all'assemblea dei soci in merito all'esercizio delle sue funzioni.

La Commissione invitava gli Stati membri a recepire tale raccomandazione entro il 31/12/2009.

Sempre a tale raccomandazione ha fatto riferimento in premessa il Parlamento europeo quando ha trattato il tema della remunerazione degli amministratori delle società quotate e delle politiche retributive nel settore dei servizi finanziari con la direttiva del 2010/76/CE. Lo scopo della risoluzione è quello, articolato in rilievi, proposte, inviti ed esortazioni, di far sì che le società pongano in essere soluzioni concrete atte ad evitare il ripetersi degli eventi della crisi e di evitare comportamenti scorretti da parte dei *top management*. La risoluzione si compone di 45 punti che si articolano nei seguenti ambiti:

- osservazioni generali;
- istituzione di una governance efficace in tema di remunerazione;
- equilibrio tra rischi e compensazione;
- equilibrio fra la parte di remunerazione variabile e quella fissa;
- implementazione di un'efficace sistema di vigilanza.

Si va quindi delineando un concreto “controllo pubblico” sulla remunerazione degli amministratori e dei dirigenti delle imprese del settore finanziario e bancario (<sup>14</sup>).

## 1.6 L'Italia

### 1.6.1 TUF e regolamento CONSOB

Il legislatore comunitario ha preferito conservare le tipicità individuali che caratterizzano i vari modelli di *governance*, per tale ragione non ha fatto ricorso a una disciplina vincolante ma a delle raccomandazioni che sono state per la maggior parte recepite nel nostro ordinamento attraverso interventi di normativa primaria, secondaria e di autoregolamentazione.

All'interno del nostro ordinamento la norma di riferimento per le società chiuse è l'art. 2389 c.c. che consente di prevedere nei piani di compensazione la partecipazione agli utili e i piani di *stock options*; mentre per le società, sempre chiuse, che invece adottano il sistema dualistico l'articolo di riferimento è il 2409 *terdecies*, lettera a).

Per quel che invece riguarda le società quotate, pur rimanendo applicabili i due articoli citati, si è di fronte a uno scenario più complesso. Si hanno infatti diversi gradi di articolazione: a livello primario con le disposizioni del TUF contenute negli articoli 114-*bis* e 123-*ter*, a livello regolamentare con il Regolamento Emittenti n. 11971/99 e a livello di autoregolamentazione con il Codice di Autodisciplina, di cui si discuterà più approfonditamente nel paragrafo 6.4.

Nello specifico, l'art. 114-*bis* del TUF, applicabile a tutte le società aperte, subordina l'adozione di piani di *stock options* al voto preventivo dell'assemblea e prescrive nel dettaglio i documenti informativi che devono essere fatti pervenire a quest'ultima per l'esercizio di un voto consapevole.

L'art. 123-*ter* del TUF, invece, introdotto dal d.lgs. 30 dicembre 2010 n. 259, contiene informazioni dettagliate riguardo alle informazioni sulla remunerazione che gli amministratori devono fornire, oltre a introdurre, al comma sesto, la regola del *say-on-pay*. Gli aspetti dell'informativa legati al mercato sono quindi appannaggio della norma primaria mentre gli altri aspetti disciplinari sono demandati al Codice di Autodisciplina, sottoposto, per l'art. 124-*ter* del TUF, al principio di *comply or explain*.

---

<sup>14</sup> M. Campobasso, I compensi degli amministratori, 714

Nello specifico, tali informazioni vanno a perseguire finalità diverse in quanto diversa è la loro natura. Nel primo comma si fa infatti riferimento all'informazione preventiva: gli amministratori hanno l'obbligo, almeno 21 giorni prima della data dell'assemblea annuale degli azionisti, a mettere a disposizione del mercato la relazione sulla remunerazione. Il sesto comma della disposizione, tratta invece l'informazione successiva in quanto dispone che gli esiti della delibera assembleare siano messi a disposizione del pubblico ai sensi dell'art. 125-ter del TUF.

Le funzioni perseguite dai due flussi informativi sono fra loro complementari. Nel caso delle informazioni preventive esse hanno l'obiettivo di consentire ai soci un utilizzo più consapevole del proprio diritto di voto mentre quelle successive sono destinate al mercato, inteso come investitori attuali e potenziali, affinché possa elaborare una propria valutazione sull'investimento nella società.

Il centro dell'impianto normativo è però rappresentato dalla relazione sulla remunerazione di cui scritto sopra. Questo documento viene approvato dal consiglio di amministrazione e dal consiglio di sorveglianza per le società che fanno ricorso al sistema dualistico.

L'art. 123, inoltre ha rimesso a un intervento della Consob, sentiti ISVAP e Banca d'Italia per i soggetti sottoposti alla loro vigilanza, la regolamentazione delle specifiche informative da includere nella suddetta relazione, come quella che va ad evidenziare il nesso di causalità fra le politiche di remunerazione e la creazione nel lungo termine del valore societario e con la politica di gestione dei rischi.

La Consob ha dato attuazione alla delega attraverso la deliberazione n. 18049 del 2011 che introduce l'art. 84-*quater* e lo Schema 7-*bis* nell'Allegato 3A nel Regolamento Emittenti. Il suddetto allegato si preoccupa di individuare il contenuto informativo che dev'essere presente nella relazione, suddivisa in due sezioni.

Si esonera dall'applicabilità prevista dall'art. 114 comma 6 del TUF solamente nel caso in cui la comunicazione di quell'informazione al pubblico sia fonte di grave danno per la società. Nulla però vieta alle aziende di fornire informazioni aggiuntive rispetto a quelle richieste dall'Allegato 3A.

. Nella prima parte della sezione, disciplinata dal comma 3 dell'art. 123 del TUF, viene fornita una rappresentazione dettagliata di ogni voce presente nella relazione sulla remunerazione, inclusi i trattamenti corrisposti in caso di cessazione della carica e di fine rapporto (*golden parachutes*), mettendo in evidenza la coerenza con la politica di remunerazione approvata nell'esercizio precedente.

Nella seconda sezione invece vengono indicate, nominativamente per ciascuno dei membri dell'organo di amministrazione e controllo, dei direttori generali e per i dirigenti con responsabilità strategica, in forma aggregata, le voci singole in cui è articolata la remunerazione attraverso il ricorso delle tabelle 1,2, 3A e 3B, risultanti dalla rielaborazione degli schemi 1 e 2 dell'Allegato 3C del Regolamento degli Emittenti, in cui tutte le componenti della remunerazione sono suddivise a secondo della tipologia di riferimento. La seconda sezione è disciplinata dal comma 4 dell'art. 123 del TUF.

L'obbligo di fornire informazioni con un simile grado di dettaglio trova la sua ratio nella volontà da parte del legislatore di fornire agli azionisti e al mercato una visione chiara che consenta di valutare la ragionevolezza dei compensi del *top management* con le performance conseguite al fine di ridurre quanto più possibile comportamenti scorretti e abusi.

Al fine di migliorare la chiarezza e la completezza delle informazioni fornite, il comma 5 dell'art. 123-ter TUF prescrive di fornire, in allegato alla relazione, anche i piani di incentivazione a lungo termine disposti dall'art. 114-bis del TUF ovvero, alternativamente, indicare la sezione del sito web societario dove possono essere reperiti.

## 1.6.2 Il diritto di voto *say-on-pay* nel panorama italiano

L'art. 123-ter, al comma 2, rimette al CDA o al consiglio di sorveglianza l'approvazione della relazione sulla remunerazione, in virtù delle caratteristiche tecniche del documento che rendono necessario il ricorso a un comitato apposito o comunque a consulenti esperti in materia finanziaria.. A prescindere dalla forma di *governance* prescelta, comunque l'approvazione del CDA deve avvenire con un punto specifico all'ordine del giorno in sede assembleare.

La raccomandazione n. 2004/913/CE, all'art. 4.2 demanda agli Stati Membri la scelta sulla natura vincolante (*binding vote*) o consultiva (*advisory vote*) del voto da attribuire all'assemblea, il cosiddetto *say-on-pay*. L'Italia ha deciso di allinearsi con la maggior parte del panorama europeo e ha optato per un coinvolgimento dell'assemblea che non abbia natura vincolante.

Essendo in Italia quindi un voto di natura meramente consultiva, esso genera in capo al CDA, nel caso in cui immotivatamente decida di discostarsi da quanto espresso dall'assemblea sulla politica remunerativa, una responsabilità che, portata alle estreme conseguenze, può condurre alla revoca del mandato in quanto costituisce violazione dei doveri fiduciari e degli obblighi professionali in capo al CDA. Un giudizio negativo da parte degli azionisti è, di fatto, un giudizio negativo sulla *governance*, tuttavia la ratio del voto consultivo è quella di favorire il dialogo fra i soci e gli amministratori, offrendo un ulteriore supporto, di natura psicologica, ai membri del CDA nella fase di negoziazione dei compensi degli *executives*.

Nello studio "*say on pay in a context of concentrate downership*"<sup>(15)</sup>, condotto dalla Consob nel 2014, vengono analizzati gli effetti del *say-on-pay* sulle politiche di remunerazione. Il lavoro si concentra sulle società quotate italiane e si propone di andare a identificare quali siano stati gli elementi che hanno indirizzato l'*advisory vote*.

Il caso italiano rappresenta uno scenario estremamente interessante in quanto, essendo caratterizzato da una struttura proprietaria fortemente concentrata, fa discutere se il voto *say-on pay* sia un meccanismo efficiente ai fini dell'espressione del dissenso ovvero se la cospicua presenza di azionisti di controllo ne invalidi la valenza segnaletica.

Lo studio ha, in primo luogo, evidenziato l'esistenza di una correlazione positiva e proporzionale fra il livello dei compensi degli amministratori e il dissenso degli azionisti. Altresì si è messo in luce come quest'ultimo sia a sua volta correlato con la struttura della remunerazione. Infatti, in base a quella che è l'esperienza anglosassone, il dissenso degli azionisti è più forte in riguardo alla parte variabile della remunerazione. In Italia, essendo la proprietà altamente concentrata, la forte presenza degli azionisti di controllo fa sì che il dissenso espresso mediante il *say-on pay* sia basso, mediamente al 5,1% mentre si

---

<sup>15</sup> M. Belcredi-S. Bozzi-A. Ciavarella-V. Novembre, *Say-on-pay in a context of concentrated ownership. Evidence from Italy*, in Quaderni di finanza Consob, n. 76, febbraio 2014, consultabile sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it)

attesta al 7,9% e all'8,9% rispettivamente per Gran Bretagna e Stati Uniti in cui l'azionariato ha natura diffusa.

Il dato italiano si spiega in considerazione del fatto che il controllo degli azionisti di maggioranza sul CDA è alquanto pervasivo. Una lettura alternativa potrebbe invece suggerire che la presenza di una maggioranza così forte funge da disincentivo dell'espressione del dissenso da parte della minoranza. Tale tematica si lega anche all'*agency problem* che è risultato più marcato in contesti caratterizzati da azionariato diffuso piuttosto che in quelli dove la proprietà è maggiormente concentrata.

Un ulteriore dato emerso dallo studio condotto da Consob è il buon grado di *disclosure* e la trasparenza sulle voci dei compensi degli amministratori risulta essere molto apprezzata dagli azionisti. La combinazione di questi due elementi ha sicuramente contribuito a ridurre il dissenso degli azionisti. È quindi plausibile ipotizzare che l'esistenza di voci di dettaglio sulla remunerazione degli azionisti sia la condizione di base perché possano esplicarsi gli effetti positivi del meccanismo di voto.

Il documento mette poi in luce il rilievo degli investitori istituzionali, soprattutto in quelle società in cui la nomina di un membro del consiglio di amministrazione è riservata alla minoranza. Essendo egli rappresentante degli interessi degli investitori istituzionali, sarà maggiormente orientato al perseguimento dell'interesse societario nella sua collettività piuttosto che del socio di maggioranza o degli amministratori. Nella pratica, quindi, questo soggetto finisce con lo svolgere una funzione di monitoraggio nel CDA.

Nelle società appartenenti al settore bancario e assicurativo il diritto di voto *say-on-pay* ha natura vincolante, come già esaminato in precedenza. Lo studio della Consob rileva come in tali contesti il dissenso degli azionisti sia inferiore rispetto a scenari di voto consultivo. In merito a quest'evidenza, si è affermato che il voto vincolante abbia un effetto repressivo sulla libertà di espressione degli azionisti incidendo sulle loro decisioni più di quanto accada con un *advisory vote*.

Il voto *say-on-pay* e la sua qualificazione, in ragione dell'impatto sulla *corporate governance*, hanno suscitato un vivace dibattito in dottrina e tutt'oggi costituiscono uno degli elementi più discussi in materia di remunerazione.

Indipendentemente dalla qualificazione del *say-on-pay*, studi empirici hanno messo in luce come attraverso questo meccanismo sia possibile creare valore. Il valore azionario di società che, a seguito delle indicazioni degli azionisti, hanno rivisto la propria politica di remunerazione, ha infatti registrato un incremento. Nella fattispecie del voto vincolante poi esso conferisce un'indubbia centralità agli azionisti nel governo societario, visione osteggiata però dai sostenitori del *board centrism* (<sup>16</sup>).

### **1.6.3 La normativa per banche e assicurazioni**

Nel settore bancario e assicurativo la disciplina esaminata fino a questo punto non può essere integralmente applicata. Vi sono, infatti, due principali differenze: intanto, la fonte normativa di riferimento ha natura secondaria ed inoltre le procedure applicate si caratterizzano per una maggiore severità in ragione dell'attività svolta da banche e assicurazioni.

---

<sup>16</sup> S.T. Randall - A.R. Palminter - J.F. Cotter, Dodd-Frank's say on pay, 1228

Il 4 marzo 2008 Banca d'Italia ha provveduto ad emanare le “Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche”, seguite, sempre nello stesso anno da una “Nota di chiarimenti in materia di organizzazione e governo societario nelle banche”. Entrambi i documenti riprendono e affrontano i temi di *governance* a seguito della riforma societaria del 2003 e da quella della finanza con la dedica di un apposito capitolo alle tematiche di remunerazione e incentivazione.

In particolare, l'art. 4.1 del Regolamento di Banca d'Italia si discosta da quanto previsto dall'art. 123-ter del TUF in quanto demanda all'assemblea l'approvazione della relazione sulla remunerazione e stabilisce di competenza assembleare la determinazione dei compensi per soggetti che rivestono posizioni apicali. La ratio alla base di questa scelta è quella di “accrescere il grado di consapevolezza e il monitoraggio in merito ai costi complessivi, ai benefici e ai rischi del sistema di remunerazione” e di rendere più centrale il ruolo dell'assemblea.

Si vuole perciò favorire una gestione prudente del rischio e la conseguente creazione di modelli di incentivazione legati alla performance di lungo termine.

Discorso analogo è stato portato avanti dall'ISVAP che, come stabilito con il regolamento n. 39 del 9 giugno 2011, ha posto in capo all'assemblea dei soci l'approvazione della relazione sulla remunerazione, come visto nel paragrafo 6.2, e dei piani di incentivazione basati su strumenti finanziari.

Le finalità che vengono dichiarate quindi si riferiscono alla volontà di mantenere all'interno del complesso aziendale risorse dotate dell'adeguato patrimonio professionale e quindi per questo idonee a favorire la competitività della società.

Attraverso le raccomandazioni applicative vengono attribuite statutariamente all'assemblea anche le seguenti funzioni:

- il divieto di assegnare ai componenti dell'organo di controllo e ai responsabili delle funzioni di controllo interno (in questo caso si tratta però di un'esclusione di massima) bonus che siano legati ai risultati economico-finanziari dell'emittente e piani di incentivazione basati su strumenti finanziari;
- l'esclusione, sempre di massima, di ricorrere a meccanismi di incentivazione per gli amministratori non esecutivi;
- la possibilità di costituire quote discrezionali a favore di amministratori e di dirigenti con responsabilità strategica in aggiunta alle quote predefinite è ritenuta essere in accordo con quanto previsto dalla Raccomandazione della Commissione delle Comunità Europee 2004/913/CE.

Nella nota di chiarimenti sono state invece riportate delle specifiche all'informativa che deve essere fornita all'assemblea in via preventiva sulle politiche retributive e sulla loro attuazione in via successiva. La redazione di tale documentazione dev'essere redatta affinché rappresenti con chiarezza ed efficacia:

- le motivazioni e gli obiettivi perseguiti attraverso la politica retributiva;
- i criteri alla base di tale politica, ponendo particolare riguardo a:
  - il bilanciamento fra la componente fissa e variabile;
  - alla tematica della ponderazione del rischio;
  - alla sostenibilità ed effettività del collegamento con i risultati;
- i parametri usati per la determinazione della componente variabile e la fonte di provenienza;

- le modalità che portano alla definizione delle politiche retributive e i meccanismi di controllo sulle stesse;
- i riferimenti con il settore e mercato di appartenenza al fine di rendere comparabile la politica retributiva.

Tali principi perseguono quindi l'obiettivo di stabilire e mantenere un duplice profilo di coerenza, sia verso l'interno, e quindi a tutti i dipendenti, che verso l'esterno, ossia facendo riferimento al mercato per quel che concerne la componente fissa.

È possibile la realizzazione di una coerenza interna attraverso la predisposizione metodica di sistemi di rilevamento del peso di ogni posizione e dei livelli di prestazione in riferimento a un determinato ruolo, a cui può essere eventualmente agganciata una retribuzione stabile. Si fa perciò ricorso a tutte quelle tecniche valutative delle posizioni e di valutazione prestazionale.

Per quel che riguarda la componente variabile, gli strumenti di misurazione a cui si fa riferimento sono quelli che considerano i target di produttività o il raggiungimento di obiettivi economici, nella duplice accezione di crescita dei ricavi o di contenimento dei costi.

A meccanismi tendenzialmente generalizzati, si aggiungono meccanismi premianti che si sostanziano in bonus per alcune categorie di collaboratori di livello elevato.

I temi analizzati affrontano la questione della compatibilità dei suddetti meccanismi con gli aspetti qualitativi dei comportamenti, come il rispetto per le regole, la propensione alla rischiosità, intesa nella sua accezione negativa, e cioè di evitare comportamenti speculativi, e la capacità di far sì che questi meccanismi non finiscano con il favorire un orientamento a risultati di breve periodo a scapito degli obiettivi di lungo termine.

Vi è stato un successivo intervento di Banca d'Italia sui sistemi di remunerazione e incentivazione con il provvedimento del 29 ottobre 2009 con il fine di armonizzare gli standard nazionali delle banche italiane e delle società capogruppo con quanto previsto dalla comunità europea. Per tale motivo il documento fa riferimento alle linee di indirizzo bancarie rivolte a informare quali siano i criteri adottati nella progettazione della componente variabile dei compensi e quali siano le azioni di verifica e controllo poste in essere dagli organi competenti. Per i gruppi bancari più rilevanti il provvedimento richiede l'adesione agli standard applicativi elaborati dal Federal Stability Board.

In ottemperanza a quanto previsto dalla direttiva CE 2010/76, nel 2011, Banca d'Italia ha provveduto all'emanazione di politiche e prassi remunerative e di incentivazione che proseguono sul filone di quanto già era stato emanato nel 2008.

#### **1.6.4 L'autoregolamentazione: il Codice di Autodisciplina**

Per far fronte alle istanze sollevate dalle questioni etiche, alcune società hanno scelto di adottare codici di condotta morali con la duplice volontà di normare comportamenti e di affermare valori e identità

aziendale. La scelta di ricorrere all'autoregolamentazione trova il suo fondamento nelle istanze che si rinvencono dal campo etico.

L'autodisciplina societaria non si esaurisce però nell'etica ma trova sua ragion d'essere anche nella necessità di avere un supplemento normativo interno che consenta di fronteggiare problematiche legate all'incompletezza dei contratti, sulla volontà di riduzione dei costi di transazione generati, secondo il pensiero neoclassico, dall'incapacità di affidarsi al comportamento dell'*homo economicus* e all'impianto normativo, sull'esigenza a partecipare, da parte degli interlocutori principali, al governo dell'impresa, per fronteggiare le insufficienze del sistema economico.

Il ricorso, anche implicito, a modelli che considerassero in campo economico tematiche di origine morale e le includessero nella gestione societaria, risale alla seconda metà del 1900.

Con riferimento all'Italia una lampante manifestazione di questi concetti è rinvenibile nel Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana, il cosiddetto codice Preda, redatto nel 1999 e rivisitato nel 2006 da parte del Comitato per la Corporate Governance.

La nascita del Codice è rinvenibile nell'esigenza da parte degli operatori di colmare le lacune della legislazione normativa con disposizioni finalizzate ad impattare sulla *corporate governance* delle società aderenti e a far collimare interessi specifici e collettivi. Costituisce una raccolta di *best practices* delle imprese quotate italiane.

Il Codice di Autodisciplina non è tuttavia vincolante, essendo sottoposto al già visto principio di *comply or explain*. Inoltre, le società che decidono di adottarlo sono tenute, ai sensi dell'art. 123 del TUF, a pubblicare per ogni esercizio la Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari in cui viene specificato il grado di adesione al codice e viene motivata l'eventuale mancata adesione a una o più disposizioni.

Nel marzo 2010 il Comitato per la Corporate Governance ha provveduto ad approvare la nuova formulazione dell'art. 7 per recepire le raccomandazioni UE 2009. L'intervento legislativo del 2009 ha voluto allineare la disciplina della remunerazione con l'art. 123 del TUF.

Vengono confermati aspetti che erano già presenti nella versione del 2006, come la significatività degli amministratori indipendenti e la creazione del Comitato delle remunerazioni, ribadendo principi quali la misura della remunerazione che dev'essere tale da attrarre, trattenere e motivare quelle risorse ritenute depositarie delle competenze necessarie per gestire con successo l'emittente, una composizione dei compensi degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche che consenta di allineare gli interessi di questi con quelli degli azionisti con riferimento alla creazione di valore nel medio-lungo periodo.

Fra le novità introdotte con la nuova formulazione dell'articolo 7 vi è il cambio dell'ambito soggettivo che ora si estende anche ai dirigenti strategici e l'eliminazione della previsione della presentazione, in sede assembleare, della relazione sulle politiche di remunerazione.

I principi sono stati rivisitati e prevedono l'ancoraggio della remunerazione ad obiettivi di performance, non necessariamente di natura economico-finanziaria, che devono essere preventivamente indicati e determinati coerentemente con quanto definito dalla politica generale stabilita in sede assembleare. Nella versione

precedente dell'Art.7 tale requisito era annoverato fra i criteri applicativi in materia di risultati economici dell'emittente ed eventualmente di obiettivi specifici individuati dal CDA.

Per quanto riguarda i criteri applicativi, fra le varie tematiche prese in considerazione, essi trattano:

- l'equilibrio fra la componente fissa e quella variabile, nel rispetto degli obiettivi strategici e nella politica di gestione dei rischi perseguiti dall'emittente;
- lo stabilimento di un tetto massimo per la componente variabile;
- la corresponsione differita, una volta raggiunti gli obiettivi di performance, di una parte significativa della componente variabile;
- la previsione di limiti massimi per l'indennità corrisposta in caso di indennità anticipata o di mancato rinnovo della ricarica;
- la durata di un *vesting period* di almeno 3 anni e subordinato ad obiettivi di performance;
- del mantenimento di una quota di azioni, assegnate o acquisite, fino al termine del mandato;
- la remunerazione degli amministratori non esecutivi che non deve dipendere in modo significativo dai risulti dell'emittente e che, salvo eccezioni, non debba prevedere piani basati su azioni;
- la composizione, il ruolo e le funzioni del Comitato di Remunerazione: esso, vista la complessità del compito, dev'essere costituito all'interno della società ed essere preferibilmente composto da soli amministratori indipendenti ovvero, alternativamente, da una maggioranza di indipendenti, riservando però la carica di presidente del Comitato a un indipendente. È inoltre abilitato a esprimere pareri e a valutare, con cadenza periodica, la coerenza della politica retributiva adottata con le decisioni poi concretamente poste in essere e gli obiettivi di performance effettivamente raggiunti.

Nel commento, invece, vengono precisati alcuni criteri e accortezze per gli *stock option plans* e si delineano applicativamente i principi e i criteri sopra delineati. Viene inoltre raccomandata la relazione redatta dal CDA per l'assemblea degli azionisti e si afferma che i sindaci, chiamati ad esprimere un parere come previsto dall'Art. 2389, comma 3, debbano procedere a verificare la coerenza delle proposte della politica di remunerazione e che sarebbe opportuno che il Presidente del Collegio Sindacale partecipi ai lavori del comitato di remunerazione ovvero un sindaco da lui designato.

Nel 2010, a un anno dalle modifiche effettuate all'Art. 7 del Codice, risultava uno scenario alquanto positivo, secondo il report pubblicato da Assonime: l'84% delle società aveva al suo interno un comitato di remunerazione e tali comitati erano costituiti da una maggioranza di amministratori indipendenti nel 90% e di non esecutivi nel 94% dei casi.

## **Capitolo 2 – Le società quotate italiane**

### **2. La Relazione Assonime 2018**

La relazione di Assonime del 2018 ha come oggetto di riferimento le società italiane quotate al 31 dicembre 2016 le cui relazioni erano disponibili in data 15 luglio 2017. Si tratta di 221 società facenti parti del segmento FTSE Mib, Mid cap, Small cap, Micro cap e Altre che accoglie una categoria residuale. Per la

quasi totalità, gli emittenti hanno aderito al codice di Autodisciplina, 199 società, circa il 90%. Di queste 221 società, 217 adottano il modello di *governance* tradizionale, mentre 4 modelli alternativi: nello specifico, 3 adottano il sistema dualistico e solamente una quello monistico.

Il residuale 10% si riparte nel modo seguente:

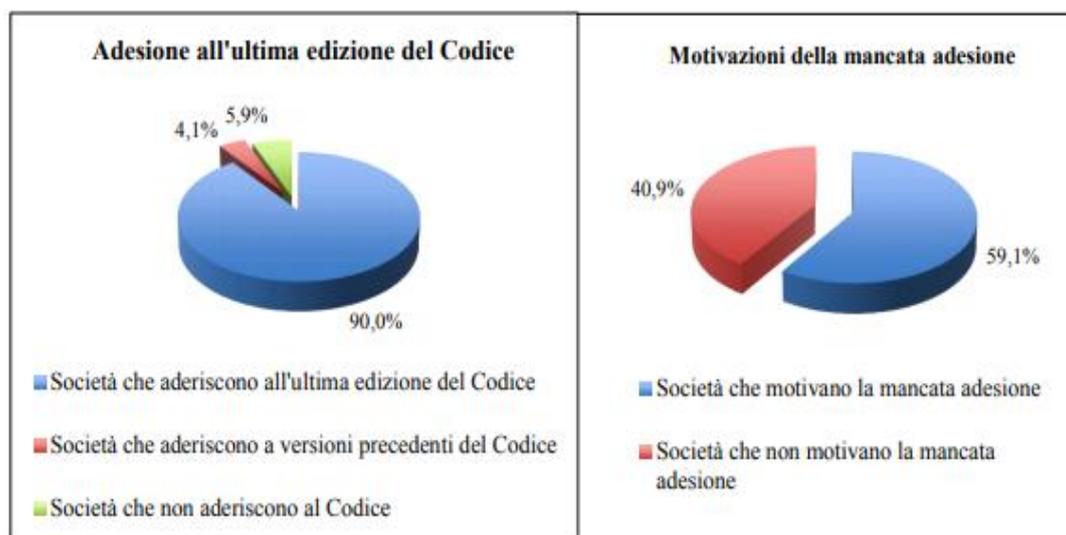
- 8 aderiscono a precedenti edizioni del Codice;
- 13 non aderiscono al Codice
- 1 non specifica a quale edizione del Codice abbia aderito.

La percentuale delle società non aderenti si mantiene stabile nel tempo, anche se si è rilevato un lieve aumento, dovuto però alla diminuzione delle società quotate e al maggior rigore nell'interpretazione dell'adesione. La scelta di non aderire al Codice ovvero di aderire a una delle sue interpretazioni precedenti viene esplicitata e giustificata, nella maggior parte dei casi, dalla dimensione e dalla struttura organizzativa contenuta e dall'alta concentrazione dell'assetto proprietario. Le società in questione comunque provvedono a fornire informazioni sul sistema di **governance** prescelto.

L'analisi condotta mette in evidenza come sia diffuso un approccio improntato alla maturità e alla trasparenza nell'ambito dell'autodisciplina e quindi nella definizione dell'adesione o meno al Codice.

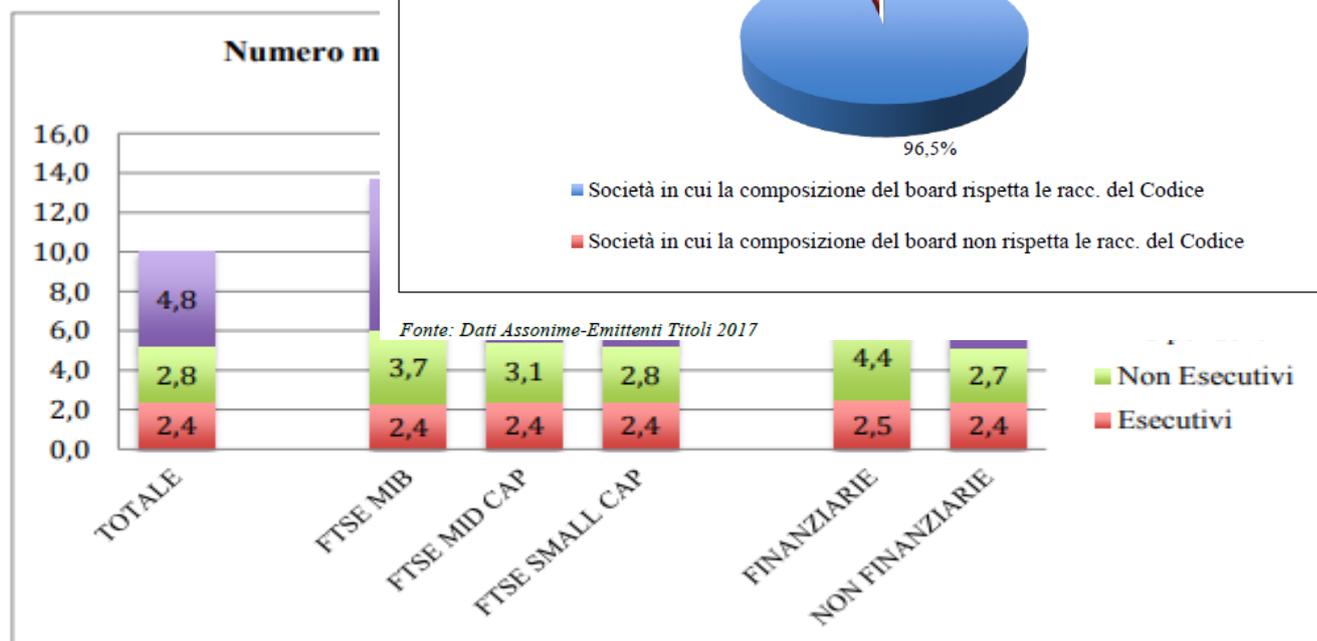
Le raccomandazioni contenute nel Codice, infatti, non vanno lette come adempimenti minimi "legali" da ottemperare in quanto condurrebbero a un sistema di *compliance* meramente formale, ma come "standard ottimali" cui orientare l'assetto organizzativo dell'emittente.

### 2.1.1 La composizione dei CDA



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2017, Fig. 61

In tema di composizione del CDA, le raccomandazioni del Codice



trovano ampio seguito. Nella stragrande maggioranza delle società, il 96%, i CDA o i consigli di sorveglianza presentano una composizione equilibrata fra amministratori esecutivi e non e indipendenti.

Si rilevano però sensibili variazioni a secondo della dimensione della società e del settore di appartenenza. Per esempio, nel corso degli anni, i CDA delle società di dimensione maggiore, con particolare riguardo a quelle appartenenti al settore finanziario, hanno evidenziato una crescita nel numero dei componenti, come visibile nel seguente grafico.

Con riferimento alle società che aderiscono e che dichiarano di avere almeno un amministratore esecutivo, si è potuto identificare, nel 85%, un CEO e, in alcuni casi, anche più di uno. Tale individuazione non è superflua in quanto è funzionale, tra le altre cose, alla rilevazione dei casi in cui è raccomandata la nomina di un *lead independent director*. È una figura caldamente consigliata dal Codice in tutti quei frangenti in cui è necessario procedere alla creazione di un contrappeso alla concentrazione delle cariche, come nel caso di *CEO-duality* ovvero qualora il presidente sia anche l'azionista di controllo dell'emittente.

Il 34% delle società dichiara di trovarsi in una delle fattispecie sopraindicate e nell'82% dei casi hanno provveduto alla nomina di un *lead independent director*. Nel 18% dei casi in cui tale figura non è stata nominata, l'83% delle società ha fornito motivazione della mancata nomina.

Lo scenario muta in modo significativo a secondo della dimensione societaria: le fattispecie che richiedono la nomina del *lead independent director* è riscontrabile nel 91% delle società del FTSE per arrivare al 31% nelle Mid Cap e al 44% nelle Small Cap. La nomina stessa risente del fattore dimensionale: nelle società di grandi e medie dimensioni è sempre presente, mentre nelle società più piccole (Mid e Small) solo nel 75% dei casi.

L'adeguata composizione del CDA viene presa in considerazione anche in merito alla diversità, non solo di genere ma anche con riferimento all'esperienza internazionale e alle competenze tecnologiche.

Le competenze del CDA e del singolo devono essere allineate con le esigenze della società e a tal fine lo studio mette in evidenza il valore di una strutturata attività di *induction*.

### **2.1.2 L'informativa pre-consiliare**

L'informativa pre-consiliare è da sempre stata una delle tematiche più care al Codice, più volte sottolineata ed oggetto di interventi ad hoc, come la revisione nel 2014 del Codice in riferimento al commento dell' art.1 che sottolinea la centralità del ruolo del presidente in tema di adeguatezza e completezza informativa. Egli dovrebbe attivarsi per fornire informazioni adeguate e puntuali, nella sede delle riunioni consiliari, anche in mancanza della messa a disposizione della documentazione con congruo anticipo.

Durante il biennio 2015-2016, i Rapporti hanno posto in evidenza un notevole miglioramento sull'effettiva congruità dell'informativa ex post, nonostante l'elevata frequenza dell'informativa consiliare ex-ante.

Nel 98% dei casi, le relazioni sul governo societario del 2017 contengono notizie in merito alla circolazione dell'informazione pre-consiliare. Il preavviso fornito è ritenuto congruo nel 75% delle società e in lieve aumento rispetto al 2015 e al 2016 (rispettivamente 71% e 73%).

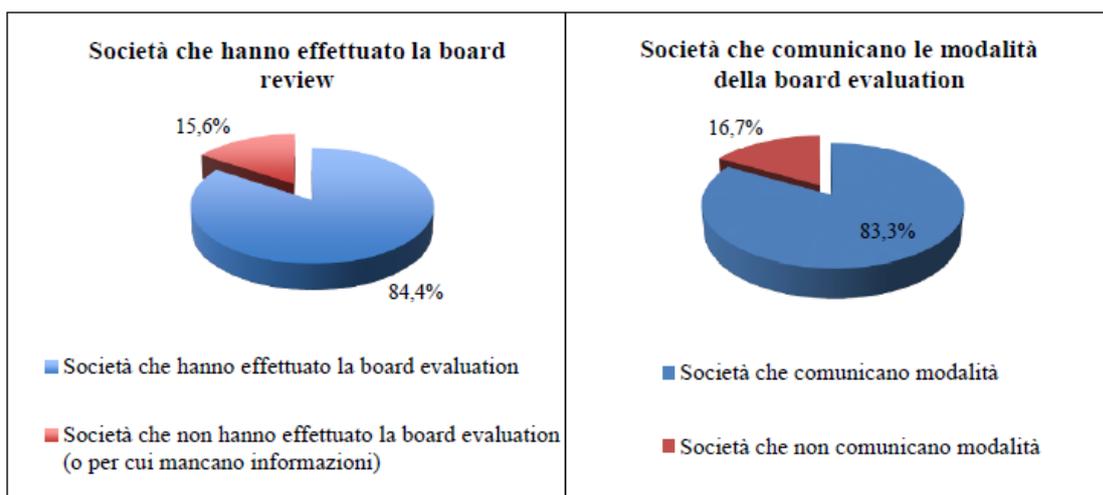
Come per le tematiche esaminate in precedenza, anche il livello di adesione è influenzato dal fattore dimensionale societario: la definizione ex ante del preavviso, posto come obiettivo da rispettare, è maggiore nelle società più grandi (80% dei casi) e si attesta al 70% in quelle di dimensioni minori.

Se si guarda invece all'informativa ex-post sull'effettiva congruità del preavviso, solo il 64% delle società che aderiscono al Codice e che hanno proceduto a identificare numericamente il preavviso considerato congruo hanno fornito notizie sul rispetto effettivo. Si rileva quindi come sia necessario un miglioramento della *disclosure* ex-post sul punto in oggetto. L'influenza dimensionale incide fortemente sul livello medio di *compliance* che si attesta al 25% nelle società più grandi, al 68% per le medie e al 56% per le piccole.

Alla luce di questi dati, è quindi possibile affermare che la metà degli emittenti che aderiscono al Codice applicano e rispettano le raccomandazioni in tema di informazione pre-consiliare.

### **2.1.3 Partecipazione alle riunioni, board evaluation, limite al numero di incarichi e piani di successione**

Esaminando le Relazioni sul governo societario del 2017 si evidenzia il fatto che nel 78% dei casi delle società aderenti al Codice di autodisciplina, vi è stato effettivamente la presenza dei dirigenti alle riunioni del CDA. È un importante miglioramento rispetto al 62% del 2016.

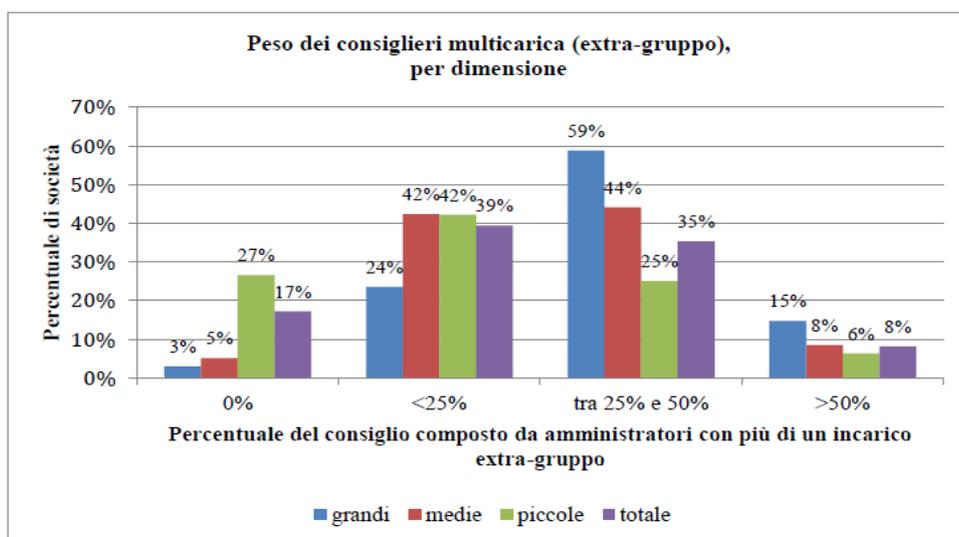


Per quel che invece concerne l'attività

Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2017

di autovalutazione del CDA e dei suoi comitati, che il Codice raccomanda di effettuare con cadenza quantomeno annuale, si osserva uno scenario stabile: l'84% delle società aderenti al Codice ha comunicato di aver svolto attività di *board evaluation*, con una maggiore frequenza per le società di grandi e medie dimensioni, percentuale che si attesta tra il 93% e il 94%, rispetto alle minori, dove invece il dato percentuale è del 77%. Nel settore finanziario la *compliance* è pressoché totale, attorno al 95%.

Osservando le 25 società maggiormente capitalizzate si registra, nel 50% dei casi, l'estensione dell'attività di autovalutazione anche ai membri dell'organo di controllo.



Nell'83% dei casi, poi, le

Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2017

società dichiarano anche le modalità di svolgimento della *board evaluation*, seppur tale fenomeno è più frequente tra le società di medie e grandi dimensioni.

Il tetto posto al limite del cumulo di incarichi è invece presente solo nella metà delle società. Lo studio però rileva come comunque il cumulo di incarichi nelle società quotate sia limitato e come, in presenza di molteplici cariche, i consiglieri esprimano di loro spontanea iniziativa un'indicazione sul numero massimo.

Per quel che invece attiene ai piani di successione essi sono stati valutati solamente in 183 società e applicati in 35, soprattutto nel settore finanziario, dato che comunque registra un aumento rispetto alle 29 del 2016 e alle 20 del 2015 e 2014.

La maggior parte dei piani includono meccanismi precisi qualora si verificasse una successione anticipata degli esecutivi e, nel 33% dei casi, indicano anche la procedura a cui attenersi nel caso di regolare scadenza del mandato.

La principale motivazione fornita dalle società aderenti al Codice per la mancata stesura di uno o più piani di successione è rinvenibile negli assetti proprietari della società.

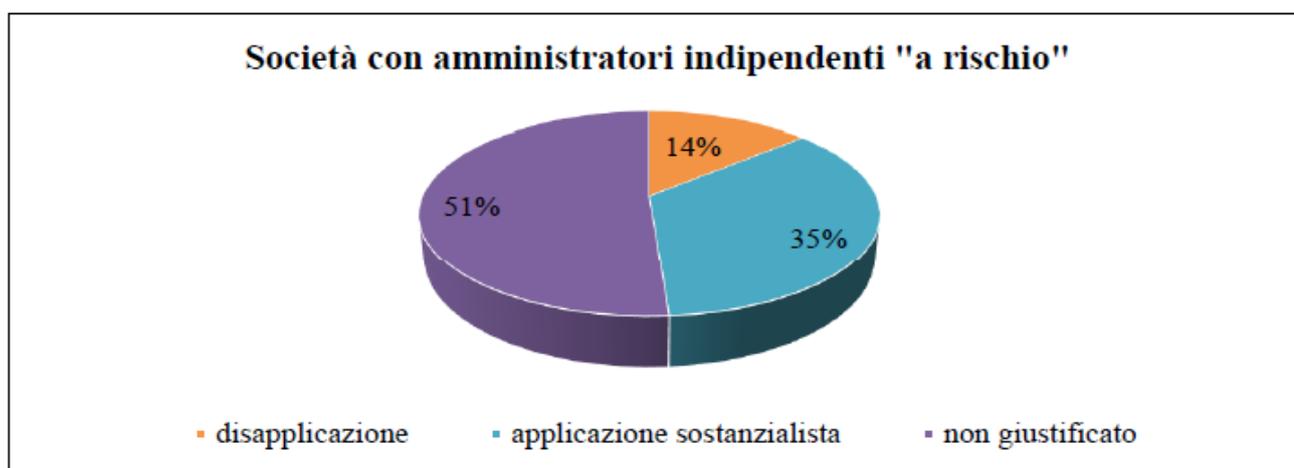
### 2.1.4 Amministratori indipendenti

I criteri che il Codice raccomanda per la valutazione dell'indipendenza degli amministratori viene disatteso raramente, circa nel 7% dei casi, e la maggior parte delle volte riguarda la durata ultranovennale della carica che viene comunque sempre motivata.

Le argomentazioni a cui si fa più frequentemente ricorso riguardano la volontà di mantenere le competenze acquisite a seguito della lunga permanenza e il non voler applicare il criterio in modo automatico.

In alcune società, invece, hanno valutato, con riferimento al caso pratico, l'indipendenza del singolo amministratore, rifacendosi al principio della "prevalenza della sostanza sulla forma", la cosiddetta "applicazione sostanzialista". Nel concreto, tale fattispecie riguarda 37 società, il 19%, e quasi tutte forniscono un'elaborata spiegazione e corredata di informazioni specifiche a sostegno della scelta effettuata.

Alla luce dei precedenti dati, circa il 25% delle società disapplica una o più raccomandazioni del Codice o valuta l'indipendenza in modo sostanziale a fronte di indici di non indipendenza.



*Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2017*

È invece più elevato il numero di società che hanno come amministratori indipendenti soggetti che vertono in situazioni di rischio pregiudicanti per la loro indipendenza a causa delle cariche di vertice ricoperte, di durata ultranovennale negli ultimi dodici anni o a fronte di una remunerazione particolarmente cospicua.

È in aumento il numero di società che dichiarano l'avvenuta riunione degli amministratori indipendenti mentre rimane stabile il livello di spiegazione per le società che hanno disatteso tale raccomandazione.

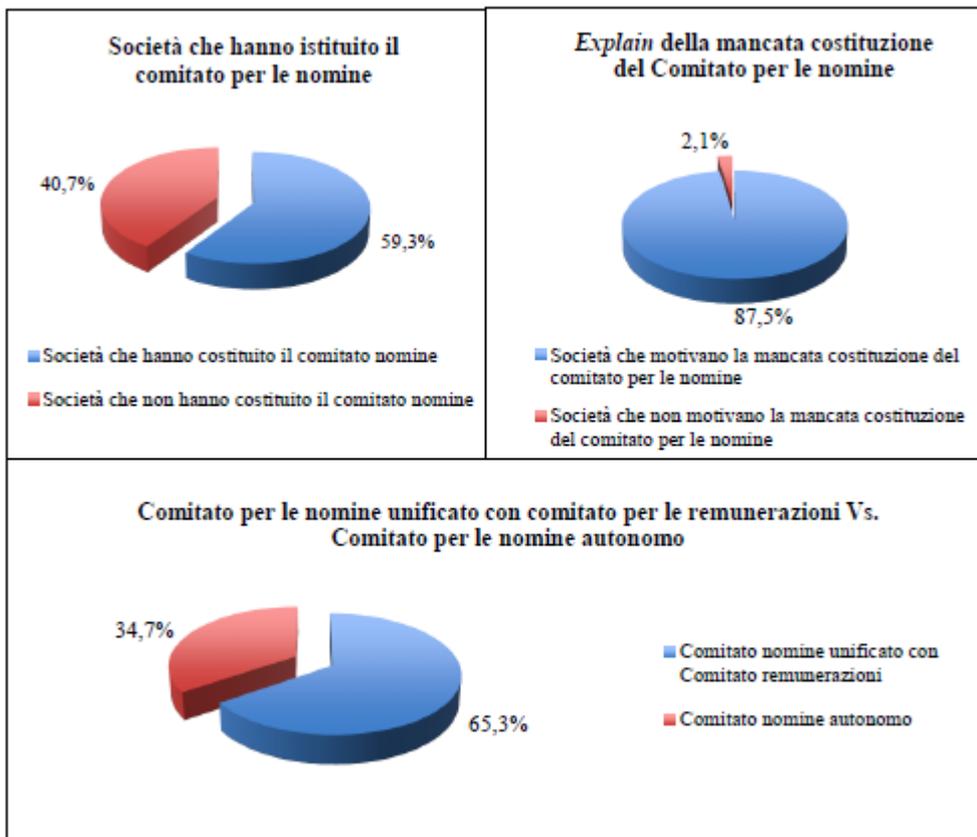
## 2.1.5 I comitati

Una raccomandazione del codice che non trova ampia attuazione è quella in merito all'istituzione del comitato nomine, che svolge una funzione essenziale di supporto al CDA, a prescindere di quelle che sono le caratteristiche dell'emittente. È molto più frequente invece che il comitato per le nomine venga unificato con un altro comitato consiliare, di cui sarebbe opportuno fornire separata valutazione delle attività.

Il discorso muta profondamente se si volge l'attenzione al comitato per la remunerazione, costituito nel 95% dei casi. Nel 2016 si era riusciti a raggiungere un'adesione totale mentre nel 2015 questa percentuale ammontava all'87%.

Le 11 società che nel 2017 non avevano un comitato per la remunerazione hanno giustificato il fatto facendo riferimento alla dimensione societaria e a esigenze di semplificazione organizzativa.

Nella quasi totalità dei casi, il comitato per la remunerazione non è unificato con altri comitati e ha quindi natura autonoma e nell'89% dei casi la sua composizione è allineata con le previsioni codicistiche.



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2017

Prendendo in esame il comitato controllo e rischi anche qui è rinvenibile nella quasi totalità degli emittenti (196 su 199 società aderenti al Codice, pari cioè al 98%). Le poche società che non hanno provveduto all'istituzione del comitato hanno, come nel caso del comitato per la remunerazione, fatto riferimento alla dimensione ridotta e all'esigenza di semplificare la struttura organizzativa, affermando che le funzioni deputate a tale comitato siano state assunte dagli organi di controllo delegati.

## 2.1.6 La politica retributiva

In riferimento ai principi che dovrebbero essere applicati dal CDA e dal comitato per la remunerazione, il Codice opera una distinzione tra la politica retributiva che ha come destinatari gli *executives* e quella invece destinata ai consiglieri non esecutivi e indipendenti.

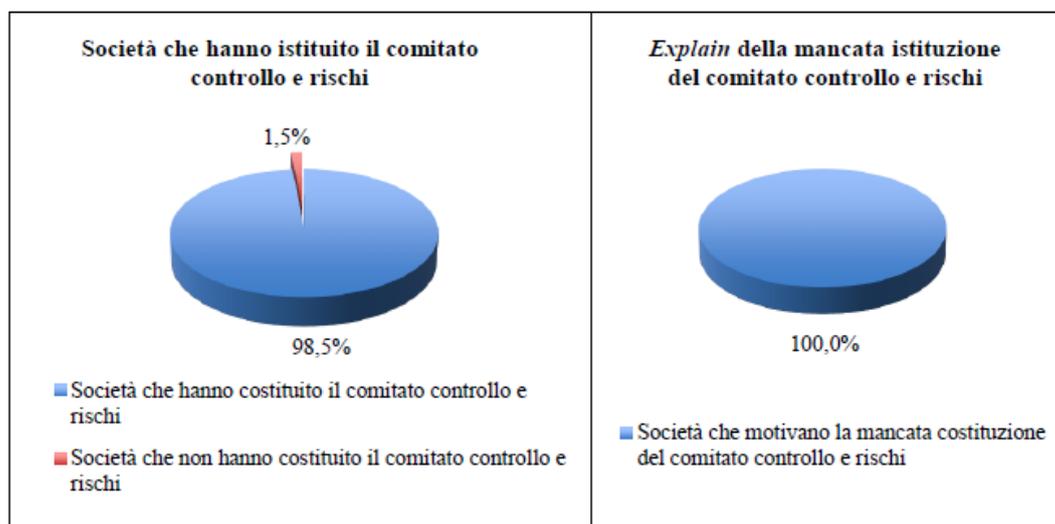
Per quanto riguarda i primi è, come già ampiamente trattato nel corso del primo capitolo, è importante riuscire a strutturare un *compensation package* tale da allineare gli interessi dei consiglieri con quello della creazione di valore per gli azionisti nel medio-lungo termine. Per i secondi, invece, il *compensation package* dev'essere rapportato all'impegno richiesto, facendo quindi riferimento anche alla partecipazione in uno o più comitati.

Le raccomandazioni codicistiche si preoccupano di fornire delle linee guida utili a definire la politica remunerativa, con particolare attenzione all'individuazione di quei parametri a cui ancorare le componenti fisse e variabili dei pacchetti retributivi, nel rispetto di quelli che sono gli obiettivi strategici e della politica di gestione dei rischi dell'emittente, nonché il suo settore di appartenenza e attività.

Con la componente fissa si vuole andare ad erogare un ammontare di denaro sufficiente a remunerare la prestazione dell'amministrazione nel caso in cui non fosse erogata quella variabile; quest'ultima è invece legata a obiettivi di performance specifici, precedentemente stabiliti e misurabili, e dovrebbe rappresentare una parte significativa del *compensation package*.

Per la componente variabile inoltre sarebbe opportuno che la politica retributiva stabilisse un cap

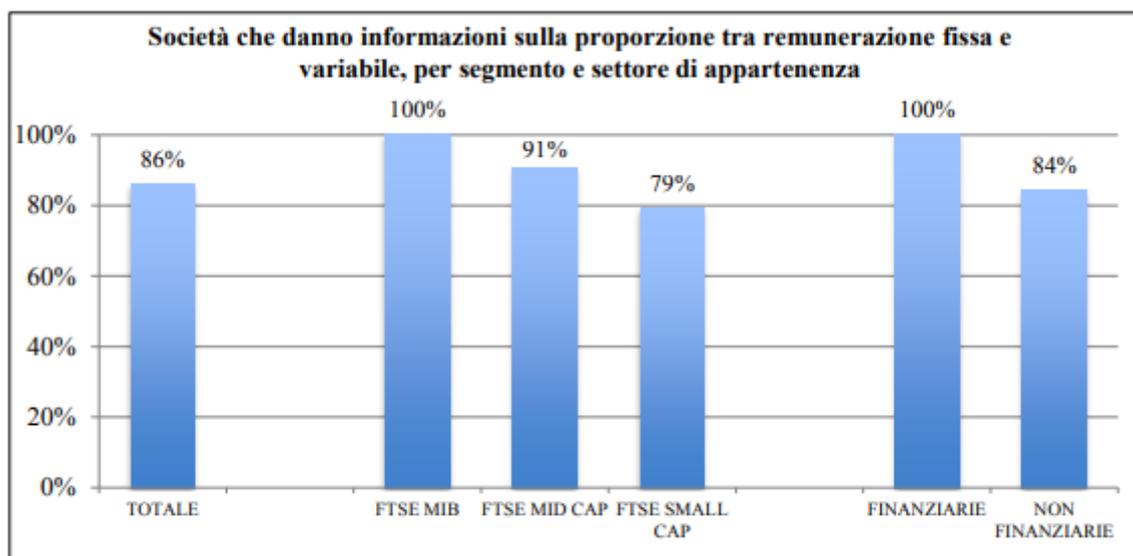
massimo e un differimento temporale per una parte consistente del suo ammontare. Il Codice raccomanda che un limite massimo venga stabilito anche con riferimento alle indennità che siano state eventualmente previste o corrisposte per la cessazione del rapporto di amministrazione. In riferimento a ciò, il parametro



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2017

codicistico raccomandato è quello di un importo predeterminato o alternativamente un determinato numero di anni di remunerazione. In linea con le raccomandazioni europee, è sconsigliato corrispondere le suddette indennità nei casi in cui la causa di cessazione del rapporto sia rinvenibile nel raggiungimento di risultati obiettivamente non adeguati.

Dal 2014 gli emittenti sono invitati a introdurre intese contrattuali ad hoc volte alla restituzione o al trattenimento della remunerazione variabile, o di parte di essa, nel caso in cui i risultati determinati sulla base di dati che siano manifestamente errati, allegando



Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2017

contestualmente un'informazione dettagliata e periodica nel caso in cui siano state erogate indennità di fine carica. Tali informazioni possono trovare spazio sia all'interno della relazione sul governo societario o da quelle sulla remunerazione, redatte in conformità al già citato art. 123-ter del TUF e alle sue disposizioni attuative ovvero da comunicati stampa appositi.

Il Codice si concentra su come debba essere strutturato il *compensation package* degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategica. Il 90% delle società aderenti al Codice prevede nelle sue politiche retributive la corresponsione di una componente variabile ai suoi *executives*: nelle società più grandi e in quelle medie ciò è praticamente sempre presente (rispettivamente 97% e 98%) mentre in quelle più piccole la frequenza diminuisce (81%).

Il bilanciamento fra la componente variabile e quella fissa è una tematica che sta particolarmente a cuore

al Codice, tant'è che la sua importanza è stata ribadita ed è stata oggetto di specifiche raccomandazioni nel Rapporto del 2016. Esaminando le relazioni pubblicate nel 2017, risulta che l'86% delle società aderenti al Codice e che prevedano la componente variabile nella propria politica retributiva, abbiano fornito l'indicazione del peso relativo della parte variabile e di quella fissa. Qui il divario dimensionale si fa consistente: all'interno delle società più grandi tale dato è sempre fornito mentre è presente solo nel 79% dei casi nelle società più piccole. La *compliance* è totale all'interno delle società che operano nel settore finanziario mentre ammonta all'84% per le quelle del settore industriale. Si evidenzia comunque una crescita rispetto al 2016, quando questo dato era fornito dall'80% delle società più grandi e dal 72% di quelle di minori dimensioni e dal 78% delle industriali.

In riferimento ai parametri usati per la determinazione della componente variabile se ne possono osservare di diversi. Nel 98% dei casi essi hanno natura contabile, nel 61% sono legati a obiettivi di business e nel 52% dei casi viene comunicato il collegamento della componente variabili a piani *stock-based* o di *phantom-stock*, con una maggiore incidenza fra le società grandi (76%) rispetto a quelle di dimensioni medie (59%) e piccole (39%) e nel settore finanziario (77%), in particolar modo le banche (81%).

Fra le società aderenti al Codice e che prevedono la corresponsione della componente variabile non si evidenziano variazioni degne di nota rispetto agli anni precedenti. Tale componente è legata a obiettivi sia di breve che di medio-lungo termine nel 74% dei casi, nel 20% esclusivamente a obiettivi di breve e nel restante 6% a obiettivi di medio-lungo periodo.

Se il peso della componente variabile viene parametrato ai risultati conseguiti nel breve periodo, maturati nel biennio 2015-2016, si osserva come il legame con l'utile netto degli anni 2014-2015 sia debole. A livello complessivo, la presenza di componenti variabili legate a obiettivi di medio-lungo termine è rinvenibile nel 70% delle società aderenti, con un maggiore grado di *compliance* per le grandi (90%) e le medie (80%) rispetto alle piccole (al di sotto del 60%). È quindi necessario operare nella direzione di rafforzare ulteriormente l'allineamento degli interessi degli amministratori con quelli della creazione di valore degli azionisti nel lungo termine.

Il cap alla remunerazione variabile è presente nell'88% delle relazioni sulla remunerazione pubblicate nel 2017 delle società aderenti al Codice e che prevedono la componente variabile. Il grado di adesione è in aumento rispetto all'84% del 2016: è sempre presente nelle grandi società, quasi sempre nelle medie (91%) e con meno frequenza fra quelle di minori dimensioni (81%).

Si è già parlato nel presente paragrafo della previsione di intese contrattuali raccomandate dall'edizione 2014 del Codice. Le cosiddette clausole di *claw-back* sono state individuate nelle politiche di remunerazione di 106 aderenti al Codice (il 53%). Tale dato è in aumento rispetto al 48% del 2016 e al 34% del 2015. La dimensione aziendale incide significativamente sulla presenza delle intese contrattuali: esse sono più comuni nelle società di grandi dimensioni (88%), mentre la loro frequenza diminuisce nelle medie (73%) e nelle piccole (35%). Anche il settore di appartenenza ha una forte influenza: le clausole di *claw-back* sono previste nell'86% dei casi di emittenti del settore finanziario contro il 49% del settore industriale. Quasi sempre società adottanti questo tipo di clausole, provvedono ad indicare anche gli eventi che ne innescano l'operatività (*trigger events*).

Le clausole di *claw-back* al giorno d'oggi trovano un'applicazione ancora parziale e sono assenti in quasi la metà delle società, benché tale dato sia in miglioramento. Il Codice insiste nel raccomandarne l'inserimento.

Ulteriori raccomandazioni del Codice si concentrano nell'individuazione di un cap a fronte della corresponsione dell'importo dell'indennità erogabile. La natura del tetto massimo può essere rappresentata sia da un numero fisso ovvero da un parametro che sia legato al compenso ricevuto dall'amministratore nell'arco di un determinato intervallo temporale. Le società in merito a ciò non forniscono sempre informazioni di facile lettura: il 16% degli emittenti pare escludere la possibilità di future erogazioni ai membri del CDA in caso di licenziamento o dimissioni; invece solo nella metà dell'84% restante, che ne contempla l'esistenza, viene previsto un cap. L'altro 50% si limita semplicemente a indicarne l'esistenza o a non negarla a priori.

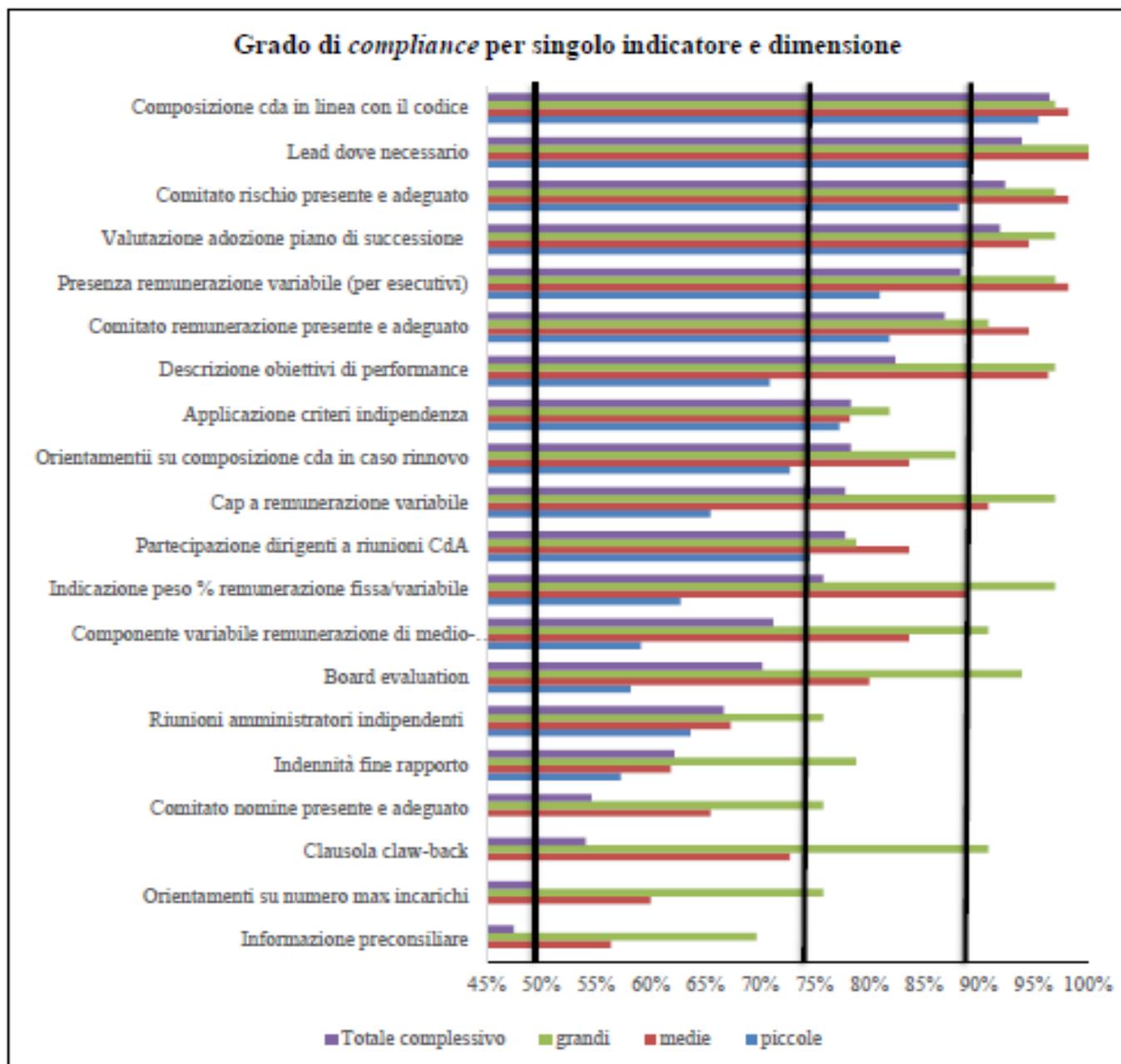
Alla luce di ciò è possibile affermare che solamente il 62% delle società aderenti risultano allineate alle raccomandazioni codicistiche, arrivando al 78% negli emittenti di dimensioni maggiori per scendere al 62% nelle medie e al 54% nelle più piccole. Sono dati allineati rispetto agli anni precedenti e non si registra nessun miglioramento significativo quanto piuttosto un basso livello di *compliance* fra le società di dimensioni minori.

## **2.2 L'effettivo grado di adesione alle *best practices***

Volendo andare a descrivere in sintesi quanto analizzato finora, si può affermare che il livello qualitativo e quantitativo delle informazioni fornite dalle società sta progressivamente migliorando. La descrizione del modello di *governance* è generalmente adeguato, a prescindere dal grado di adesione al Codice. Qualora le società propendano per scelte che si discostano dalla disciplina codicistica, generalmente esse forniscono argomentazioni dettagliate e chiaramente evidenziate agli investitori, permettendo loro di valutare e trarre le conclusioni più opportuni sia sotto il profilo dell'*engagement* che di quello del *trading*.

Il Comitato Italiano per la Corporate Governance, volendo andare a indagare il grado di adesione effettiva da parte degli emittenti al Codice di Autodisciplina e non la mera *compliance*, nella sua Relazione del 2017, ha condotto un'analisi andando a selezionare le principali raccomandazioni riguardanti il funzionamento del CDA e della remunerazione degli *executives*. Per svolgere questo studio, il Comitato ha preso in considerazione le sole società che abbiano applicato concretamente quanto previsto dal Codice, escludendo quelle che, anche solo parzialmente, non lo avessero fatto, a prescindere o meno della presenza di motivazione.

I risultati emersi hanno evidenziato come le società in questione abbiano raggiunto un'applicazione di oltre tre quarti delle raccomandazioni selezionate, con un'adesione sostanzialmente omogenea per le varie aree di *corporate governance*. Mediamente, il grado di *compliance* per le società grandi si attesta al 90%, 80% per le medie e al di sotto del 70% per le piccole. Il dettaglio è fornito dal seguente grafico.



**Fonte: Dati Assonime-Emittenti Titoli 2017**

Un punto di miglioramento messo in evidenza dall'analisi condotta dal Comitato, è rappresentato dal grado di adeguatezza delle informazioni in merito all'effettiva completezza e tempestività dell'informativa pre-consiliare rinvenibile in meno della metà delle società oggetto dello studio. Anche fra gli emittenti di maggiori dimensioni, tale dato si attesta al di sotto del 75%.

Altri elementi di criticità sono riscontrabili nell'istituzione, composizione e funzione del comitato per le nomine, istituito e adeguatamente funzionante nel 50% delle società quotate e nel 40% di quelle di dimensioni più contenute. Ove presente, le funzioni e attività svolte sono poco chiare in quanto molto spesso questo comitato viene unificato con un altro, nella maggior parte dei casi con il comitato per la remunerazione.

Per quel che invece riguarda la *governance*, l'attenzione andrebbe posta sul miglioramento dell'attività di *board evaluation*, che, seppur frequente, non ha ancora raggiunto il grado di diffusione auspicabile, soprattutto nelle imprese di dimensioni più modeste. Inoltre, anche l'ambito della *board evaluation* appare ancora limitato: solo il 20% delle *board review* include valutazione dei singoli amministratori.

È inoltre opportuno focalizzarsi su quei casi in cui sia presente un'elevata *compliance* formale del Codice in quegli emittenti che manifestino la necessità di un miglioramento generale del sistema di *governance*; ciò a prescindere dall'applicazione formale delle raccomandazioni. Un esempio chiarificatore può essere rappresentato dall'articolazione dei piani di successione, dei criteri di indipendenza e dei compensi degli amministratori indipendenti. Tutte queste tematiche registrano un grado di adesione molto elevato: il 90% delle società aderenti ha valutato l'opportunità di adottare un piano di successione, l'applicazione dei criteri di indipendenza viene rilevata in oltre il 75% dei casi e la remunerazione degli indipendenti appare, come raccomandato dal Codice, generalmente priva della componente variabile.

L'analisi svolta dal Comitato mette in luce come la qualità sostanziale della *governance* nelle società quotate presenti ancora numerose aree "deboli" rispetto a quelle che sono le aspettative del mercato e di come gli elementi citati prima (piani di successione, indipendenza e remunerazione dei consiglieri indipendenti) stiano acquisendo un'importanza sempre maggiore per la qualità del sistema di *governance*. In materia di piani di successione, per esempio, solo il 20% delle società li adotta effettivamente (di cui oltre la metà emittenti di grandi dimensioni) e molto spesso il contenuto non è sufficientemente descrittivo.

Se si analizzano invece più nel dettaglio i consiglieri indipendenti in una situazione di rischio emerge che circa nel 50% dei casi questa non *compliance* non viene adeguatamente giustificata. Un ulteriore punto meritevole di attenzione riguarda la remunerazione percepita dai consiglieri indipendenti che, seppur formalmente rispettosa delle raccomandazioni previste dal Codice, non appare allineata con le aspettative del mercato: in oltre il 50% delle società più piccole si attesta al di sotto dei 25.000 euro e per le medie, anch'esse in una percentuale superiore al 50%, e per il 20% delle più grandi è inferiore ai 50.000 euro.

Attraverso il suo lavoro, il Comitato segnala inoltre ulteriori elementi di criticità come la scarsa previsione delle clausole di *claw-back*, poco diffuse anche fra le società più grandi, la scarsa adesione alle raccomandazioni del Codice in tema di indennità di fine rapporto e la non *compliance* in materia della definizione degli obiettivi di lungo termine nella definizione della componente variabile per gli amministratori esecutivi.

L'applicazione del Codice è fortemente influenzata dalla dimensione aziendale ovvero al settore di appartenenza: il 15% delle società, in prevalenza di piccole dimensioni, applica meno del 50% delle raccomandazioni codicistiche; il 30%, sempre in maggioranza piccole, oscilla invece tra il 50% e il 75%.

In sintesi, il lavoro del Comitato pone in evidenza come vi sia un'oggettiva difficoltà da parte delle società di dimensioni minori di aderire alle raccomandazioni codicistiche. Tali difficoltà sono rinvenibili non solo per

le imprese appartenenti al FTSE Small Cap, ma anche a quelle appartenenti al FTSE Mid. Sarebbe quindi opportuno, secondo il Comitato, promuovere un'attività di analisi delle raccomandazioni codicistiche volte alla semplificazione delle possibili misure per le società di dimensioni più contenute.

## Capitolo 3 - *Disclosure dell'executive remuneration*

### 3. La qualità della *remuneration disclosure*

La politica remunerativa dichiarata dev'essere coerente con il sistema di remunerazione introdotto dalle imprese. Se questo è senza dubbio un punto fermo, è fondamentale che, in tale contesto, ci sia un forte orientamento alla trasparenza, capace anche di andare oltre a quanto previsto dalle disposizioni normative.

La trasparenza consente di comprendere quale sia il grado di coinvolgimento e di motivazione dei vertici aziendali, nonché l'equità di trattamento e come venga distribuita la ricchezza generata dalla società tra coloro che hanno contribuito maggiormente alla sua generazione. In ultima analisi, la trasparenza in materia di remunerazione costituisce uno dei pilastri fondamentali attraverso cui generare i consensi e la fiducia.

A rafforzamento di ciò, molteplici studi (Healy, 2001; Han e Wild, 200; Leuz e Verrecchia, 2000; Verrecchia; 2000) hanno evidenziato come il soddisfacimento delle esigenze informative degli *stakeholder* sia la principale fonte di influenza sulla qualità e quantità della *disclosure*.

È, infatti, attraverso la *disclosure quality* che è possibile andare a colmare l'asimmetria informativa esistente fra manager e azionisti, andando a soddisfare le esigenze informative di natura quali-quantitativa dei secondi. E questo a prescindere della natura della documentazione fornita che, nel caso, per esempio, di informativa economica-finanziaria, è obbligatoria ovvero informazioni fornite volontariamente all'interno di report invece obbligatori.

La nozione stessa di *disclosure* richiama la componente esplicativa-descrittiva della comunicazione. Come già accennato, si può distinguere fra *disclosure obbligatoria*, quando prevista dalla normativa vigente, e *disclosure volontaria*, quando costituisce un contenuto addizionale rispetto a quanto previsto legalmente.

La letteratura su questa tematica è vasta e tocca molteplici profili: gli effetti generati dalla *disclosure quality* (Barry e Brown, 1986; Bhusan, 1989, Lange e Lundhom, 1996, Botosan, 1997; Leuz e Verrecchia, 2000; Botosan e Plumlee, 2002; Francis et al., 2008; Reverte, 2012); i fattori che determinano la qualità della *disclosure* (Singhvi e Desai, 1971; Buzby, 1972; McNally et al., 1982; Andrikopoulos e Kriklani, 2013); le variabili che determinano la politica della *disclosure* (Barry e Brown, 1986; Aboody e Kasznik, 2000); i contributi da parte degli enti che si occupano di disciplinare la *disclosure* (Watts e Zimmermann, 1987 e 1990).

Il concetto di "qualità" è estremamente delicato sia nell'accezione di quali variabili debbano essere prese in esame sia sulla sua misurazione. Un primo ottimo passo può essere quella di ricondurre alla qualità tutte le caratteristiche che vengono richiesti alla documentazione di carattere obbligatorio, quali, per esempio,

disponibilità, comprensibilità, accessibilità, completezza, rilevanza, obiettività, pertinenza, verificabilità, verità, neutralità, chiarezza, completezza, esaustività, chiarezza. Tali requisiti devono essere presenti all'interno del documento ed essere espressi attraverso indici sintetici e quindi misurabili.

La questione nella pratica appare, però, particolarmente complessa in termini di attuazione, motivo per il quale si parla di *inherently immeasurable* (Botosan, 2004), andando a indicare quella che è la migliore approssimazione possibile.

Molti studiosi collegano la qualità della *disclosure* con la quantità, ritenendola un buon *driver* di approssimazione della sua misurazione (Horngren, 1957; Robb, 1980; Dye, 1985; Barron et al., 1998; Penman, 2003; Barth et al., 2003; Bushman e Smith, 2003; Mensah et al., 2006). Un altro filone di pensiero, invece, pur riconoscendo l'importanza dell'elemento quantitativo, non lo ritiene essere un'approssimazione valida per la qualità della *disclosure*, ricercando ciò in altri fattori, quali la "ricchezza del contenuto" (Beattie et al., 2004; Beretta e Bozzolon, 2008).

È possibile procedere alla misurazione del profilo qualitativo della *disclosure* attraverso un'analisi effettuata sui contenuti da parte del ricercatore stesso (Marston e Shrikes, 1991), attraverso la creazione personale di appositi indicatori, ovvero affidandosi a indicatori di terze parti, quali agenzie di rating, analisti, istituzioni finanziarie. A prescindere della tipologia di analisi scelta, esse hanno in comune il requisito della replicabilità e questo le rende quindi metodologie oggettive (seppur, ovviamente scontano un certo grado di soggettività nella costruzione degli indici, siano provenienti dal ricercatore piuttosto che dall'ente esterno).

In questo contesto dottrinario, il presente elaborato si inserisce all'interno del dibattito sulla valutazione della qualità della *disclosure*, concentrandosi in particolar modo sull'informativa inerente al sistema di remunerazione, andando a valutare la *disclosure quality* sulla base della presenza o meno di informazioni relative a obiettivi informativi preselezionati. Nelle seguenti pagine, perciò, sono stati individuati dei requisiti di *disclosure*, alcuni dei quali soggetti a interpretazione e ancora in evoluzione, e appartenenti alle tre diverse macroaree che compongono la relazione sulla remunerazione: l'*annual statement*, il *director's remuneration policy* e l'*annual report on remuneration*. L'elaborato procede alla sintetizzazione di tali requisiti e all'indicazione di quanto potrebbe essere aggiunto attraverso la *disclosure* volontaria per incrementare il valore dell'informazione. Il tutto è corredato da esempi, *screenshots* di relazioni della remunerazione delle società quotate italiane, appartenenti al FTSE MIB, che identificano le *good practices* concretamente applicate.

### **3.1 Annual statement**

In questa parte il Presidente del Comitato per la Remunerazione provvede a spiegare il contesto di riferimento in cui opera la società e le decisioni che sono state prese durante il corso dell'anno oltre ai cambiamenti e ai risultati a seguito degli stessi. È consuetudine che l'*annual statement* costituisca l'apertura della Relazione sulla Remunerazione. La regolamentazione si preoccupa di fornire delle linee guida su quale debba essere il contenuto dell'*annual statement*, ma tali indicazioni non hanno carattere vincolante.

Il contenuto minimo legalmente previsto si articola nei seguenti punti:

- la lettera di apertura rivolta agli azionisti da parte del Presidente del Comitato per la Remunerazione;

- una sintesi che illustri le principali decisioni prese durante il corso dell'anno;
- la spiegazione, sempre sintetica, delle principali modifiche avvenute nel *compensation package* degli amministratori durante il corso dell'anno;
- l'illustrazione del contesto in cui tali cambiamenti e decisioni sono avvenuti.

A titolo esemplificativo, il seguente *screenshot* riporta l'*annual statement* da parte di Michele Perini, Presidente del Comitato per la Remunerazione di Mediaset che apre la Relazione sulla Remunerazione del 2016.

Gruppo Mediaset - Relazione sulla remunerazione

---

### Lettera del Presidente del Comitato per la Remunerazione

Cari Azionisti,

ho il piacere di illustrarvi la Relazione sulla Remunerazione di Mediaset S.p.A., sottoposta al voto dell'Assemblea ordinaria dei soci, alla cui elaborazione hanno contribuito attivamente i consiglieri Bruno Ermolli e Ferdinando Napolitano, che ringrazio vivamente.

Nel corso dell'esercizio, il Comitato per la Remunerazione ha provveduto a svolgere una profonda riflessione sulla struttura retributiva della società, con l'intento, nel rispetto delle linee guida approvate all'inizio del mandato consiliare, di migliorarne l'allineamento alle *best practice* di mercato nazionali ed internazionali, e di garantire una politica di remunerazione coerente con la struttura del Gruppo e la sua strategia aziendale.

A seguito delle sue valutazioni interne, il Comitato per la Remunerazione ha convenuto di introdurre elementi di innovazione e di maggiore disclosure. Il frutto di questa attività è sintetizzato in questa Relazione sulla Remunerazione che intende sottolineare la volontà del Comitato di instaurare un dialogo efficace e trasparente con azionisti e investitori e porre le basi per un percorso di continuo miglioramento che si esplicherà ulteriormente nel corso dei prossimi anni.

Le principali novità introdotte nel 2017 riguardano il sistema di incentivazione variabile a breve termine, denominato SIA, a beneficio degli Organi Delegati, dei Dirigenti con responsabilità strategiche e più in generale di tutti i dirigenti del Gruppo. Sono stati definiti ed esplicitati gli obiettivi quantitativi di natura economico-finanziaria, illustrata la scala che determina l'accesso al sistema e che può limitarne ex-ante il livello target ed è stato rappresentato il meccanismo di correlazione fra performance individuale e relativo livello di *pay out*.

Nell'ambito dei sistemi incentivanti, sia di breve che di lungo periodo, nella relazione viene inoltre offerta una più dettagliata descrizione dei livelli di *pay mix* di tutti i beneficiari, dei meccanismi e dei limiti massimi erogabili nei vari scenari che possono verificarsi.

In riferimento ad altri elementi della retribuzione, a partire dal 2017 gli eventuali nuovi patti di non concorrenza che saranno istituiti saranno erogati ed attivati al termine del rapporto di lavoro dei beneficiari interessati. È stato stabilito inoltre che non è prevista alcuna facoltà di erogare compensi discrezionali aggiuntivi, fatto salvo operazioni di straordinaria natura.

Il mio auspicio è che nella Relazione sulla remunerazione emerga l'impegno profuso quest'anno nel garantire un'adeguata rappresentazione della struttura retributiva di Mediaset a sostegno dei suoi obiettivi di business, fiducioso che sia maggiormente in linea con le aspettative di Voi azionisti.

Milano, 12 aprile 2017

Il Presidente del Comitato per la Remunerazione  
Michele Perini

---

4

Il contesto in cui il Comitato ha operato

Le principali decisioni prese durante l'anno

Le modifiche avvenute nel *compensation package* degli amministratori

Se quello riportato nell'esempio costituisce una "forma base" e ampiamente sufficiente dell'*annual statement*, è possibile individuare ulteriori elementi che, ove presenti, forniscono un *add value* al lettore. Sono stati individuati i seguenti:

- l'illustrazione di come il contesto economico in cui la società opera abbia impattato sulla politica remunerativa;
- l'illustrazione dell'effetto che l'ambiente di riferimento ha nel determinare la politica remunerativa;
- fornire l'evidenza delle prestazioni attraverso l'ausilio di *key metrics*;
- spiegare come il Comitato per la Remunerazione si sia adoperato per venire incontro e accontentare le richieste degli azionisti;
- fornire una sintesi degli incentivi percepiti dagli amministratori esecutivi;
- spiegare nel dettaglio qualsiasi decisione discrezionale presa dal Comitato;
- includere qualsiasi altra informazione, non prevista dalla normativa, che abbia natura rilevante.

Di seguito alcuni esempi di Relazioni in cui è possibile ritrovare gli elementi sopraelencati.

### Cari Azionisti,

il settore bancario nel quale operiamo è in costante evoluzione, sia dal punto di vista regolamentare sia dal punto di vista delle prospettive di crescita e delle esigenze dei nostri clienti.

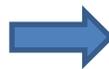
In questo contesto, è importante essere preparati a cogliere le opportunità che si presentano, anche attraverso la definizione di politiche retributive che supportino il raggiungimento degli obiettivi strategici di business, motivando e premiando le risorse migliori e garantendo la sana e prudente gestione del rischio.

Le strutture e gli strumenti retributivi di cui UniCredit si è dotata da alcuni anni mirano ad accompagnare l'impegno della banca ad allineare gli interessi di tutti gli stakeholder per il conseguimento di una profittabilità di lungo termine, nel rispetto dei requisiti regolamentari nazionali e internazionali e in linea con le prassi di mercato.

Tale approccio, con riferimento al 2016, ha portato all'adozione di decisioni retributive coerenti con i risultati della banca, confermando lo stretto legame tra remunerazione, rischio e sostenibilità della performance.

Tra i principali elementi di novità, in coerenza con il momento storico dell'*Industry* prima che dell'azienda, viene rivisto l'obiettivo di politica per la componente fissa della remunerazione, che prende come riferimento la mediana di mercato.

### Relazione sulla Remunerazione 2017 del Gruppo Unicredit



Questi passaggi dell'*annual statement* mettono in luce quale sia stato l'impatto dell'ambiente e del contesto economico sulle politiche di remunerazione

Le Linee Guida di Politica retributiva per il mandato 2017-2020 prevedono pertanto l'adozione di un sistema di incentivazione variabile basato su un'architettura semplificata (due piani anziché tre) nonché l'introduzione di un nuovo Piano di Incentivazione di Lungo Termine a base azionaria, al fine di rafforzare nel management la cultura della gestione del rischio d'impresa. Il nuovo Piano di lungo termine mantiene obiettivi coerenti alle attese del mercato (TSR) e al profilo industriale e ciclo di business della società (NPV delle riserve certe), misurati in rapporto alle performance di un gruppo di peers internazionali, in un arco triennale di vesting. Tale Piano, nell'ambito della revisione complessiva del sistema di incentivazione variabile, rappresenta il cambiamento più significativo della Politica 2017, la cui attuazione sarà demandata ai Consiglieri che saranno nominati a valle del prossimo rinnovo degli organi societari.

### Relazione sulla Remunerazione 2017 Eni

Esempio di sintesi degli incentivi percepiti dagli amministratori esecutivi



## Relazione sulla Remunerazione Enel 2017

Ricordo che, nel 2015, è stato introdotto quale obiettivo prevalente del piano di lungo termine (con un peso pari al 60%) il *Total Shareholders' Return* ("TSR"), confrontando il TSR medio di Enel con quello di un paniere composto dai principali *peers* della Società (EdF, EDP, EOn, Engie, Iberdrola e RWE). Lo scorso anno si è ritenuto opportuno sostituire il paniere dei *peers* con un indice che contenga le aziende più confrontabili ad Enel: l'*Eurostoxx Utilities – Area Euro* (Unione Economica e Monetaria - UEM).

Considerato che in tale indice sono presenti anche Enel ed Endesa e che quindi vi è una correlazione tra l'indice stesso e l'andamento del titolo Enel, si è ritenuto opportuno modificare la scala di *performance* stesso e abbassando la soglia di *overperformance*. A tale riguardo peraltro, al fine di rafforzare la correlazione tra l'interesse degli azionisti e la remunerazione del *top management*, l'innalzamento della soglia di accesso è stato effettuato in misura molto più significativa rispetto all'abbassamento della soglia di *overperformance* (10% vs 5%).



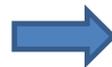
Performance espresse attraverso *key metrics*

Tra le attività più significative a cui il Comitato ha contribuito nel corso del 2016, non possiamo non menzionare il lancio del secondo piano di acquisto di azioni a condizioni agevolate "YES Plan" (Your Employee Share): il piano esiste dal 2013 e sta permettendo a tutti i dipendenti del Gruppo in 28 paesi di acquistare azioni della società a condizioni agevolate. Includendo anche le adesioni ricevute nella campagna di dicembre 2016, si stima che i dipendenti azionisti siano più del 50%. Noi crediamo che YES sia uno strumento importante per rafforzare il coinvolgimento dei dipendenti e il loro senso di appartenenza al nostro Gruppo.

## Relazione sulla Remunerazione 2017 Prysmian

Inoltre, il Comitato nel 2016 ha fornito il proprio supporto in merito alla costruzione e revisione dei pacchetti retributivi degli Amministratori Esecutivi e investiti di particolari cariche, dei Dirigenti con Responsabilità Strategiche e del Responsabile dell'Internal Audit e Compliance di Gruppo, in linea con le politiche interne del Gruppo e con le migliori prassi di mercato.

Un'altra attività rilevante del 2016 è stata per il Comitato l'implementazione del piano di successione per le posizioni di vertice del Gruppo. Tale piano ha avuto le sue fondamenta nel processo di valutazione del talento (P4) a cui si è affiancato un processo di assessment tramite un partner internazionale, che ha integrato i feedback interni con una prospettiva di mercato.



Esempio di informazioni aggiuntive fornite volontariamente

Infine Prysmian si è data come obiettivo strategico nella gestione delle risorse umane la valorizzazione delle diversità e delle pari opportunità in azienda e a fronte di questo ha intrapreso un percorso iniziato con l'implementazione di una "diversity and inclusion" policy globale e lo sviluppo di iniziative dedicate a supporto. Tra le iniziative, nel corso del 2016, Prysmian ha lanciato un programma denominato "Side By Side" con l'obiettivo di promuovere e supportare la diversity in azienda. L'ambito di attività riguarderà in prima battuta il supporto alla diversità di genere per poi estendersi a diversità di altra natura (età, cultura, etc.).

Dalla data di insediamento questo Comitato ha infatti cercato di vivere il proprio ruolo realizzando le seguenti attività e raggiungendo i seguenti risultati:

- adeguato continuamente il sistema di remunerazione di Terna sia per garantirne il costante allineamento con le *best practice* internazionali e con la normativa europea e nazionale sia per supportare e favorire lo sviluppo della Società in coerenza con il suo piano industriale. Performance del Gruppo e creazione di Valore confermano la bontà delle politiche retributive: dall'IPO risultati solidi e in crescita;
- introdotto in maniera volontaria specifiche clausole di *clawback* sulla parte variabile dei compensi correlati ad obiettivi di performance;
- supportato il CdA nella definizione del nuovo Piano di incentivazione di lungo termine ("Piano LTI 2016-2018") caratterizzato:
  - da un periodo di "vesting" triennale (rispetto al vesting biennale del Piano precedente),
  - dal differimento nella corresponsione di una quota rilevante dell'incentivo, in modo da rendere ancora più efficace l'applicazione di meccanismi di *malus*,
  - dal condizionamento al raggiungimento sia di obiettivi di performance azionaria ed economico-finanziaria, come il *Total Shareholder Return*, che di un obiettivo di sostenibilità, in risposta alla crescente attenzione degli investitori per i temi di sostenibilità ed in coerenza con l'importanza che Terna attribuisce alle tematiche di responsabilità socio-ambientale;
- descritto il ciclo annuale di attività del Comitato per la Remunerazione;
- migliorato gli standard di *Disclosure* e di fruibilità della Relazione Annuale sulla Remunerazione, prendendo atto delle novità normative e recependo le istanze dei *proxy advisors* e degli investitori istituzionali anche ripensando alla modalità di esposizione dei principali contenuti grazie all'introduzione di alcune esemplificazioni grafiche;
- fornito una trasparenza significativamente ampliata nell'esposizione degli obiettivi connessi all'incentivazione variabile sia di breve che di lungo termine, attraverso la descrizione puntuale del contenuto dei singoli obiettivi e delle curve di premio ad essi associate;
- presentato un quadro di sintesi degli elementi che compongono il *compensation package* del Presidente, dell'Amministratore Delegato e Direttore Generale dell'Azienda, nonché dei Dirigenti con Responsabilità Strategiche, anche mediante la rappresentazione degli importi massimi erogabili in relazione alla componenti variabili della remunerazione di breve e lungo termine ed al *pay mix* dell'Amministratore Delegato e Direttore Generale;
- introdotto la descrizione, nel paragrafo "*Shareholder Engagement*", delle principali iniziative di comunicazione intraprese con i principali destinatari e fruitori della Politica della Società in materia di remunerazione;
- introdotto una politica per i Dirigenti con Responsabilità Strategiche, che sono stati nominati, per la prima volta in Azienda, con effetto dal 1° gennaio 2017.

Questi interventi hanno permesso al Gruppo Terna di migliorare il livello di consapevolezza degli *shareholder* che infatti hanno via via espresso un giudizio favorevole alla Politica di Remunerazione, basti ricordare i forti incrementi nell'esito delle votazioni.

## Relazione sulla Remunerazione 2017 Terna



Come il Comitato per la Remunerazione si sia adoperato per far fronte alle richieste degli azionisti

### 3.2 La politica sulla remunerazione

La politica di remunerazione identifica l'approccio proposto dagli amministratori alla remunerazione per il successivo triennio. Sebbene non sussista un obbligo di includere la politica di remunerazione all'interno della Relazione sulla Remunerazione nel caso in cui gli azionisti non abbiano voto vincolante, questo comportamento è spesso incoraggiato dagli azionisti stessi al fine di migliorare la comprensione dei contenuti della Relazione. Il prospetto delle politiche di remunerazione riveste un'importanza fondamentale in quanto, una volta approvato, non consentirà di effettuare pagamenti che risultino incoerenti rispetto a quanto dichiarato nel prospetto, a meno che non sia oggetto di specifica approvazione o derivante da un accordo stipulato prima del 27 giugno 2012. La stesura di questa parte nella Relazione sulla Remunerazione è richiesta solo in quegli anni dove è previsto il voto vincolante degli azionisti sulla politica remunerativa. Negli anni intermedi, la Relazione può essere composta dal solo *annual statement* e dall'*annual report on remuneration*, a condizione che sulla Relazione stessa venga indicato dove possa essere reperita una copia della politica di remunerazione e la data assembleare di approvazione della stessa.

Essendo vincolante il voto degli azionisti su questa parte della relazione, le informazioni del prospetto devono essere facilmente comprensibili e sintetiche per cui è prevista la forma tabellare, le aziende hanno però potere discrezionale su come presentare la tabella.

L'ordinamento riconosce la necessità di essere flessibile per il CDA e l'oggettiva difficoltà nel fissare obiettivi prestazionali di medio-lungo termine. È perciò sufficiente che venga illustrato come sarà attuata la politica retributiva dell'anno successivo e su quali obiettivi di performance saranno calcolati i premi variabili.

Andando ad analizzare con un grado di maggiore dettaglio, i requisiti sono:

- descrizione di ogni componente della tabella:
  - mostrare il contributo che ogni componente della politica di remunerazione ha sugli obiettivi di breve e di medio-lungo termine;
  - spiegare la funzione di ogni elemento della politica remunerativa;
  - la fissazione di un cap massimo per ogni voce della politica remunerativa che può percepire un amministratore;
  - descrivere come vengano misurate le performances e il peso di ogni obiettivo;
  - stabilire e comunicare i diversi compensi in relazione alla *performance* di un certo obiettivo;
  - illustrare quanto previsto in materia di *malus* e di clausola di *claw-back*
- esplicitare la data, inteso come primo anno di applicazione, da cui trova applicazione la politica remunerativa;
- indicare, se non presente nella Relazione, dove poter reperire la politica di remunerazione societaria;
- evidenziare tutti quegli elementi della politica di remunerazione che abbiano un impatto per più anni o il cui periodo di *vesting* sia soggetto a una futura approvazione.

Gli elementi discrezionali, ma dall'indubbio valore aggiunto, possono essere identificati nei seguenti:

- la descrizione della politica di remunerazione in merito agli amministratori non esecutivi in una tabella separata;
- mostrare in una tabella separata o mediante rappresentazione grafica come la componente variabile della remunerazione sia allineata con gli obiettivi strategici di business;
- fornire spiegazione alle eventuali scelte discrezionali intraprese dal CDA;
- selezionare un formato tabellare che sia coerente con la Relazione stessa;
- il contenuto della tabella dev'essere coerente ed essere possibile fare riferimenti incrociati con la parte della Relazione che va ad illustrare l'implementazione della politica di remunerazione negli anni successivi.

Di seguito alcuni *screenshots* d'esempio

#### 2.7 Clawback/Malus

Dal 2016 è stata inserita nel sistema incentivante di breve termine (MBO) e nel sistema incentivante di lungo termine (LTIP 2016-2018) la clausola di Clawback, così come richiesto dal Codice di Autodisciplina (punto f) dell'art. 6.C.1). In particolare, la clausola consente all'Azienda di chiedere la restituzione, in tutto o in parte, di componenti variabili della remunerazione (o di trattenerne componenti oggetto di differimento), la cui assegnazione è stata determinata sulla base di dati o informazioni che si rivelino in seguito manifestamente errati o dovuti a casi di comportamenti fraudolenti o di colpa grave dei destinatari.

#### Relazione sulla Remunerazione 2017 di Brembo



## 1.12 Informativa ex ante sugli obiettivi 2017-2019 dell'Amministratore Delegato e del Direttore Generale

Per tutto l'orizzonte del Piano Strategico *Transform 2019*, la remunerazione variabile dell'Amministratore Delegato e del Direttore Generale di gruppo è coperta dal Piano di Incentivazione a Lungo Termine 2017-2019 basato sugli obiettivi del Piano Strategico e complessivamente allineato al *Risk Appetite Framework*.

La relativa scheda obiettivi è rappresentata di seguito:

	KPI	Perimetro	Peso	Target <i>Transform 2019</i>	Criteri di assessment	
					Soglia	Pagamento
Value creation	ROAC	Group	50%	9%	≥ 9%	100%
					8% - 9%	0% - 100% <sup>2</sup>
					< 8%	0%
Industrial sustainability	Cost/Income ratio	Group	25%	52%	≤ 52%	100%
					55% - 52%	0% - 100% <sup>2</sup>
					> 55%	0%
Risk	NET <sup>1</sup> NPE	Group	25%	20,2 bn	≤ 20,2 bn	100%
					22 - 20,2 bn	0% - 100% <sup>2</sup>
					> 22 bn	0%

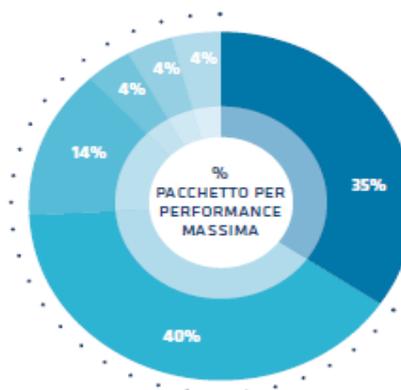
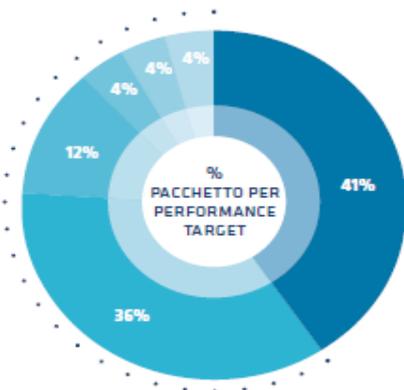
<sup>1</sup> Net Non Performing Exposure (after provisions)  
<sup>2</sup> Linear progression (eg. 50% payout for ROAC at 8,5%)

Dettagli  
Sez III - Paragrafo 5.5

## Relazione sulla Remunerazione 2017 di Prysmian

### PAY-MIX E COLLEGAMENTO CON LA PERFORMANCE

Amministratori Esecutivi e Dirigenti con Responsabilità Strategiche



## Relazione sulla Remunerazione 2017 Leonardo

### SCHEDA DI SINTESI

(DRS = Dirigenti con Responsabilità Strategiche)

POLITICA DI REMUNERAZIONE 2017			
COMPONENTE	FINALITA' E CARATTERISTICHE DI BASE	CRITERI DI DETERMINAZIONE E CONDIZIONI DI PERFORMANCE	IMPORTI E PAYOUT TEORICI
<b>REMUNERAZIONE VARIABILE DI MEDIO-LUNGO TERMINE:</b> <b>PIANO DI INCENTIVAZIONE</b>	<b>FINALITA'</b> Focalizzare le posizioni manageriali chiave sul raggiungimento degli obiettivi del piano industriale della Società. <b>PIANO DI INCENTIVAZIONE</b> Creare le condizioni per una maggiore convergenza di interessi di manager e azionisti. Allinearsi maggiormente alle prassi del peer di settore e, più generalmente, alle prassi adottate dalle grandi aziende quotate europee. Rispondere positivamente alle aspettative degli investitori in tema di remunerazione del management. <b>VESTING</b> Il sistema è articolato su cicli triennali ricorrenti che decorreranno da ciascuno degli esercizi 2015, 2016 e 2017. L'incentivo è condizionato al raggiungimento di obiettivi determinati a 3 anni, il conseguimento degli obiettivi cui è legato l'incentivo sarà verificato e consuntivato alla fine di ciascun triennio. <b>LOCK-UP</b> Decorso il periodo di vesting triennale, il piano prevede per l'Amministratore Delegato e Direttore Generale, i Dirigenti con Responsabilità Strategiche e altre figure apicali un periodo di lock-up di 1 anno. Durante questo periodo il 50% delle azioni attribuite sono soggette a vincoli di non trasferibilità.	1) <b>Total Shareholder Return (TSR)</b> Leonardo relativo rispetto a TSR di un "peer group" - peso 50% dell'incentivo totale 2) <b>Return on Sales (ROS)</b> di Gruppo - peso 25% dell'incentivo totale 3) <b>Indebitamento Netto di Gruppo</b> - peso 25% dell'incentivo totale Per il TSR la performance sarà misurata in base al posizionamento di Leonardo rispetto al "peer group": - pari o superiore al TSR delle aziende classificate alle prime quattro posizioni: 100% del premio - inferiore al TSR dell'azienda classificata in quarta posizione e pari o superiore al TSR della azienda classificata in sesta posizione: 50% del premio - inferiore al TSR dell'azienda classificata in sesta posizione e pari o superiore al TSR della azienda classificata in ottava posizione: 25% del premio - inferiore al TSR dell'azienda classificata alla ottava posizione: nessuna erogazione Per Return on Sales e Indebitamento Netto di Gruppo è definita una soglia minima di risultato al raggiungimento della quale matura quota parte del premio (50%) ed un risultato massimo al raggiungimento del quale matura l'intero premio. Risultati intermedi prevedono premi calcolati in maniera proporzionale.	L'incentivo è articolato su una componente monetaria ed una espressa in azioni ordinarie Leonardo, in diversa proporzione tra azioni e denaro a seconda dei livelli manageriali coinvolti: <b>Fascia A:</b> 100% in azioni <b>Fascia B:</b> 70% in azioni e 30% in denaro <b>Fascia C:</b> 70% in denaro e 30% in azioni <b>PAYOUT AD/DG</b> Assegnazione triennale per il terzo ciclo di Piano 2017-2019 di n. 57.130 azioni determinato dividendo l'incentivo massimo di € 623.000 per il prezzo unitario per azione di € 10,87 utilizzato per la conversione degli incentivi in sede di attuazione del piano. <b>PAYOUT DRS</b> Assegnazione triennale per il terzo ciclo di Piano 2017-2019 di un numero di azioni pari al 140% della retribuzione annua lorda determinato assumendo a riferimento il prezzo unitario per azione di € 10,87 utilizzato per la conversione degli incentivi in sede di attuazione del piano.
<b>PROVIDENZE NON MONETARIE</b>	Sono attribuite coerentemente con le finalità di total reward applicate nell'ambito del Gruppo Leonardo	Le provvidenze non monetarie sono definite coerentemente con le previsioni di legge, di contratto collettivo e dagli altri accordi sindacali applicabili.	<b>AD/DG</b> - Partecipazione al Piano di previdenza complementare presso il Fondo pensione nazionale di categoria Previdai e Assistenza Sanitaria integrativa/sostitutiva FASI + ASSIDA - Coperture Assicurative - Auto ad uso promiscuo <b>DRS</b> Tra le provvidenze non monetarie assegnabili sono inclusi: - Partecipazione al Piano di previdenza complementare presso il Fondo pensione nazionale di categoria Previdai - Assistenza Sanitaria integrativa/sostitutiva FASI + ASSIDA - Coperture Assicurative - Auto ad uso promiscuo - Alloggio per uso foresteria
<b>TRATTAMENTI IN CASO DI CESSAZIONE DALLA CARICA E RISOLUZIONE DEL RAPPORTO</b>	Finalità di retention connesse al ruolo rivestito in linea con le strategie, i valori e gli interessi a lungo termine determinati dal Consiglio di Amministrazione.	Determinati in relazione al valore aggiunto rispetto allo sviluppo ed al mantenimento del business, nonché all'ambito di estensione delle eventuali obbligazioni di non concorrenza.	<b>PRESIDENTE</b> Nessun trattamento previsto. <b>AD/DG</b> All'atto della risoluzione del rapporto di lavoro dirigenziale = 3 annualità + competenze previste dal CCNL. <b>DRS</b> Competenze previste dal CCNL + eventuali trattamenti definiti su base individuale.

## Relazione sulla Remunerazione 2017 FCA

### Financial Highlights

Worldwide consolidated shipments of 4,482 million units

Net revenues of €111,018 million, in line with 2015

Adjusted EBIT of €6,056 million, which reflected a 26 percent increase over 2015, with all segments profitable and improving year-over-year

Adjusted net profit of €2,516 million, which increased 47 percent from 2015

Net industrial debt was €4.6 billion at December 31, 2016, which was €0.4 billion lower than €5.0 billion at December 31, 2015

Strong available liquidity at December 31, 2016 at €23.8 billion

### Key Achievements

Key products launched in the year:

- Maserati Levante
- Chrysler Pacifica
- Jeep Compass
- Alfa Romeo Giulia
- Fiat 124 Spider
- Fiat Toro
- Fiat Tipo hatchback and station wagon versions

In December 2016, Google's Self-Driving Car Project, Waymo, and FCA announced the completion of production of 100 Chrysler Pacifica Hybrid minivans, uniquely built to enable fully self-driving operations

Dodge Dart and Chrysler 200 production ended and the process of re-purposing NAFTA capacity for truck and SUV production began

Globalized production of Jeep completed; GAC FCA JV fully operational with the production of three Jeep SUVs

Continued strong performance in NAFTA, with margin improving to 7.4 percent from 6.4 percent, and improvements in all other segments, in particular EMEA and Maserati, whose margin more than doubled to 9.7 percent

Increase primarily driven by strong operating performance; Net financial expenses also decreased primarily due to gross debt reduction

Operating cash flow from industrial activities, net of capital expenditures of €8.8 billion, reached €1.8 billion for the year; significant reduction of gross debt balances of €3.8 billion

Elimination of the restrictions on the free flow of capital within the Group and a more efficient capital structure; Second €2.5 billion tranche of FCA revolving credit facility ("RCF") is available for total of €5.0 billion RCF

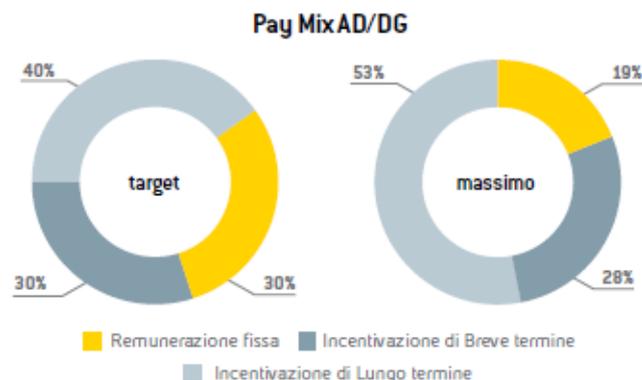
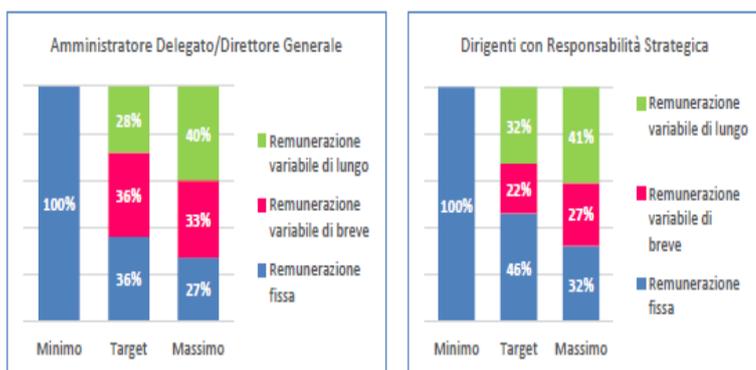
### 3.2.1 Applicazione della politica di remunerazione

Le società devono preoccuparsi di includere nella Relazione i vari scenari di risultato, allegando anche una descrizione delle basi di calcolo utilizzate e delle ipotesi. Tale requisito ha carattere prescrittivo. Come per i precedenti paragrafi, anche qui seguono esempi.

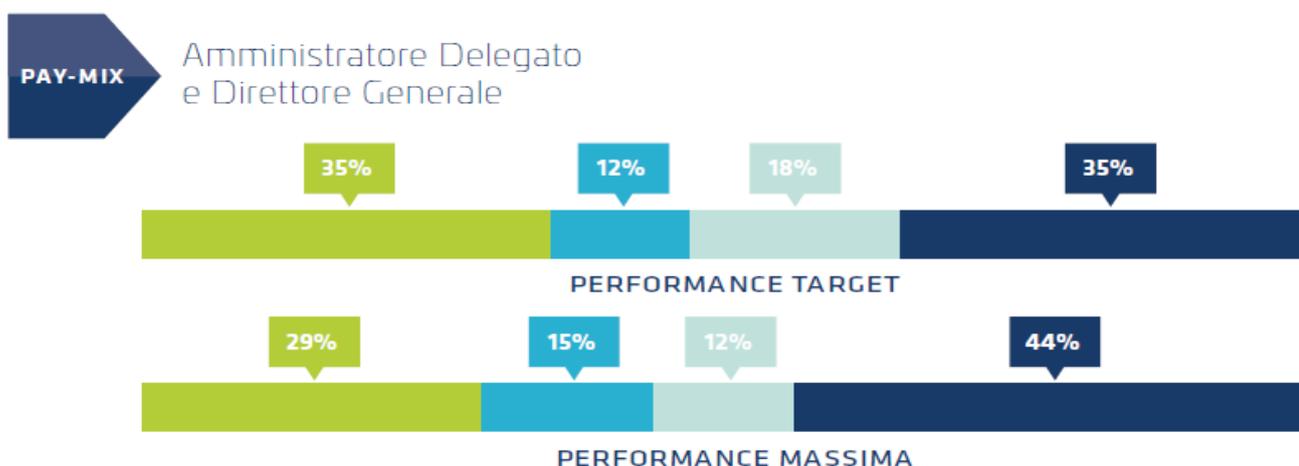
#### Relazione sulla Remunerazione 2017 di Enel

#### Relazione sulla Remunerazione 2017 di Eni

Variatione dei compensi dell'Amministratore Delegato/Direttore Generale e dei Dirigenti con responsabilità strategiche in funzione del raggiungimento degli obiettivi di performance



#### Relazione sulla Remunerazione 2017 di Prysmian



#### Relazione sulla Remunerazione 2017 di Italgas



### 3.3 Il report sulla remunerazione

In questa parte del report viene presentato il dettaglio delle voci che compongono la remunerazione e, quindi, l'implementazione della politica remunerativa durante l'anno finanziario. Congiuntamente, all'*annual statement*, l'*annual report on remuneration* è sottoposto al voto consultivo degli azionisti.

#### 3.3.1 Il *compensation package*

È necessario che venga indicato quanto percepito da ogni amministratore che abbia ricoperto tale incarico durante l'anno finanziario, a prescindere della durata della carica, includendo il dettaglio delle voci. I regolamenti prescrivono nel dettaglio le informazioni che devono essere riportate in ogni colonna della tabella, consentono però di riordinare le colonne che includono sub-totali e una tabella a parte per la remunerazione degli amministratori non esecutivi.

Le aziende godono di potere discrezionale nella scelta dell'anno finanziario in cui includere i bonus o la maturazione dei LTI nel caso in cui l'obiettivo sia stato sostanzialmente, ma non pienamente, raggiunto durante l'esercizio in corso.

Possono essere incluse stime delle cifre che si andranno a corrispondere agli amministratori nell'esercizio in corso, tali somme devono essere comparate attraverso un "*true-up*" con quelle percepite nell'anno precedente, motivando il tutto attraverso una nota esplicativo.

Il report può riportare somme con segno negativo solo se esse riguardano il recupero o la ritenuta di importi già comunicati nell'anno precedente; per tutti gli altri caso do valori negativi dev'essere riportato come importo uno 0.

In sintesi, quanto richiesto:

- l'espressione in formato tabellare delle informazioni richieste per ogni amministratore. La tabella dev'essere composta da cinque righe o colonne più una dedicata ai totali, come di seguito:
  - colonna (a): deve indicare i salari e le *fees*;
  - colonna (b): deve indicare i *benefits* percepiti tassabili;
  - colonna (c): l'ammontare totale dei bonus percepiti;
  - colonna (d): gli importi provenienti dai LTI e le opzioni *vested* le cui condizioni di godimento sono state raggiunte, o sostanzialmente raggiunte, durante l'anno finanziario;
  - colonna (e): gli importi pensionistici
  - è richiesta l'aggiunta di una colonna/riga addizionale per qualunque altra voce di remunerazione;
  - l'inserimento di note a piè di pagina che illustrino come siano stati calcolati gli importi presenti nelle colonne

Gli elementi che potrebbero fornire un "*add value*" possono essere identificati in:

- includere i totali parziali per poter distinguere gli importi che vengono corrisposti immediatamente rispetto a quelli soggetti a dilazione;

- inserire in un'apposita tabella i compensi previsti per gli amministratori non esecutivi;
- includere ulteriori totali parziali derivanti da eventuali disposizioni di altre normative;
- la ricerca di un format diverso per la tabella in cui sono riportati gli importi che possa favorire una maggiore trasparenza.

Di seguito i consueti esempi.

### Relazione sulla Remunerazione 2017 di Bper Banca

(A) Nome e cognome	(B) Carica	(C) Periodo per cui è stata ricoperta la carica	(D) Scadenza della carica	(1) Compensi fissi	(2) Compensi per la partecipazione a comitati	(3) Compensi variabili non equity		(4) Benefici non monetari	(5) Altri compensi	(6) Totale	(7) Fair Value dei compensi equity	(8) Indennità di fine carica o di cessazione del rapporto di lavoro
						Bonus ed altri incentivi	Partecipazione agli utili					
ODORICI LUIGI	Vice Presidente fino al 20/12/2016* Presidente dal 20/12/2016	01/01-31/12	Assemblea 2017									
(I) Compensi nella società che redige il bilancio				126	39	-	-	-	-	165		
(II) Compensi da controllate				121	7	-	-	3	-	131		
(III) Compensi da collegate				-	-	-	-	-	-	-		
<b>(III) Totale</b>				<b>247</b>	<b>46</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>3</b>	<b>-</b>	<b>296</b>		
VANELLI ALESSANDRO	Amministratore Delegato*	01/01-31/12	Assemblea 2018									
(I) Compensi nella società che redige il bilancio				909	27	-	-	-	-	936		
(II) Compensi da controllate				15	-	-	-	-	-	15		
(III) Compensi da collegate				23	-	-	-	-	-	23		
<b>(III) Totale</b>				<b>947</b>	<b>27</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>974</b>		
ARRU ANGELO ANTONIO	Consigliere	01/01-16/04	Assemblea 2016									
(I) Compensi nella società che redige il bilancio				18	8	-	-	-	-	26		
(II) Compensi da controllate				57	-	-	-	1	-	58		
(III) Compensi da collegate				-	-	-	-	-	-	-		
<b>(III) Totale</b>				<b>75</b>	<b>8</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>1</b>	<b>-</b>	<b>84</b>		
BERNARDINI MARA	Consigliere	01/01-31/12	Assemblea 2017									
(I) Compensi nella società che redige il bilancio				59	40	-	-	-	-	99		
(II) Compensi da controllate				-	-	-	-	-	-	-		
(III) Compensi da collegate				-	-	-	-	-	-	-		
<b>(III) Totale</b>				<b>59</b>	<b>40</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>99</b>		
CASSANI PIETRO	Consigliere	22/6-31/12	Assemblea 2018									
(I) Compensi nella società che redige il bilancio				30	-	-	-	-	-	30		
(II) Compensi da controllate				-	-	-	-	-	-	-		
(III) Compensi da collegate				-	-	-	-	-	-	-		
<b>(III) Totale</b>				<b>30</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>30</b>		

### Relazione sulla Remunerazione 2017 di Luxottica

A Nome e Cognome	B Carica	(1) Piano	(2) Bonus dell'anno			(3) Bonus anni precedenti			(4) Altri Bonus
			(A) Erogabile/Erogato	(B) Differito	(C) Periodo di differimento	(A) Non piu' erogabili	(B) Erogabile/Erogato	(C) Ancora differiti	
Massimo Vian	Amministratore Delegato Prodotto & Operations	MBO 2016	1.100.000						
		LTI Cash Plan 2016 - 2019		3.900.000	24 ottobre 2016 - 31 dicembre 2019				
Dirigenti con responsabilità strategiche N. 8 dipendenti dell'Emittente		MBO 2016	4.458.650						
		LTI Cash Plan 2016 - 2019		10.900.000	24 ottobre 2016 - 31 dicembre 2019				
<b>(III) Totale</b>			<b>5.558.650</b>	<b>14.800.000</b>					

## Relazione sulla Remunerazione 2017 di Enel

A Cognome e Nome	B Carica	(1) Piano	(2) Bonus dell'anno			(3) Bonus di anni precedenti			(4) Altri bonus
			(A)	(B)	(C)	(A)	(B)	(C)	
			Erogabile/Erogato	Differito	Periodo di differimento	Non più erogabili	Erogabile/Erogati	Ancora differiti	
Francesco Starace	Amministratore Delegato / Direttore Generale	MBO 2016	1.386.000	-	-	-	-	-	-
		LTI 2014 <sup>(1)</sup>	-	-	-	-	267.585	624.366 <sup>(2)</sup>	-
A Cognome e Nome	B Carica	(1) Piano	(2) Bonus dell'anno			(3) Bonus di anni precedenti			(4) Altri bonus
--	Dirigenti con responsabilità strategiche		(A)	(B)	(C)	(A)	(B)	(C)	
			Erogabile/Erogato	Differito	Periodo di differimento	Non più erogabili	Erogabile/Erogati	Ancora differiti	
(I) Compensi nella società che redige il bilancio		MBO 2016	3.204.175	-	-	-	-	-	-
		LTI 2013	-	-	-	-	1.812.654	-	-
		LTI 2014	-	-	-	-	1.071.465	2.500.085 <sup>(2)</sup>	-
(I) Sub-totale			3.204.175	-	-	-	2.884.119	2.500.085	-
(II) Compensi da controllate e collegate		MBO 2016	1.487.250	-	-	-	-	-	-
		LTI 2013	-	-	-	-	1.031.592	-	-
		LTI 2014	-	-	-	-	527.481	1.230.789 <sup>(2)</sup>	-
(II) Sub-totale			1.487.250	-	-	-	1.559.073	1.230.789	-
(III) Totale			4.691.425	-	-	-	4.443.192	3.730.874	-

## Relazione sulla Remunerazione 2017 di Generali Assicurazioni

Soggetto Nome e cognome	Periodo per cui è stata ricoperta la carica	Scadenza della carica	Compensi (in Euro)							Fair value dei compensi equity	Ind. fine carica o cessaz. rapp. lavoro
			Emolumenti per la carica								
			Emolumenti fissi	Emolumenti variabili	Gettoni di Presenza	Bonus e altri incentivi	Benefici non monetari	Altri compensi	Totale		
<b>Paolo DI BENEDETTO</b>		<b>Totale</b>	94.480,87	--	52.000,00	--	--	--	146.480,87	--	--
Membro CdA	28.4-31.12.2016	Approvazione Bil 2018	67.486,34	--	40.000,00	--	--	--	107.486,34	--	--
Presidente Comitato Operazioni Parti Correlate	28.4-31.12.2016	Approvazione Bil 2018	16.871,58	--	4.000,00	--	--	--	20.871,58	--	--
Membro Comitato Corporate Governance e Sostenibilità Sociale (ex Comitato per le Nomine e la Corporate Governance)	28.4-31.12.2016	Approvazione Bil 2018	10.122,95	--	8.000,00	--	--	--	18.122,95	--	--
<b>Roberto PEROTTI</b>		<b>Totale</b>	101.229,51	--	58.000,00	--	--	--	159.229,51	--	--
Membro CdA	28.4-31.12.2016	Approvazione Bil 2018	67.486,34	--	40.000,00	--	--	--	107.486,34	--	--
Membro Comitato Controllo e Rischi	28.4-31.12.2016	Approvazione Bil 2018	20.245,90	--	14.000,00	--	--	--	34.245,90	--	--
Membro Comitato Operazioni Parti Correlate	28.4-31.12.2016	Approvazione Bil 2018	13.497,27	--	4.000,00	--	--	--	17.497,27	--	--
<b>Carolyn DITTMER</b>		<b>Totale</b>	150.000,00	--	--	--	--	--	150.000,00	--	--
Presidente Collegio Sindacale	1.1-31.12.2016	Approvazione Bil 2016	150.000,00	--	--	--	--	--	150.000,00	--	--
<b>Lorenzo POZZA</b>		<b>Totale</b>	100.000,00	--	--	--	--	--	100.000,00	--	--
Sindaco Effettivo	1.1-31.12.2016	Approvazione Bil 2016	100.000,00	--	--	--	--	--	100.000,00	--	--
<b>Antonia DI BELLA</b>		<b>Totale</b>	100.000,00	--	--	--	--	--	100.000,00	--	--
Sindaco Effettivo	1.1-31.12.2016	Approvazione Bil 2016	100.000,00	--	--	--	--	--	100.000,00	--	--
<b>Alberto MINALI</b>		<b>Totale</b>	821.428,57	--	--	1.000.000,00	101.781,26	--	1.923.209,83	254.597,00	4.777.952,93
Direttore Generale	17.3-31.12.2016		821.428,57	--	--	1.000.000,00	101.781,26	--	1.923.209,83	254.597,00**	4.777.952,93

## Relazione sulla Remunerazione 2017 di Mediobanca

(A)	(B)	(C)		Scadenza della carica	(1)			(2)	(3)		(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
					Compeni fissi	Compeni per la partecipazione a comitati	Compeni variabili non equity		Benefici non monetari	Altri compensi					
Nome e cognome	Carica	Periodo per cui è stata ricoperta la carica			Emolumenti per la carica	Ributazioni Fisse da lavoro dipendente	Totale		Bonus e altri incentivi	Partecipazione agli utili					
Elisabetta Magistretti	Consigliere di Amministrazione	01/07/16	30/06/17	30/06/17	100.000		100.000						100.000		
	Presidente del Comitato Rischi e Comitato Parti Correlate	01/07/16	30/06/17	30/06/17	80.000		80.000						80.000		
	Membro del Comitato Nomine	01/07/16	30/06/17	30/06/17	20.000		20.000						20.000		
	Membro del Comitato per le Remunerazioni	01/07/16	30/06/17	30/06/17	30.000		30.000						30.000		
	(I) Compensi nella società che redige il bilancio				230.000	—	230.000						230.000	—	—
	(II) Compensi da controllate e collegate al 30/06/2017						—						—		
(III) Totale					230.000	—	230.000	—	—	—	—	—	230.000	—	—
Alberto Pecci	Consigliere di Amministrazione	01/07/16	30/06/17	30/06/17	100.000		100.000						100.000		
	Membro del Comitato per le Remunerazioni	01/07/16	30/06/17	30/06/17	30.000		30.000						30.000		
	(I) Compensi nella società che redige il bilancio				130.000	—	130.000	—			—		130.000		
	(II) Compensi da controllate e collegate al 30/06/2017						—						—		
(III) Totale				130.000	—	130.000	—	—	—	—	—	—	130.000	—	—
Gian Luca Sichel	Consigliere di Amministrazione	01/07/16	30/06/17	30/06/17	100.000		100.000						100.000	269.889	
	(I) Compensi nella società che redige il bilancio				100.000		100.000						100.000	269.889	
	(II) Compensi da controllate e collegate al 30/06/2017					600.000	600.000		292.500		7.028		899.528		
	(III) Totale				100.000	600.000	700.000	—	292.500	—	7.028	—	999.528	269.889	—
Alexandra Young	Consigliere di Amministrazione	01/07/16	30/06/17	30/06/17	100.000	340.000	440.000		103.385			41.639	585.024	94.469	
											di cui fondo pensione integrativo				
											36.733				
	(I) Compensi nella società che redige il bilancio				100.000	340.000	440.000		103.385		41.639		585.024	94.469	
	(II) Compensi da controllate e collegate al 30/06/2017														
(III) Totale				100.000	340.000	440.000	—	103.385	—	41.639	—	585.024	94.469	—	

I regolamenti richiedono che le imprese forniscano spiegazioni per gli importi inseriti nelle tabelle, come la natura dei *benefits* e le basi che hanno portato alla determinazioni dei bonus di MBO e di LTI. I regolamenti prevedono una clausola di esclusione da qualsiasi obbligo di divulgazione in relazione a misure o obiettivi prestazionali nel caso in cui gli amministratori ritengano che tali informazioni costituiscano dati commercialmente sensibili nei confronti della società. Se le aziende fanno affidamento su questo *opt-out*, devono fornire i dettagli dell'omissione e i motivi di non divulgazione, nonché un'indicazione di quando (se del caso) le informazioni saranno segnalate agli azionisti.

Si provvede a fornire ulteriori esempi.

<p><b>AD/DG</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Partecipazione al Piano di previdenza complementare presso il Fondo pensione nazionale di categoria Previdai e Assistenza Sanitaria integrativa/sostitutiva FASI + ASSIDAI</li> <li>- Coperture Assicurative</li> <li>- Auto ad uso promiscuo</li> </ul> <p><b>DRS</b></p> <p>Tra le provvidenze non monetarie assegnabili sono inclusi:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Partecipazione al Piano di previdenza complementare presso il Fondo pensione nazionale di categoria Previdai</li> <li>- Assistenza Sanitaria integrativa/sostitutiva FASI + ASSIDAI</li> <li>- Coperture Assicurative</li> <li>- Auto ad uso promiscuo</li> <li>- Alloggio per uso foresteria</li> </ul>
---

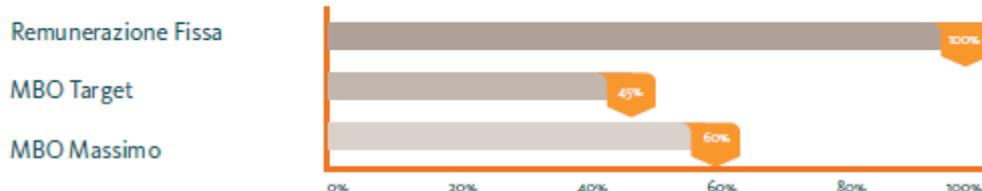
**Relazione sulla Remunerazione 2017 di Leonardo** in cui vengono segnalati i *benefits* erogati durante l'anno e i destinatari

## Relazione sulla Remunerazione 2017 di Bper Banca (MBO)

### Scheda obiettivi dell'Amministratore Delegato

		Non raggiunto	Minimo	Target	Massimo	
Performance individuale	Valutazione quantitativa (Peso 75%)	1° Margine di Gruppo	20%			
		Costi della gestione / redditività operative di Gruppo	20%			
		Crediti dubbi lordi / Impieghi lordi di Gruppo	20%			
		Prodotto bancario di Gruppo	20%			
		Quota di mercato depositi di Gruppo a livello nazionale	10%			
		Quota di mercato impieghi di Gruppo a livello nazionale	10%			
	Valutazione qualitativa (Peso 25%)					
Fattori correttivi	Common Equity Tier 1 ratio (CET1) – pillar 2				✓	
	Ratio crediti dubbi netti				✓	
	Liquidity Coverage Ratio (LCR)				✓	

### MBO dell'Amministratore Delegato



## Relazione sulla Remunerazione 2017 di Mediaset (LTI)

Variabile di medio-lungo termine	Assicura la crescita di valore dell'impresa e il conseguimento di risultati sostenibili nel tempo, la fidelizzazione delle risorse chiave e l'allineamento degli obiettivi del management con quelli degli Azionisti. Il piano viene attivato attraverso la destinazione di un quota del 25% o del 50% del premio SIA target. Tale quota viene convertita in diritti a ricevere azioni della Società; contestualmente Mediaset attribuisce al beneficiario un equivalente numero di diritti (matching)	Obiettivi di performance	Free Cash Flow di Gruppo cumulato nel triennio (50%) Risultato Netto di Gruppo cumulato nel triennio (50%)		
		Riferimento	Budget cumulato triennale (a cui corrisponde un payout del 100%)		
		Scala di payout	Range di performance: 75% - 100%		
		Valore target	in funzione della scelta individuale		
		Incidenza a target (coincide con massima) su Fisso con ipotesi destinazione del 25% al LTI	3%	18%	18%
		Incidenza a target (coincide con massima) su Fisso con ipotesi destinazione del 50% al LTI	6%	36%	35%
		Vesting	Per ciascun ciclo di assegnazione la performance viene misurata su un orizzonte temporale della durata di 3 anni		
		Lock-Up	Il 20% delle azioni maturate è soggetto ad un periodo di lock-up di un anno		
Claw-back e Malus	Il regolamento del piano prevede la possibilità da parte della Società di avvalersi di clausole di claw-back e malus che consentono, al verificarsi di talune specifiche condizioni, di richiedere la restituzione, in tutto o in parte, delle azioni già assegnate o di non assegnarle				

TABELLA 1. CONDIZIONE CANCELLO E CONDIZIONI DI ACCESSO AL SISTEMA MBO AD-DG

CONDIZIONE CANCELLO E CONDIZIONI DI ACCESSO
Redditività di Gruppo: EBIT gestionale
Parametro di adeguatezza patrimoniale: CET 1 livello soglia approvato nel <i>Risk Appetite Framework (RAF)</i>
Parametro di liquidità a breve termine: LCR livello soglia approvato nel <i>Risk Appetite Framework (RAF)</i>

Gli obiettivi di performance per l'AD-DG per il sistema d'incentivazione a breve termine 2017 (MBO) sono i seguenti:

TABELLA 2. INDICATORI DI PERFORMANCE DEL SISTEMA MBO PER L'AD-DG

INDICATORI DI PERFORMANCE	PESI
EBIT gestionale di Gruppo	25%
RORAC BancoPosta	25%
Raccolta netta totale retail	20%
Costi Governabili di Gruppo	20%
Customer Experience	10%

## 1.12 Informativa ex ante sugli obiettivi 2017-2019 dell'Amministratore Delegato e del Direttore Generale

Per tutto l'orizzonte del Piano Strategico *Transform 2019*, la remunerazione variabile dell'Amministratore Delegato e del Direttore Generale di gruppo è coperta dal Piano di Incentivazione a Lungo Termine 2017-2019 basato sugli obiettivi del Piano Strategico e complessivamente allineato al *Risk Appetite Framework*. La relativa scheda obiettivi è rappresentata di seguito:

	KPI	Perimetro	Peso	Target <i>Transform 2019</i>	Criteri di assessment	
					Soglia	Pagamento
Value creation	ROAC	Group	50%	9%	≥ 9%	100%
					8% - 9%	0% - 100% <sup>2</sup>
					< 8%	0%
Industrial sustainability	Cost/Income ratio	Group	25%	52%	≤ 52%	100%
					55% - 52%	0% - 100% <sup>2</sup>
					> 55%	0%
Risk	NET <sup>1</sup> NPE	Group	25%	20,2 bn	≤ 20,2 bn	100%
					22 - 20,2 bn	0% - 100% <sup>2</sup>
					> 22 bn	0%

<sup>1</sup> Net Non Performing Exposure (after provisions)

<sup>2</sup> Linear progression (eg. 50% payout for ROAC at 8,5%)

Per quanto riguarda i piani LTI, è necessario riportare nelle Relazioni i dettagli degli strumenti finanziari alla base dell'incentivo (natura dello strumento, interessi maturati, periodo di esercizio, ecc.).

Elementi che costituiscono un valore aggiunto sono rinvenibili in:

- fornire, nel caso si tratti di opzioni, indicazione sul periodo di esercizio;
- se sono presenti più *vesting date*, va data separata indicazione di ognuna di essa;
- includere un sommario che spieghi la *policy*, se non già presente nella Relazione;
- divulgare il periodo di *post-vesting*;
- Se viene conferito oltre il 100% del premio a seguito del raggiungimento di un obiettivo, è necessario fornire spiegazione di come si modifica il *vesting period*;
- Mettere in evidenza tutte le caratteristiche del premio

Di seguito un esempio tratto dalla **Relazione sulla Remunerazione 2017 di Banca Generali** che mostra il dettaglio degli strumenti finanziari.

COGNOME E NOME	CARICA RICOPERTA	PIANO (1)	TIPOLOGIA DI STRUMENTI FINANZIARI	STRUMENTI FINANZIARI ASSEGNATI NEGLI ESERCIZI PRECEDENTI NON VESTED NEL CORSO DELL'ESERCIZIO	
				NUMERO E TIPOLOGIA DI STRUMENTI FINANZIARI	PERIODO DI VESTING
<b>Motta Piermarino</b>	<b>Amm. Delegato e Direttore Generale</b>	LTI 2011 (2)	az. Ord. Ass. Generali		
i) compensi nella società che redige il bilancio		LTI 2012 (3)	az. Ord. Ass. Generali	18.166	2012-2017
		LTI 2014-2016 (4)	az. Ord. Ass. Generali		
		LTI 2015-2017 (5)	az. Ord. Ass. Generali	85.162	2015-2017
ii) compensi da controllate e collegate					
iii) Totale					
<b>Mossa Gian Maria</b>	<b>Condirettore Generale</b>	LTI 2014-2016 (4)	az. Ord. Ass. Generali		
i) compensi nella società che redige il bilancio	Condirettore Generale	LTI 2015-2017 (5)	az. Ord. Ass. Generali	29.807	2015-2017
	Direttore Generale dal 01.04.2016	LTI 2016-2018 (6)	az. Ord. Ass. Generali		
	Condirettore Generale	BSC 2015	az. Ord. Banca Generali	731	2015-2017
	Direttore Generale dal 01.04.2016	BSC 2016 (7)	az. Ord. Banca Generali		
ii) compensi da controllate e collegate					
iii) Totale					
<b>Altri Dirigenti con responsabilità strategica</b>	<b>Direttori Centrali (n. 3)</b>	LTI 2011 (2)	az. Ord. Ass. Generali		
i) compensi nella società che redige il bilancio	Direttori Centrali (n. 3)	LTI 2012 (3)	az. Ord. Ass. Generali	3.674	2012-2017
	Direttori Centrali (n. 1)	LTI 2014-2016 (4)	az. Ord. Ass. Generali		
	Direttori Centrali (n. 1)	LTI 2015-2017 (5)	az. Ord. Ass. Generali	17.033	2015-2017
	Direttori Centrali (n. 1)	LTI 2016-2018 (6)	az. Ord. Ass. Generali		
	Direttori Centrali (n. 3)	BSC 2015	az. Ord. Banca Generali	205	2015-2017
	VDG (n. 1) e Direttori Centrali (n. 2)	BSC 2016 (7)	az. Ord. Banca Generali		
ii) compensi da controllate e collegate					
iii) Totale					

STRUMENTI FINANZIARI ASSEGNATI NEL CORSO DELL'ESERCIZIO					STRUMENTI FINANZIARI VESTED NEL CORSO DELL'ESERCIZIO E NON ATTRIBUITI	STRUMENTI FINANZIARI VESTED NEL CORSO DELL'ESERCIZIO E ATTRIBUIBILI		STRUMENTI FINANZIARI DI COMPETENZA DELL'ESERCIZIO
NUMERO E TIPOLOGIA DI STRUMENTI FINANZIARI	FAIR VALUE ALLA DATA DI ASSEGNAZIONE	PERIODO DI VESTING	DATA DI ASSEGNAZIONE (1)	PREZZO DI MERCATO ALLA DATA DI ASSEGNAZIONE (1)	NUMERO E TIPOLOGIA DI STRUMENTI FINANZIARI	NUMERO E TIPOLOGIA DI STRUMENTI FINANZIARI	VALORE ALLA DATA DI MATURAZIONE	FAIR VALUE
					23.772			16.391
								9.723
					24.172	74.331	1.056.244	504.816
								925.651
							1.056.244	1.456.581
					7.251	22.299	316.869	108.477
								153.106
58.826	738.099	2016-2018	28.04.2016	13,56				246.033
						731	21.512	17.927
2.504	59.533	2016-2018	21.04.2016	26,03		1.502	45.673	45.673
<b>797.632</b>							<b>384.053</b>	<b>571.215</b>
					6.548			4.515
								1.966
					4.835	14.866	211.246	72.319
								87.491
23.530	295.235	2016-2018	28.04.2016	13,56				98.412
					377	205	6.021	5.017
1.643	39.072	2016-2018	21.04.2016	26,03		1.120	31.831	31.831
	<b>334.307</b>						<b>249.098</b>	<b>301.551</b>

Qui invece la tabella fornita da Mediaset nella Relazione sulla Remunerazione 2017

Nome e Cognome	Carica	Piano (*)	Strumenti finanziari assegnati negli esercizi precedenti non vested nel corso dell'esercizio		Strumenti finanziari assegnati nel corso dell'esercizio					Strumenti finanziari vested nel corso dell'esercizio e non attribuiti	Strumenti finanziari vested nel corso dell'esercizio e attribuibili		Strumenti finanziari di competenza dell'esercizio
			Numero e tipologia di strumenti finanziari	Periodo di vesting	Numero e tipologia di strumenti finanziari	Fair value alla data di assegnazione	Periodo di vesting	Data di assegnazione	Prezzo di mercato all'assegnazione	Numero e tipologia strumenti finanziari	Numero e tipologia strumenti finanziari	Valore alla data di maturazione	Fair value
Stefano Sala	Consigliere												
I) Compensi nella società che redige il bilancio		Piano 2015 - 2017 (delibera assembleare 29 aprile 2015)	68.492 Diritti per l'assegnazione a titolo gratuito di azioni	4/07/2015 31/07/2016									
		Piano 2015 - 2017 (delibera assembleare 29 aprile 2015)			77.612 Diritti per l'assegnazione a titolo gratuito di azioni		21/06/2016 30/06/2016	21/06/2016	3.8654				292.675

Gli ultimi due *screenshots* di tabelle sono invece tratti dalla **Relazione sulla Remunerazione 2017 di CNH** e sono stati inseriti in quanto presentano un'eterogeneità nel ricorso a diverse tipologie di strumenti finanziari interessante da mostrare (*stock options* nelle prime due e *performance shares* nell'ultima). I valori riportati si intendono in dollari.

	Grant Date	Exercise Price (in \$)	Gerwin	Houle <sup>(2)</sup>	Lanaway	Theurillat <sup>(3)</sup>	Tobin <sup>(3)</sup>	Total
Beginning Balance as of January 1, 2016 (automatic option)								
	04/07/2006	5.96	-	18,604	18,604	-	-	37,208
	10/03/2006	4.80	-	20,835	-	-	-	20,835
	12/29/2006	5.91	-	16,942	-	4,233	-	21,175
	03/30/2007	8.18	-	12,226	-	3,054	-	15,280
	06/30/2007	10.96	-	9,129	-	2,281	-	11,410
	09/28/2007	13.02	-	7,682	-	1,917	-	9,599
	12/27/2007	14.28	-	7,001	-	-	-	7,001
	03/19/2008	10.77	-	9,286	-	-	-	9,286
	06/17/2008	9.15	-	10,940	-	-	-	10,940
	04/29/2011	10.15	-	-	-	-	189,183	189,183
	09/28/2012	8.78	-	-	-	-	483,468	483,468
	12/28/2013	11.33	6,402	-	-	-	-	6,402
	03/28/2014	11.26	6,442	-	-	-	-	6,442
	06/26/2014	10.25	7,073	-	-	-	-	7,073
	09/24/2014	7.82	9,271	-	-	-	-	9,271
	12/28/2014	8.26	8,777	-	-	-	-	8,777
	04/14/2015	8.25	4,394	-	-	-	-	4,394
	07/13/2015	9.52	3,808	-	-	-	-	3,808
<b>Beginning Total</b>			<b>46,167</b>	<b>112,645</b>	<b>18,604</b>	<b>11,485</b>	<b>672,651</b>	<b>861,552</b>
Vested/Not Exercised			46,167	112,645	18,604	11,485	672,651	861,552
Not Vested			-	-	-	-	-	-
Options Exercised in 2016								
	04/07/2006	5.96	-	18,604	18,604	-	-	37,208
	10/03/2006	4.80	-	20,835	-	-	-	20,835
	12/29/2006	5.91	-	16,942	-	4,233	-	21,175
<b>Total Options Exercised in 2016</b>			<b>-</b>	<b>56,381</b>	<b>18,604</b>	<b>4,233</b>	<b>-</b>	<b>79,218</b>
Options Granted in 2016								
<b>Total Options Granted in 2016</b>			<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Options Expired in 2016								
<b>Total Options Expired in 2016</b>			<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Ending Balance as of December 31, 2016 (automatic option)								
	04/07/2006	5.96	-	-	-	-	-	-
	10/03/2006	4.80	-	-	-	-	-	-
	12/29/2006	5.91	-	-	-	-	-	-
	03/30/2007	8.18	-	12,226	-	3,054	-	15,280
	06/30/2007	10.96	-	9,129	-	2,281	-	11,410
	09/28/2007	13.02	-	7,682	-	1,917	-	9,599
	12/27/2007	14.28	-	7,001	-	-	-	7,001
	03/19/2008	10.77	-	9,286	-	-	-	9,286
	06/17/2008	9.15	-	10,940	-	-	-	10,940
	04/29/2011	10.15	-	-	-	-	189,183	189,183
	09/28/2012	8.78	-	-	-	-	483,468	483,468
	12/28/2013	11.33	6,402	-	-	-	-	6,402
	03/28/2014	11.26	6,442	-	-	-	-	6,442
	06/26/2014	10.25	7,073	-	-	-	-	7,073
	09/24/2014	7.82	9,271	-	-	-	-	9,271
	12/28/2014	8.26	8,777	-	-	-	-	8,777
	04/14/2015	8.25	4,394	-	-	-	-	4,394
	07/13/2015	9.52	3,808	-	-	-	-	3,808
<b>Closing Total</b>			<b>46,167</b>	<b>56,264</b>	<b>-</b>	<b>7,252</b>	<b>672,651</b>	<b>782,334</b>
Vested/Not Exercised			46,167	56,264	-	7,252	672,651	782,334
Not Vested			-	-	-	-	-	-

(1) Options granted on 4/29/2011 and 9/28/2012 with expiry on 2/26/2017 and 2/24/2018, respectively.

(2) On 2/15/2017, Mr. Theurillat exercised his options granted on 3/30/2007.

(3) On 2/6/2017, Mr. Houle exercised his options granted on 3/30/2007.

The following table summarizes unvested performance share units held by Executive Directors as of December 31, 2016.

	Grant Date	Vesting Date	Weighted Average Fair Market Value	Tobin	Marchionne	Total
Beginning Balance as of January 1, 2016						
	6/9/2014	02/01/2017, 02/01/2018, 02/01/2019	\$9.52	2,955,000	-	2,955,000
Beginning Total				2,955,000	-	2,955,000
Vested in 2016						
Ending Balance as of December 31, 2016						
	6/9/2014	02/01/2017, 02/01/2018, 02/01/2019	\$9.52	2,955,000	-	2,955,000
Ending Total				2,955,000	-	2,955,000

The following table summarizes unvested restricted share units held by Executive Directors as of December 31, 2016:

	Grant Date	Vesting Date	Weighted Average Fair Market Value	Tobin	Marchionne	Total
Beginning Balance as of January 1, 2016						
	06/09/2014	12/31/2017, 12/31/2018	\$10.41	-	1,500,000	1,500,000
Beginning Total				-	1,500,000	1,500,000
Vested in 2016	06/09/2014	12/31/2016	\$10.41	-	600,000 <sup>(1)</sup>	600,000 <sup>(1)</sup>
Total Vested in 2016				-	600,000	600,000
Ending Balance as of December 31, 2016						
	06/09/2014	12/31/2017, 12/31/2018	\$10.41	-	900,000	900,000
Ending Total				-	900,000	900,000

(1) The shares vested on December 31, 2016 and were exercised on February 8, 2017.

Di seguito si riportano alcuni dettagli della LTI *policy* di **Enel**, illustrata nella **Relazione sulla Remunerazione 2017**, e di come si modifichi il premio in caso di *over performance*.

#### Remunerazione variabile di lungo termine

La remunerazione variabile di lungo termine è caratterizzata dalla partecipazione al Piano *Long Term Incentive 2017* ("Piano LTI 2017") e può variare da 0 fino a un massimo del 144% della remunerazione fissa, relativa sia al rapporto di amministrazione che al rapporto dirigenziale, in funzione del raggiungimento di obiettivi di *performance* triennali. Di seguito vengono indicati gli obiettivi di *performance* cui è subordinata l'erogazione della remunerazione variabile di lungo termine per l'esercizio 2017, nonché il relativo peso:

Obiettivo di <i>performance</i>	Peso
TSR medio <sup>7</sup> Enel vs TSR medio Indice EUROSTOXX Utilities – UEM <sup>8</sup> nel triennio 2017-2019	60%
ROACE ( <i>Return on average capital employed</i> ) cumulato triennio 2017-2019 <sup>9</sup>	40%

TSR Enel superiore al 115% del TSR Indice	TSR Enel tra il 110% e il 115% del TSR Indice	TSR Enel tra il 100% e il 110% del TSR Indice	TSR Enel tra il 90% e il 100% del TSR Indice	TSR Enel inferiore al 90% del TSR Indice
180%	150%	100%	50%	0

L'obiettivo legato al TSR sarà misurato secondo la scala di *performance* di seguito riportata (con interpolazione lineare). Per *performance* inferiori al livello minimo prefissato, non verrà assegnato alcun premio.

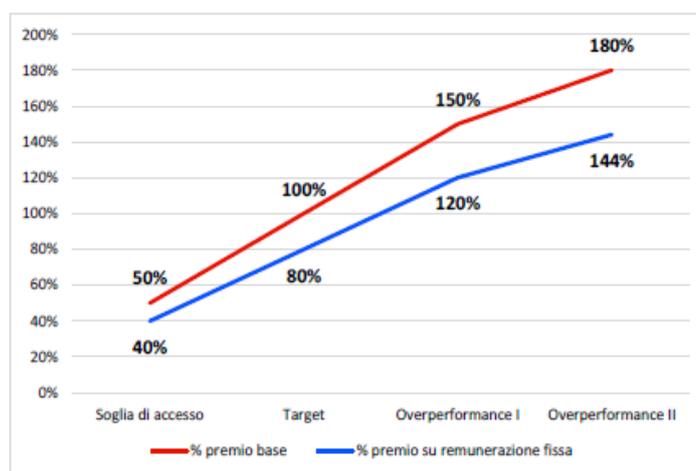
Si riporta di seguito una tabella in cui sono illustrate talune simulazioni relative all'applicazione della curva regressiva.

Target raggiunti	Premio in caso di TSR assoluto titolo Enel >0%	Moltiplicatore curva regressiva	Premio in caso di TSR assoluto raggiunto dal titolo Enel <0%			
			-5%	-10%	-15%	-20%
TSR Enel > 115% TSR indice	180%	1,5	167%	153%	140%	126%
TSR Enel tra 110% e 115%	150%	1,5	139%	128%	116%	105%
TSR Enel tra 100% e 110%	100%	1,5	93%	85%	78%	70%
TSR Enel tra 90% e 100%	50%	1,5	46%	43%	39%	35%
TSR Enel < 90% indice	0%	1,5	0%	0%	0%	0%

L'obiettivo legato al ROACE sarà misurato secondo la scala di *performance* di seguito riportata.

L'obiettivo legato al ROACE sarà misurato secondo la scala di *performance* di seguito riportata.

Obiettivo	Soglia di accesso	Target	Over I	Over II
ROACE cumulado triennio 2017-2019	33,3%	34,3%	35,5%	36,2%



Al raggiungimento della soglia di accesso o del *target* è prevista, rispettivamente, l'erogazione di una somma pari al 50% o al 100% del premio base, mentre al raggiungimento dell'*overperformance* viene prevista l'erogazione del 150% ovvero del 180% del premio base relativo a ciascun obiettivo (con interpolazione lineare), come di seguito riportato.

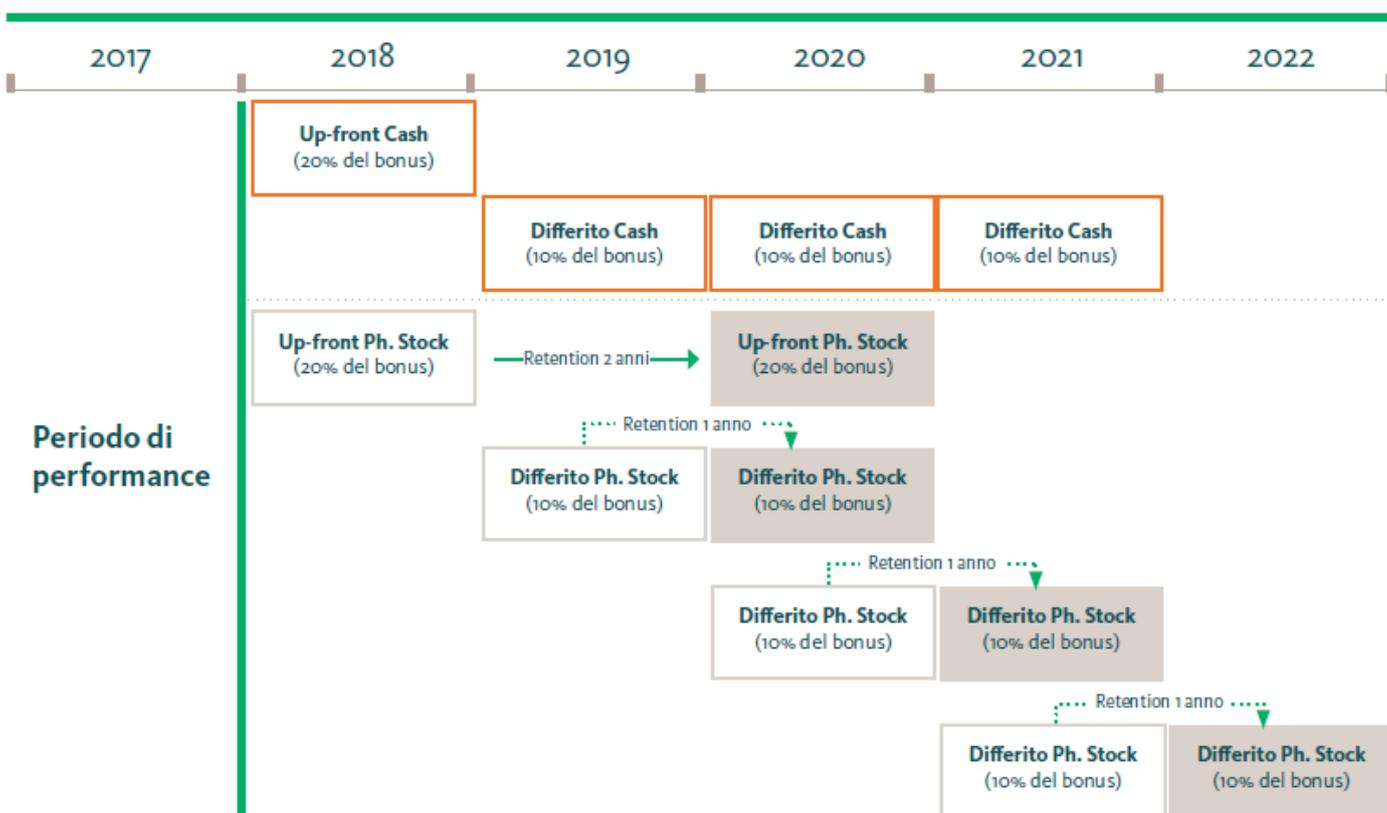
Pertanto, se, ad esempio:

- entrambi gli obiettivi (TSR e ROACE) raggiungessero il livello *target*, la remunerazione erogabile sarebbe pari all'80% della remunerazione fissa;
- l'unico obiettivo raggiunto fosse il TSR, ad un livello pari alla soglia di accesso, la remunerazione erogabile sarebbe pari al 24% della remunerazione fissa.

A conclusione del paragrafo, uno *screenshot* tratto dalla **Relazione sulla Remunerazione 2017 di Bper Banca** riguardo l'erogazione di un piano basato su *phantom stock*

## Modalità di erogazione del bonus dell'AD

(Esempio differimento 3 anni)



Ph. Stock: indica che la quota di bonus è erogata in Phantom Stock

### 3.3.2 Il compenso dell'Amministratore Delegato e il *total shareholder return*

È importante inserire nella Relazione, al fine di dimostrare che ci sia stato allineamento tra ricompensa e prestazione, un dato di riepilogo, sotto forma grafica o tabellare, che comunichi il compenso complessivo del CEO e l'incentivo massimo raggiunto. Tale informazione va incrociata con il rendimento totale annuo degli azionisti per il periodo pertinente. È importante che i due grafici mostrino:

- il nome dell'indice di riferimento e la motivazione del perché sia stato scelto;
- il "periodo rilevante", per il primo report, è di cinque anni, estendibile anno per anno fino a un massimo di dieci;
- il grafico del *total shareholder return* deve indicare, anno per anno, le azioni della società;
- l'ammontare totale della remunerazione versato al CEO;

- la percentuale massima corrisposta al CEO ogni anno rispetto all'incentivo massimo conseguibile annualmente;
- la percentuale massima corrisposta al CEO ogni anno rispetto all'incentivo massimo conseguibile nel lungo termine;

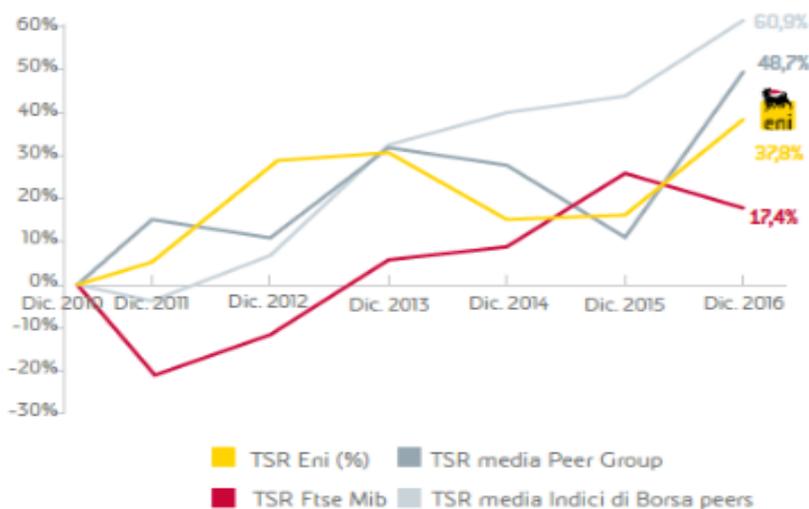
Sarebbe, inoltre, opportuno, fornire anche le seguenti informazioni qualora ne ricorrano le circostanze:

- se durante il periodo di riferimento si fosse verificato un cambio del CEO, è necessario fornire i totali di entrambi;
- qualora il cap all'incentivo massimo non fosse un numero ma una percentuale la metodologia di calcolo sottesa;
- note che spieghino eventuali modifiche nella politica remunerativa o qualsiasi altro fatto che possa aver influenzato la modifica del *quantum* del compenso del CEO.

Lo *screenshot* seguente è tratto dalla **Relazione sulla Remunerazione 2017 di ENI** e fa riferimento al periodo 2011-2016.

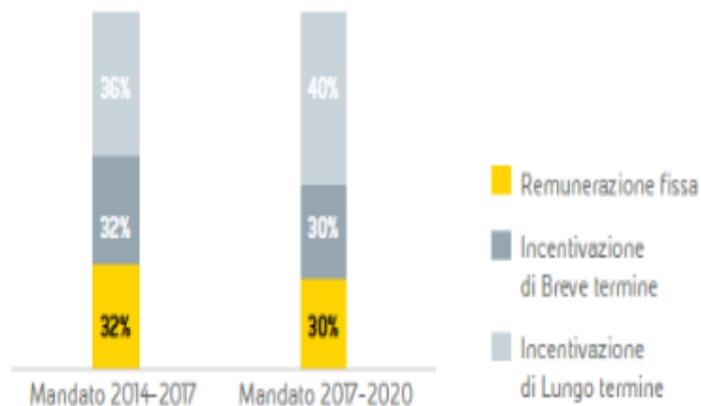
### Total Shareholder Return

(Eni vs Peer Group e Indici di Borsa di riferimento)



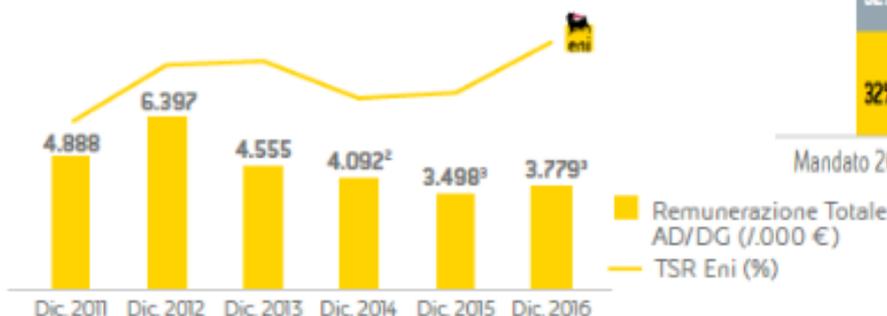
Nel periodo 2011-2016, Eni ha garantito ai propri azionisti un Total Shareholder Return pari al 37,8% rispetto al 17,4% del FTSE MIB, mentre il Peer Group<sup>1</sup> ha garantito un TSR medio pari al 48,7% rispetto al 60,9% della media degli Indici di Borsa di riferimento dei peers<sup>2</sup>. Il grafico presenta un confronto tra l'andamento del TSR e la remunerazione totale dell'AD/DG, nel periodo 2011-2016.

### Pay Mix AD/DG



### Analisi pay for performance

(TSR Eni vs Remunerazione Totale AD/DG 2011-2016<sup>1</sup>)



(1) Dati riportati nella Tabella 1 delle Relazioni sulla Remunerazione Eni 2012-2017.

(2) Per il 2014 la remunerazione fissa è determinata come somma dei pro-rata erogati all'AD uscente e al nuovo AD.

(3) Per il 2015 e 2016 nella remunerazione totale sono stati inclusi anche gli incentivi maturati in favore dell'attuale AD/DG in relazione al precedente ruolo ricoperto di DG della Divisione E&P.

## Conclusioni

A seguito delle riflessioni nel presente elaborato, è possibile trarre le conclusioni che seguono.

La tematica della remunerazione del *top management* nel contesto delle società quotate acquisisce una rilevanza fondamentale, strettamente interconnessa alla questione della qualità del governo societario. Nel corso della trattazione, infatti, è stato messo in luce come la politica sulla remunerazione sia uno degli aspetti fondamentali della *corporate governance*, in quanto rappresenta un documento con natura programmatica, dotato della capacità di orientare il comportamento degli amministratori ed elaborato da loro stessi tenendo in considerazione l'indirizzo strategico della società e il suo profilo di rischio.

È possibile quindi rinvenire un legame tra compensi corrisposti agli amministratori, sulla base della politica di remunerazione approvata, e *performance* societaria. Questa relazione è un valido indicatore per valutare l'operato del *top management*, anche nell'ottica di una corretta gestione societaria.

Come ampiamente dimostrato dai già citati scandali finanziari, la remunerazione è una tematica estremamente complessa e l'esistenza di un'ampia asimmetria informativa tra gli amministratori e gli azionisti ha spesso agevolato comportamenti opportunistici dei primi, più orientati al proprio interesse personale piuttosto che a quello societario.

Per far fronte a queste numerose criticità, gran parte degli ordinamenti, ivi compreso il nostro, hanno deciso di intervenire, rivedendo tutto il processo dell'adozione delle politiche di remunerazione, mediante il rafforzamento del ruolo degli amministratori indipendenti, attraverso l'istituzione di un apposito comitato, e con il conferimento del diritto di voto *say-on-pay* all'assemblea dei soci. Gli ordinamenti sono poi intervenuti andando ad innalzare in modo progressivo gli *standards* in materia di *disclosure* e rivedendo la struttura dello stesso *executive compensation*, istituendo in alcuni casi un cap massimo alla remunerazione e andando a regolamentare le proporzioni tra parte fissa e variabile. Seppur non pretende di essere esaustivo, il capitolo tre fornisce un'ampia panoramica dell'applicazione delle suddette pratiche. Come emerge confrontando i vari *screenshots* ci si è spinti verso una standardizzazione dei contenuti. Tale scelta però non può non portare a chiedersi quanto effettivamente sia auspicabile questa convergenza delle strutture remunerative verso un "modello unico", in quanto, per sua stessa natura, la remunerazione non è materia standardizzabile, risentendo di un'infinità di variabili, quali la dimensione e il settore societario, il grado di internazionalizzazione, il grado di concentrazione della proprietà e, molto più banalmente, i cicli economici, come evidenziato nel corso del secondo capitolo. Nasce quindi spontaneo chiedersi, anche al fine di stimolare una riflessione provocatoria, se, piuttosto che concentrare l'attenzione sul quanto percepiscano i manager, punto comunque rilevante, non sarebbe più opportuno focalizzarsi sul "come", vero fulcro delle politiche di remunerazione e delle dinamiche di *governance*.

La tematica dell'*add value* esaminata durante il terzo capitolo mette in luce alcune potenziali problematiche operative, proponendo spunti di riflessione atti ad incrementare la sensibilità da parte delle istituzioni e degli operatori di settore al fine di intraprendere un dibattito volto al raggiungimento degli obiettivi di trasparenza e di intelligibilità della normativa di *disclosure* in vigore per giungere a delle linee guida capaci di tenere conto delle variabili settoriali e dimensionali.

Lo studio condotto si inserisce all'interno del dibattito sulla *disclosure quality*, andando ad analizzare l'informativa presente all'interno della Relazione sulla Remunerazione, documento di natura obbligatoria per le società quotate a partire dalla chiusura dell'esercizio del 2011.

L'analisi del Report di Assonime prima e dell'applicazione delle *best practices* in materia di *disclosure* poi ha cercato di evidenziare la complessità e la difficoltà che le società, anche quelle di grandi dimensioni, riscontrano nel recepimento di una normativa volta a regolamentare un tema estremamente delicato, quale quello dell'informativa sulla remunerazione e che nell'adempiere a tale ruolo tenta di responsabilizzare il CDA attraverso il rispetto degli obblighi informativi e della coerenza delle informazioni selezionate. Il capitolo terzo si sofferma su questo punto e va a indagare la relazione tra gli aspetti sopracitati e gli elementi della *governance* aziendale.

Il risultato di questo lavoro mostra che quantità e qualità della informazioni fornite sono in progressivo miglioramento, ma che c'è ancora molto lavoro da fare, come evidenziato dall'analisi del paragrafo 2.2. Una regolamentazione efficace del processo di determinazione dei compensi degli *executives*, che da un lato contenga gli eccessi e dall'altro valorizzi le opportunità, si fonda sull'indipendenza di coloro che sono chiamati a decidere in materia di remunerazione e sulla trasparenza di tale processo. Ciò non favorisce solamente il controllo ma costituisce una fonte di informazione utile ad ampliare il mercato, di sua natura ristretto e selettivo e a stimolare ulteriori dibattiti sulla complessità del tema in esame e se sia necessario, oltre ai parametri classici, svilupparne di più specifici in relazione all'attività svolta e alla complessità della gestione.

L'informativa economico-finanziaria ha acquisito con il tempo una centralità strategica ed economica sempre maggiore, di pari passo alla crescita societaria. La maggiore competizione e i nuovi approcci alla gestione, sensibili a temi di natura sociale e ambientale, focalizzati su obiettivi individuali e collettivi, hanno influenzato il ruolo della *disclosure* sia in riferimento alla trasparenza che ai margini di miglioramento, puntando a una *governance* equilibrata, che valorizzi parimenti gli strumenti di informazione volontaria e obbligatoria, sia nell'ottica di un'efficace gestione societaria, ma anche a supporto delle decisioni alla base degli investimenti delle varie categorie di *stakeholder*. La rilevanza economica della *disclosure* non è infatti elemento oggetto di discussione: ricerche e studi statistici evidenziano come la produzione e la divulgazione delle informazioni producano effetti sui costi sostenuti, in termini di investimenti e di decisioni. Effettuando un'analisi di maggiore dettaglio tali costi hanno sicuramente natura diretta, ma presentano profili anche indiretti in relazione al rischio che la competitività dell'impresa possa diminuire a seguito della trasparenza informativa. In effetti, la *disclosure* ripropone per le imprese il famoso "dilemma del prigioniero": gli emittenti non possono valutare a priori la bontà delle politiche di *disclosure* dei propri concorrenti. Concretamente parlando, esse non sono in grado di sapere quindi il livello informativo che adotteranno gli altri; perciò ogni società, considerata singolarmente, tenderà a diffondere il maggior numero di informazioni, andando però di fatto a favorire quelle società che inganneranno il mercato circa il livello della propria *disclosure*. È evidente come questo finisca quindi con il generare una situazione che tenda, per sua stessa natura, a una *disclosure* incompleta.

In quest'ottica sarebbe interessante lo sviluppo di una ricerca strutturata che vada ad indagare le eventuali cause che possono incidere sulla *disclosure quality*, quali quote di genere piuttosto che numerosità delle riunioni ovvero fattori maggiormente legati alla dimensione economica, come il fatturato.

La *disclosure* infatti contribuisce alla generazione del valore societario sotto molteplici aspetti:

- in relazione al ruolo svolto dall'informazione direttamente orientata a generare valore per il fruitore;
- in forma indiretta mediante quelle informazioni che forniscono il supporto per l'implementazione di quelle dirette;
- supporta la creazione e la sostenibilità alla qualità informativa che assicura a sua volta un adeguato livello di *disclosure*.

La *disclosure* riveste perciò un ruolo strategico che impatta a 360 gradi sulla società, dalle sua modalità di governo societario, ai parametri di valutazione e controllo.

Il limite della presente ricerca è implicitamente riconducibile a un certo grado di soggettività da parte del valutatore in quanto si basa sull'analisi della qualità delle informazioni che inevitabilmente risente del punto di vista dell'osservatore. Anche in tale senso, potrebbe essere interessante confrontare quanto emerso da questo elaborato con ricerche e risultati ottenuti da soggetti esterni.

In conclusione, le criticità evidenziate non possono essere risolte con un orientamento al breve periodo e nell'ottica del soddisfacimento dei bisogni attuali dei fruitori, ma è necessario un approccio di medio-lungo termine che renda possibile l'armonizzazione della molteplicità di interrelazioni con l'informativa corrispettiva ed entrambe con gli *stakeholder* e la comunità sociale, economica e culturale.

## Bibliografia

- ABOWD M.J. - BOGNANNO M.L., *International Differences in Executive and Managerial Compensation*, in FREEMAN R.B. – KATZ L.F. (edited by), *Differences and Changes in Wage Structures*, University of Chicago Press, 1995, 67-104
- ADAMS R.B., *What do Boards do? Evidence from Board Committee and Director Compensation Data*, March 13, 2003, EFA 2005 Moscow Meetings Paper
- ARRONDO GARCÍA R. – FERNÁNDEZ MÈNDEZ C., *Un análisis internacional de la política retributiva del CEO*, in *Universia Business Review*, 2014
- ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2017)*, 2018
- AZIM M.I. – AI MEI J.C. – RAHMAN S., *Executives' remuneration and company performance: an evaluation*, in *Corporate Board: Role, Duties & Composition*, Vol. 7
- BARACHINI F., *Il comitato per la remunerazione: attualità e prospettive della raccomandazione della Commissione europea 2009/385/CE*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, Giappichelli, 2010, 181-209
- BARANCHUK N. – MACDONALD G. – YANG J., *The Economics of Super Managers*, in *Review of Financial Studies*, Vol. 24 Issue 10, Oct. 2011, pp. 3321-3368
- BARKEMA H.G. – GOMEZ-MEJIA L.R., *Managerial Compensation and Firm Performance: a General Research Framework*, in *Academy of Management Journal*, 1998
- BENTIVEGNA A.M., *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123-ter T.U.F.*, *Riv. dir. imp.*, 2011
- BERK J., DEMARZO P., *Finanza aziendale 1*, Pearson, 2015
- BERK J., DEMARZO P., *Finanza aziendale 2*, Pearson, 2012
- BIANCO M. E CASAVOLA P., *Corporate governance in Italia: alcuni fatti e problem aperti*, *Rivista delle Società*, Vol. 41
- BONAFINI A.L., *I compensi degli amministratori di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2005
- BONELLI F., *Gli amministratori di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1985
- BOFFELLI GIANLUIGI, *Remunerare gli amministratori*, 3LB, Osnago, 2011
- BOZZI S., *La remunerazione manageriale. Lezione dalla crisi e proposte di riforma*, Milano, FrancoAngeli, 2011
- BRANDES P. – DEB P., *Executive Compensation and Corporate Governance: What Do We “Know” and Where Are We Going?*, in WRIGHT M. – SIEGEL D.S. – KEASEY K. – FILATOTCHEV I. (edited by.), *Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford, 2013
- BRATTON W., *Agency theory and incentive compensation*, in R.S. THOMAS – J.G. HILL (edited by), *Research Handbook on Executive Pay*, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton, 2012
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, Milanofiori Assago, Utet, 2015
- COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2017 sull'evoluzione delle società quotate*, <http://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/homepage/homepage.htm>, 2017
- CORTESI A., TETTAMANZI P. E CORNO F., *Empirical evidence on internal control systems and corporate governance in Italy*, *Journal of Management and Governance*, Vol. 13, 2009
- DE SANTIS I., *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, Milano, Cedam, 2011
- DEL LINZ M., *La disciplina sui compensi dei manager nelle società quotate e l'esame delle prime relazioni sulla remunerazione*, <https://www.researchgate.net/publication/278016321>, 2012
- DENOZZA F., *Interesse sociale e responsabilità sociale d'impresa*, in SACCONI L. (a cura di), *Guida critica alla responsabilità sociale d'impresa*, Bancaria Editrice, Roma, 1998
- EDAMANS A., *Why we need to stop obsessing over CEO pay ratios*, <https://hbr.org/2017/02/why-we-need-to-stop-obsessing-over-ceo-pay-ratios>, 2017

GABRIELLI G., *People management: teorie e pratiche per una gestione sostenibile delle persone*, FrancoAngeli, 2010

GENCO, *Corporate governance. Sistemi e strutture di governo dell'impresa*, Torino, Giappichelli, 2014

JENSEN M.C. E MECKLING W., *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976

LARCKER D., TAYAN B., *Corporate Governance matters: a closer look at organizational choices and their consequences*, 2011

LEADERSHIP&MANAGEMENT MAGAZINE, [www.leadershipmanagementmagazine.com](http://www.leadershipmanagementmagazine.com), 2017

LENER, *Gli amministratori indipendenti*, in G. SCOGNAMIGLIO (a cura di), *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 2003

LIN H.C. – CHOU T.K. – WANG W.G., *Capital structure and executive compensation contract design: A theoretical and empirical analysis*, in *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36 Issue 1, Jan. 2012

MARCHETTI P., *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, in RDS, 2012, n. 1

MARCHETTINI P., *La remunerazione del top management in Europa: eccessi, crisi, reazioni e convergenze*, in CERA-LENER (a cura di), *Remunerazioni e manager. Uomini (d'oro) e no*, *Analisi giuridica dell'Economia*, n. 2/2014

MENGOLI S., PAZZAGLIA F. E SAPIENZA E., *Effect of governance reforms on corporate ownership in Italy: is it still pizza, spaghetti, and mandolino?*, *Corporate Governance an International Review*, Vol. 17, n° 5, 2009

MALONE T.W., *The future of work*, Harvard Business Review Press, Boston, 2004

PEPPER A., *The economic psychology of incentives: new design principles for executive pay*, Palgrave, Macmillan, 2015

PFEFFER J., *Size, composition and function of hospital boards of directors: the organization and its environment*, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 18., 1973

PITTINO D., VIGANO' R., ZATTONI A., *La retribuzione del top management: incentivi, carriera e governance*, Egea, 2011

PWC, *Executive Remuneration*, 2013

REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in Abbadessa – Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum GIAN FRANCO CAMPOBASSO*, Torino, Utet, 2006, vol. 2,

Relazione sulla Remunerazione 2017 Banca Generali

Relazione sulla Remunerazione 2017 Bper Banca

Relazione sulla Remunerazione 2017 Brembo

Relazione sulla Remunerazione 2017 CNH

Relazione sulla Remunerazione 2017 Enel

Relazione sulla Remunerazione 2017 Eni

Relazione sulla Remunerazione 2017 FCA

Relazione sulla Remunerazione 2017 Generali Assicurazione

Relazione sulla Remunerazione 2017 Italgas

Relazione sulla Remunerazione 2017 Leonardo

Relazione sulla Remunerazione 2017 Luxottica

Relazione sulla Remunerazione 2017 Mediaset

Relazione sulla Remunerazione 2017 Mediobanca

Relazione sulla Remunerazione 2017 Poste Italiane

Relazione sulla Remunerazione 2017 Prysmian

Relazione sulla Remunerazione 2017 Unicredit

Relazione sulla Remunerazione 2017 Terna

SANTOSUOSSO D.U., *Conflitti di interessi nella remunerazione degli amministratori*, in A. SARCINA e J.A. GARCÍA CRUCES (a cura di), *L'attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario italiano e spagnolo a confronto*, Bari, 2010

- SANTOSUOSSO D.U., *I compensi dei componenti degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche*, in CARRIELLO V. (a cura di), *Le operazioni con parti correlate*, Milano, Giuffrè, 2011
- SCHNEIDER P.J., *The Managerial Power Theory of Executive Compensation*, in *Journal of Financial Service Professionals*, Vol. 67 Issue 3, May 2013
- SUCHMAN M., *Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches*, in *Academy of Management Review*, 20, pp. 571-610
- SUN J. – CAHAN S., *The Effect of Compensation Committee Quality on the Association between CEO Cash Compensation and Accounting Performance*, in *Corporate Governance: An International Review*, 2009, vol. 17, n. 2
- THOMPSON S., *Executive pay and corporate governance reform in the UK: what has been achieved?*, in R.S. THOMAS – J.G. HILL (edited by), *Research Handbook on Executive Pay*, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton, 2012
- UNGUREANU M.C., *Politica di remunerazione degli amministratori delle società quotate* (Commento a d.lg. 30 dicembre 2010, n. 259), in *Società*, 2011
- VITALI M.L. – MIRAMONDI M., *La remunerazione degli amministratori di società quotate tra equilibrio degli interessi in gioco e assetti proprietari concentrati*, *Riv. dir. banc.*, 2014, fasc. 4
- WEIGHT C., *Director Remuneration Handbook*, Bloomsbury, Croydon, 2014

## Riassunto

### Introduzione

La compensazione dei *top manager* è da tempo al centro di un dibattito da parte degli studiosi e dei non addetti ai lavori, sia in riferimento all'Europa che al contesto anglosassone. La crisi finanziaria ha rianimato i toni, orientando la discussione sui profili di efficienza ed efficacia dei pacchetti retributivi e sulla questione etica dell'ammontare di quest'ultimi.

Con riferimento alle grandi imprese quotate, si può osservare come nel tempo il pacchetto retributivo *dei top manager* abbia subito delle variazioni significative in quanto il peso della parte variabile è cresciuto considerevolmente. Si è poi diffuso un maggiore orientamento ad elargire incentivi con riferimenti a una prospettiva di medio-lungo termine ed è aumentata la diffusione dei piani a base azionaria. Questi mutamenti si possono inquadrare in un più vasto movimento di convergenza verso il modello americano in un processo che ha accomunato tutte le principali economie mondiali e che ha portato a un aumento della retribuzione. È tuttavia sotto certi aspetti, però, una situazione paradossale: il mondo converge verso il modello americano proprio mentre questi entra in crisi e si comincia a discuterne sulla sua adeguatezza.

La scelta di concentrare il focus dell'attenzione sull'Italia è determinato da una serie di considerazioni. Un primo punto è che l'interesse è motivato dal fatto che spesso il fenomeno è stato studiato in riferimento alla casistica statunitense e, in seconda battuta, britannica. Conseguentemente, è apparso opportuno andare a indagare se anche in Italia siano riscontrabili dinamiche simili, tenendo in considerazione che il nostro Paese, come alcuni altri dell'Europa continentale, ha un assetto proprietario profondamente diverso rispetto a quello anglosassone, essendo più concentrato e caratterizzato da un gran numero di imprese familiari. In ultima analisi, l'Italia ha solo recentemente, sul finire degli anni '90, cominciato a includere nei propri *compensation package* piani di incentivazione finanziaria.

In considerazione del fenomeno descritto, questo elaborato si pone lo scopo di andare ad indagare il livello e la dinamica retributiva, con riferimento alla qualità della *disclosure*, delle società quotate italiane, con il fine di comprenderne le caratteristiche, le implicazioni e i sottostanti attraverso la stesura di tre capitoli, ognuno dei quali brevemente analizzato qui di seguito.

### Capitolo 1- Le determinanti della remunerazione

La retribuzione è una leva fondamentale per impattare sulla motivazione e la performance degli individui. Un *compensation package* poco competitivo potrebbe, per esempio, non essere in grado di svolgere la funzione di attrarre, trattenere e motivare in modo adeguato i beneficiari. D'altronde, però, retribuzioni troppo elevate sollevano questioni di equità interna non semplici da dirimere che possono avere un impatto negativo sulla reputazione dell'impresa. È parimenti sostenuta, però, la posizione secondo cui tali profili equitativi non debbano essere oggetto di eccessive attenzioni in quanto sarebbe più opportuno volgere l'attenzione, nel caso dei talenti manageriali, alle dinamiche precipue del mercato del lavoro di riferimento che, regolando naturalmente la domanda e l'offerta, finirebbe con il determinare anche il "prezzo". Inoltre, alcune ricerche, come quelle condotte da Alexander Pepper, hanno posto in evidenza come gli individui siano più propensi a valutare l'adeguatezza della propria remunerazione confrontandola con quella dei colleghi di pari grado, piuttosto che volgere lo sguardo "verso l'alto". La valutazione della remunerazione

avrebbe, quindi, natura relativa e non assoluta, come invece si è portati a credere, smorzando quei profili di equità affrontati in precedenza.

È importante sottolineare poi che questa tematica, più di altre, risente fortemente del contesto culturale: è evidente come il mondo anglosassone subisca l'influsso neo-liberista mentre in Italia e in Europa prevalga il modello sociale tipico di questo continente.

La diffusione piuttosto che la concentrazione dell'azionariato, inoltre, impattano sulla struttura del modello retributivo. Nelle società caratterizzate da azionariato diffuso, il ricorso di incentivi legati alla performance è utilizzato per il controllo dei costi; invece nelle società in cui sono presenti azionisti di controllo (*blockholding*), il monitoraggio del *top management* avviene in modo diretto e quindi viene meno la necessità di ancorare la remunerazione alla performance. Il problema che si pone in questo tipo di sistemi, infatti, è piuttosto quello di tutela delle minoranze.

Gli scandali finanziari degli ultimi anni hanno evidenziato la necessità di rendere più trasparenti i compensi degli amministratori, riportando l'attenzione sui sistemi di remunerazione, individuati come la principale causa dell'eccessiva focalizzazione del management sulle performance di breve termine. Da ciò sarebbe nato il presupposto di mettere in atto politiche di investimento che avessero come fine la crescita dimensionale piuttosto che la creazione di valore sostenibile, giungendo, nei casi più gravi, ad azioni di frode pur di sostenere il valore delle azioni quotate in borsa. La crisi ha scavato ancora più in profondità, in quanto ha rafforzato la preoccupazione per gli effetti sistemici generati dall'insolvenza di alcune note istituzioni finanziarie. Le tematiche delle forme di remunerazione degli amministratori hanno così riacquisito nuovo vigore, soprattutto nel settore finanziario, e su come gli incentivi adottati possano aver spinto il *top management* a forme di investimento eccessivamente rischiose e imprudenti.

La *governance* delle retribuzioni, nella sua attività, deve inoltre tenere conto della sempre attuale *Agency Theory*, la possibile divergenza di obiettivi che può generarsi all'interno di un'organizzazione a seguito della separazione fra proprietà e controllo, cercando di ridurre al minimo le decisioni che pongono il manager in situazione di conflitto di interessi con gli azionisti.

La decisione di allineare gli interessi attraverso le partecipazioni azionarie, nonostante gli indubbi benefici, va ponderata con attenzione perché, oltre ad esporre il manager al rischio imprenditoriale, potrebbe rendere più difficoltosa la sostituzione del CDA in futuro, smorzando così l'effetto di una minaccia di licenziamento.

Ulteriore elemento di criticità è determinato dal fatto che l'allineamento degli interessi si scontra con la problematica dei costi di monitoraggio. Se la proprietà della società è diffusa, gli azionisti non hanno incentivi ad assumersi un costo che sosterebbero individualmente ma il cui beneficio sarebbe condiviso.

In conclusione, gli azionisti fanno ricorso a tutti gli strumenti a loro disposizione per gestire il problema di agenzia, anche passando attraverso l'utilizzo di strumenti "duri" come delibere impositive, non approvando le decisioni del CDA, battaglie delle deleghe e minacce di *takeover*, ma purtroppo tale problema, per sua stessa natura, non può essere completamente eliminato.

L'insieme delle considerazioni sopracitate, sommato agli oggettivi abusi che si sono verificati nel ricorso agli *stock options plans* e ai *golden parachutes* (che hanno contribuito alla crescita vertiginosa della remunerazione complessiva dei *top management*) com'è recentemente emerso dalla crisi finanziaria ed

economica, hanno reso più che mai attuale e di interesse la tematica dello sviluppo di sempre più raffinati strumenti e sistemi di *corporate governance* e, di conseguenza, della *disclosure quality*.

Un forte elemento di tutela è rappresentato dalla presenza degli amministratori indipendenti. Nonostante la realtà indichi che la quota di indipendenti presenti nei CDA sia rilevante, nel momento in cui quest'ultimo è chiamato a deliberare su punti importanti, quali il licenziamento del CEO piuttosto che in merito ad un'acquisizione, gli studiosi non riescono a porre in evidenza l'esistenza di una connessione tra struttura del CDA e performance. Osservando i fatti, si nota un aumento del prezzo delle azioni societarie all'ingresso di un nuovo amministratore indipendente nel CDA, ma parrebbe che il maggior valore della società sia legato alla possibilità che il CDA prenda decisioni migliori in materia di acquisizione e di ricambio dirigenziale, piuttosto che in un miglioramento dei risultati operativi.

Il legame tra indipendenza e performance appare labile anche in ragione del ruolo che gli indipendenti vanno a ricoprire. La loro è una funzione di controllo, ma è anche vero che il loro benessere economico personale è quello meno legato alle performance dell'impresa e che, anche il più zelante degli amministratori indipendenti, non dedica all'impresa più di un paio di giorni al mese e che molti di loro siedono in più di un CDA. Tutti questi elementi comportano un'inevitabile diluizione del livello di controllo.

Se invece si volge l'attenzione alla variabile della dimensione del CDA, gli studi hanno dimostrato come sussista una forte correlazione negativa con la performance. La ragione va ricercata nelle dinamiche psicologiche e sociologiche per cui i gruppi più efficienti, e quindi in grado di prendere decisioni migliori, sono quelli più piccoli. Osservando i CDA si nota, invece, una tendenza, a seguito di vari motivi, come per esempio un'acquisizione, a crescere nel corso del tempo.

La variabile successiva presa in considerazione è quella del *management entrenchment*. Studi che hanno preso a riferimento i dati IRRC (Investor Responsibility Research Center) degli anni '90 hanno osservato come società con elevati gradi di *management entrenchment* registrassero performance peggiori rispetto a quelle dove gli azionisti godevano di più poteri. A tale studio si può aggiungere il contributo fornito da ulteriori ricerche in cui viene verificata l'esistenza di una correlazione positiva fra il grado di *management entrenchment* e i compensi percepiti dal *top management* oltre che del valore delle acquisizioni effettuate.

In riferimento al tema dei compensi è immediato come essi possano essere collegati alla performance di impresa mediante l'utilizzo di bonus ma anche di utili. Tale linea di azione era estremamente comune durante gli anni '90 attraverso i già citati pacchetti azionari e di *stock option*. Legando la ricchezza dei manager a doppio filo con quello dell'andamento societario ci fu l'ovvio effetto di incentivare i manager a far crescere il valore dei titoli. L'adozione di queste politiche è stata oggetto di molti studi. Fra questi, uno dei primi si sofferma sul legame fra sensibilità dei compensi e performance. Gli autori scoprirono che per ogni incremento pari a 1.000 dollari si registrava una variazione media del compenso del CEO pari a 3,25 dollari dovuta, per 2 dollari, alla variazione del valore azionario di cui il manager era proprietario mentre solo per il restante 1,25 a bonus, opzioni ed altri elementi retributivi. Lo studio mise in luce come tale sensibilità sembrasse essere insufficiente a far sì che i manager si adoperassero maggiormente per creare valore per gli azionisti. Un aumento della sensibilità è ovviamente costoso in quanto costringe i manager a esporsi maggiormente al rischio. Non è quindi semplice stimare il livello di sensibilità ideale poiché esso è funzione del grado di avversione al rischio del manager.

La remunerazione degli amministratori, in virtù della sua possibile posizione di equilibrio fra l'interesse degli azionisti e quello della società è un'area in cui, già da tempo, si è manifestato un impegno comunitario.

Per ottemperare a quanto richiesto dall'Art. 211 del Trattato di costituzione della Comunità Europea, in un primo momento la Commissione, al fine di incoraggiare un adeguato regime di remunerazione per gli amministratori delle società quotate, ha provveduto ad emanare un testo di raccomandazioni (*Recommendation* 2004/913/EC) che gli Stati Membri erano invitati ad attuare entro il 30 giugno 2006.

Con questa raccomandazione la Commissione voleva promuovere l'adozione di un adeguato regimento di remunerazione attraverso la fissazione di tre punti principali:

- l'invito agli Stati Membri di introdurre norme che favoriscono la trasparenza in materia di remunerazione;
- norme volte all'introduzione del voto *say-on-pay*;
- l'approvazione in via preventiva dei piani azionari.

Collocandosi lungo lo stesso filone la Commissione ha emanato la Raccomandazione 2005/162/CE che ha previsto la presenza di amministratori non esecutivi all'interno del *board* e l'istituzione di un comitato sulla remunerazione che avesse la facoltà di avanzare proposte sui compensi degli amministratori esecutivi.

Alla base di questa nuova regolamentazione, la cui ratio va ricercata nell'ottenimento di diritti di informazione sulle politiche remunerative adottate per prevenire il conflitto di interessi, vi sono quindi principi che si ispirano:

- alla trasparenza in quanto fonte di generatrice di fiducia negli investitori;
- all'armonizzazione della regolamentazione per eliminare trattamenti differenziati in merito alle iniziative di investimento collettivo;
- al fornire agli azionisti una visione completa della politica remunerazioni;
- alla creazione di un collegamento chiaro e univoco fra i pagamenti e i compensi prestabiliti in sede contrattuale;
- al consentire alla politica remunerativa di entrare fra i temi dibattuti all'ordine del giorno nell'assemblea degli azionisti annuale;
- al sottoporre la politica remunerativa al voto dell'assemblea degli azionisti;
- alla conoscenza della remunerazione individuale degli amministratori, sia esecutivi che non, in modo da consentire agli azionisti correlazioni chiare con la performance dell'impresa;
- al rimettere all'approvazione dell'assemblea degli azionisti l'adozione di *stock option plans*;
- all'assunzione di misure di contrasto qualora vi sia una non conforme recepimento delle raccomandazioni

La comunicazione sulla remunerazione dev'essere redatta facendo ricorso a un apposito documento, il *remuneration statement*, che riporta la politica societaria in merito. Tale rapporto può trovare collocazione all'interno del rendiconto annuale piuttosto che pubblicato sul sito web aziendale ovvero dandogli la forma di pubblicità ritenuta più opportuna. Al suo interno devono essere indicate la politica remunerativa che si intende adottare per l'esercizio seguente e, ove possibile anche per quegli successivi, le modalità di implementazione di quella dell'esercizio precedente, dando particolare evidenza ai cambiamenti avvenuti.

In materia di remunerazioni individuali e dei benefici correlati agli amministratori, il CDA è tenuto a fornire documentazione dettagliata dei conti annuali o delle note integrative o ancora nella relazione sulla remunerazione.

Gli azionisti devono ricevere adeguato preavviso su quello che sarà il contenuto del piano di *stock option* e sulle modalità di acquisizione delle azioni necessarie prima dell'assemblea generale. I costi di queste operazioni devono essere esplicitati e tutte le informazioni devono essere disponibili sul sito web della società.

Nel marzo del 2009 la Commissione, a seguito della crisi del 2008, ha integrato le precedenti raccomandazioni con una comunicazione dal carattere strategico finalizzata alla promozione delle *best practices* e in cui venivano enunciati i prossimi passi che avrebbero portato ad attuazione le decisioni, fra cui quelle prese in materia di remunerazione degli amministratori del settore dei servizi finanziari, prese durante il G20 tenutosi a Londra il 2 aprile del 2009.

La raccomandazione del 2009/385/CE ha quindi una funzione integrativa delle precedenti e fornisce ulteriori informazioni in merito alle politiche retributive orientate al contenimento dei rischi finanziari, soprattutto in materia di struttura e politica delle remunerazione. Con quest'ultimo provvedimento si procede all'identificazione di quelli che si possono definire come principi di "sana politica retributiva nelle società quotate".

Si invita inoltre a porre un tetto alla parte variabile della remunerazione in quanto quella fissa è ritenuta di per sé sufficiente e per consentire la non erogazione della remunerazione variabile qualora i criteri, che devono essere predeterminati e soggetti a misurazione, alla base della performance non vengano soddisfatti. Inoltre tali criteri devono essere orientanti a promuovere una performance sostenibile anche nel medio-lungo termine e devono comprendere anche criteri non finanziari orientati alla creazione di valore dell'impresa.

All'interno del nostro ordinamento la norma di riferimento per le società chiuse è l'art. 2389 c.c. che consente di prevedere nei piani di compensazione la partecipazione agli utili e i piani di *stock options*; mentre per le società, sempre chiuse, che invece adottano il sistema dualistico l'articolo di riferimento è il 2409 *terdecies*, lettera a).

Per quel che invece riguarda le società quotate, pur rimanendo applicabili i due articoli citati, si è di fronte a uno scenario più complesso. Si hanno infatti diversi gradi di articolazione: a livello primario con le disposizioni del TUF contenute negli articoli 114-*bis* e 123-*ter*, a livello regolamentare con il Regolamento Emittenti n. 11971/99 e a livello di autoregolamentazione con il Codice di Autodisciplina.

Nello specifico, l'art. 114-*bis* del TUF, applicabile a tutte le società aperte, subordina l'adozione di piani di *stock options* al voto preventivo dell'assemblea e prescrive nel dettaglio i documenti informativi che devono essere fatti pervenire a quest'ultima per l'esercizio di un voto consapevole.

L'art. 123-*ter* del TUF, invece, introdotto dal d.lgs. 30 dicembre 2010 n. 259, contiene informazioni dettagliate riguardo alle informazioni sulla remunerazione che gli amministratori devono fornire, oltre a introdurre, al comma sesto, la regola del *say-on-pay*. Gli aspetti dell'informativa legati al mercato sono quindi appannaggio della norma primaria mentre gli altri aspetti disciplinari sono demandati al Codice di Autodisciplina, sottoposto, per l'art. 124-*ter* del TUF, al principio di *comply or explain*.

Il centro dell'impianto normativo è però rappresentato dalla relazione sulla remunerazione. Questo documento viene approvato dal consiglio di amministrazione e dal consiglio di sorveglianza per le società che fanno ricorso al sistema dualistico.

Nella prima parte della sezione, disciplinata dal comma 3 dell'art. 123 del TUF, viene fornita una rappresentazione dettagliata di ogni voce presente nella relazione sulla remunerazione, inclusi i trattamenti corrisposti in caso di cessazione della carica e di fine rapporto (*golden parachutes*), mettendo in evidenza la coerenza con la politica di remunerazione approvata nell'esercizio precedente.

Nella seconda sezione invece vengono indicate, nominativamente per ciascuno dei membri dell'organo di amministrazione e controllo, dei direttori generali e per i dirigenti con responsabilità strategica, in forma aggregata, le voci singole in cui è articolata la remunerazione attraverso il ricorso delle tabelle 1,2, 3A e 3B, risultanti dalla rielaborazione degli schemi 1 e 2 dell'Allegato 3C del Regolamento degli Emittenti, in cui tutte le componenti della remunerazione sono suddivise a secondo della tipologia di riferimento. La seconda sezione è disciplinata dal comma 4 dell'art. 123 del TUF.

L'obbligo di fornire informazioni con un simile grado di dettaglio trova la sua *ratio* nella volontà da parte del legislatore di fornire agli azionisti e al mercato una visione chiara che consenta di valutare la ragionevolezza dei compensi del *top management* con le performance conseguite al fine di ridurre quanto più possibile comportamenti scorretti e abusi.

Al fine di migliorare la chiarezza e la completezza delle informazioni fornite, il comma 5 dell'art. 123-ter TUF prescrive di fornire, in allegato alla relazione, anche i piani di incentivazione a lungo termine disposti dall'art. 114-bis del TUF ovvero, alternativamente, indicare la sezione del sito web societario dove possono essere reperiti.

L'art. 123, inoltre ha rimesso a un intervento della Consob, sentiti ISVAP e Banca d'Italia per i soggetti sottoposti alla loro vigilanza, la regolamentazione delle specifiche informative da includere nella suddetta relazione, come quella che va ad evidenziare il nesso di causalità fra le politiche di remunerazione e la creazione nel lungo termine del valore societario e con la politica di gestione dei rischi.

L'art. 123-ter, al comma 2, rimette al CDA o al consiglio di sorveglianza l'approvazione della relazione sulla remunerazione, in virtù delle caratteristiche tecniche del documento che rendono necessario il ricorso a un comitato apposito o comunque a consulenti esperti in materia finanziaria.. A prescindere dalla forma di *governance* prescelta, comunque l'approvazione del CDA deve avvenire con un punto specifico all'ordine del giorno in sede assembleare.

La raccomandazione n. 2004/913/CE, all'art. 4.2 demanda agli Stati Membri la scelta sulla natura vincolante (*binding vote*) o consultiva (*advisory vote*) del voto da attribuire all'assemblea, il cosiddetto *say-on-pay*. L'Italia ha deciso di allinearsi con la maggior parte del panorama europeo e ha optato per un coinvolgimento dell'assemblea che non abbia natura vincolante.

Essendo in Italia un voto di natura meramente consultiva, esso genera in capo al CDA, nel caso in cui immotivatamente decida di discostarsi da quanto espresso dall'assemblea sulla politica remunerativa, una responsabilità che, portata alle estreme conseguenze, può condurre alla revoca del mandato in quanto costituisce violazione dei doveri fiduciari e degli obblighi professionali in capo al CDA. Un giudizio

negativo da parte degli azionisti è, di fatto, un giudizio negativo sulla *governance*, tuttavia la *ratio* del voto consultivo è quella di favorire il dialogo fra i soci e gli amministratori, offrendo un ulteriore supporto, di natura psicologica, ai membri del CDA nella fase di negoziazione dei compensi degli *executives*.

Il caso italiano rappresenta uno scenario estremamente interessante in quanto, essendo caratterizzato da una struttura proprietaria fortemente concentrata, fa discutere se il voto *say-on pay* sia un meccanismo efficiente ai fini dell'espressione del dissenso ovvero se la cospicua presenza di azionisti di controllo ne invalidi la valenza segnaletica: infatti, il controllo degli azionisti di maggioranza sul CDA in Italia è alquanto pervasivo; una lettura alternativa potrebbe invece suggerire che la presenza di una maggioranza così forte funge da disincentivo dell'espressione del dissenso da parte della minoranza. Tale tematica si lega anche all'*agency problem* che è risultato più marcato in contesti caratterizzati da azionariato diffuso piuttosto che in quelli dove la proprietà è maggiormente concentrata.

Un ulteriore dato emerso dallo studio condotto da Consob è il buon grado di *disclosure* e la trasparenza sulle voci dei compensi degli amministratori risulta essere molto apprezzata dagli azionisti. La combinazione di questi due elementi ha sicuramente contribuito a ridurre il dissenso degli azionisti. È quindi plausibile ipotizzare che l'esistenza di voci di dettaglio sulla remunerazione degli azionisti sia la condizione di base perché possano esplicarsi gli effetti positivi del meccanismo di voto.

Nelle società appartenenti al settore bancario e assicurativo il diritto di voto *say-on-pay* ha natura vincolante. In tali contesti il dissenso degli azionisti è inferiore rispetto a scenari di voto consultivo. In merito a quest'evidenza, si è affermato che il voto vincolante abbia un effetto repressivo sulla libertà di espressione degli azionisti incidendo sulle loro decisioni più di quanto accada con un *advisory vote*.

## Capitolo 2 – Le società quotate italiane

La relazione di Assonime del 2018 ha come oggetto di riferimento le società italiane quotate al 31 dicembre 2016 le cui relazioni erano disponibili in data 15 luglio 2017. Si tratta di 221 società facenti parti del segmento FTSE Mib, Mid cap, Small cap, Micro cap e Altre che accoglie una categoria residuale. Per la quasi totalità, gli emittenti hanno aderito al codice di Autodisciplina, 199 società, circa il 90%. Di queste 221 società, 217 adottano il modello di *governance* tradizionale, mentre 4 modelli alternativi: nello specifico, 3 adottano il sistema dualistico e solamente una quello monistico.

La scelta di non aderire al Codice ovvero di aderire a una delle sue interpretazioni precedenti viene esplicitata e giustificata, nella maggior parte dei casi, dalla dimensione e dalla struttura organizzativa contenuta e dall'alta concentrazione dell'assetto proprietario. Le società in questione comunque provvedono a fornire informazioni sul sistema di *governance* prescelto.

Il presente capitolo si sofferma su alcuni aspetti:

- la composizione dei CDA: le raccomandazioni del Codice trovano ampio seguito. Nella stragrande maggioranza delle società, il 96%, i CDA o i consigli di sorveglianza presentano una composizione equilibrata fra amministratori esecutivi e non e indipendenti. Si rilevano però sensibili variazioni a secondo della dimensione della società e del settore di appartenenza. Per esempio, nel corso degli anni, i CDA delle società di dimensione maggiore, con particolare riguardo a quelle appartenenti al settore finanziario, hanno evidenziato una crescita nel numero dei componenti;

- nomina di un *lead independent director*: le fattispecie che richiedono la nomina di tale figura sono riscontrabile nel 91% delle società del FTSE per arrivare al 31% nelle Mid Cap e al 44% nelle Small Cap. La nomina stessa risente del fattore dimensionale: nelle società di grandi e medie dimensioni è sempre presente, mentre nelle società più piccole (Mid e Small) solo nel 75% dei casi;
- informativa pre-consiliare: nel 98% dei casi, le relazioni sul governo societario del 2017 contengono notizie in merito alla circolazione dell'informazione pre-consiliare. Il preavviso fornito è ritenuto congruo nel 75% delle società e in lieve aumento rispetto al 2015 e al 2016 (rispettivamente 71% e 73%). Come per le tematiche esaminate in precedenza, anche il livello di adesione è influenzato dal fattore dimensionale societario: la definizione ex ante del preavviso, posto come obiettivo da rispettare, è maggiore nelle società più grandi (80% dei casi) e si attesta al 70% in quelle di dimensioni minori. Se si guarda invece all'informativa ex-post sull'effettiva congruità del preavviso, solo il 64% delle società che aderiscono al Codice e che hanno proceduto a identificare numericamente il preavviso considerato congruo hanno fornito notizie sul rispetto effettivo. Si rileva quindi come sia necessario un miglioramento della *disclosure* ex-post sul punto in oggetto. L'influenza dimensionale incide fortemente sul livello medio di *compliance* che si attesta al 25% nelle società più grandi, al 68% per le medie e al 56% per le piccole;
- partecipazione alle riunioni: esaminando le Relazioni sul governo societario del 2017 si evidenzia il fatto che nel 78% dei casi delle società aderenti al Codice di autodisciplina, vi è stato effettivamente la presenza dei dirigenti alle riunioni del CDA. È un importante miglioramento rispetto al 62% del 2016;
- *board evaluation*: l'84% delle società aderenti al Codice ha comunicato di aver svolto tale, con una maggiore frequenza per le società di grandi e medie dimensioni, percentuale che si attesta tra il 93% e il 94%, rispetto alle minori, dove invece il dato percentuale è del 77%. Nel settore finanziario la *compliance* è pressoché totale, attorno al 95%;
- tetto al limite del cumulo di incarichi: è presente solo nella metà delle società. Lo studio però rileva come comunque il cumulo di incarichi nelle società quotate sia limitato e come, in presenza di molteplici cariche, i consiglieri esprimano di loro spontanea iniziativa un'indicazione sul numero massimo.
- piani di successione: sono stati valutati solamente in 183 società e applicati in 35, soprattutto nel settore finanziario, dato che comunque registra un aumento rispetto alle 29 del 2016 e alle 20 del 2015 e 2014. La principale motivazione fornita dalle società aderenti al Codice per la mancata stesura di uno o più piani di successione è rinvenibile negli assetti proprietari della società;
- amministratori indipendenti: i criteri che il Codice raccomanda per la valutazione dell'indipendenza degli amministratori viene disatteso raramente, circa nel 7% dei casi, e la maggior parte delle volte riguarda la durata ultranovennale della carica che viene comunque sempre motivata. Le argomentazioni a cui si fa più frequentemente ricorso riguardano la volontà di mantenere le competenze acquisite a seguito della lunga permanenza e il non voler applicare il criterio in modo automatico. È invece più elevato il numero di società che hanno come amministratori indipendenti soggetti che vertono in situazioni di rischio pregiudicanti per la loro indipendenza a causa delle cariche di vertice ricoperte, di durata ultranovennale carica negli della ultimi dodici o a fronte di una remunerazione particolarmente cospicua. È in aumento il numero di società che dichiarano l'avvenuta riunione degli amministratori indipendenti mentre rimane stabile il livello di spiegazione per le società che hanno disatteso tale raccomandazione;

- i comitati:
  - comitato nomine: la raccomandazione della sua creazione non trova ampia attuazione. È molto frequente che venga unificato con un altro comitato consiliare;
  - comitato per la remunerazione: è costituito nel 95% dei casi. Nel 2016 si era riusciti a raggiungere un'adesione totale mentre nel 2015 questa percentuale ammontava all'87%. Le 11 società che nel 2017 non avevano un comitato per la remunerazione hanno giustificato il fatto facendo riferimento alla dimensione societaria e a esigenze di semplificazione organizzativa. Nella quasi totalità dei casi, il comitato per la remunerazione non è unificato con altri comitati e ha quindi natura autonoma e nell'89% dei casi la sua composizione è allineata con le previsioni codicistiche;
  - comitato controllo e rischi: rinvenibile nella quasi totalità degli emittenti (196 su 199 società aderenti al Codice, pari cioè al 98%). Le poche società che non hanno provveduto all'istituzione del comitato hanno, come nel caso del comitato per la remunerazione, fatto riferimento alla dimensione ridotta e all'esigenza di semplificare la struttura organizzativa, affermando che le funzioni deputate a tale comitato siano state assunte dagli organi di controllo delegati;
- la politica retributiva: il 90% delle società aderenti al Codice prevede nelle sue politiche retributive la corresponsione di una componente variabile ai suoi *executives*. Nelle società più grandi e in quelle medie ciò è praticamente sempre presente (rispettivamente 97% e 98%) mentre in quelle più piccole la frequenza diminuisce (81%).

Il bilanciamento fra la componente variabile e quella fissa è una tematica che sta particolarmente a cuore al Codice, tant'è che la sua importanza è stata ribadita ed è stata oggetto di specifiche raccomandazioni nel Rapporto del 2016. Esaminando le relazioni pubblicate nel 2017, risulta che l'86% delle società aderenti al Codice e che prevedano la componente variabile nella propria politica retributiva, abbiano fornito l'indicazione del peso relativo della parte variabile e di quella fissa. Qui il divario dimensionale si fa consistente: all'interno delle società più grandi tale dato è sempre fornito mentre è presente solo nel 79% dei casi nelle società più piccole. La *compliance* è totale all'interno delle società che operano nel settore finanziario mentre ammonta all'84% per le quelle del settore industriale. Si evidenzia comunque una crescita rispetto al 2016, quando questo dato era fornito dall'80% delle società più grandi e dal 72% di quelle di minori dimensioni e dal 78% delle industriali.

In riferimento ai parametri usati per la determinazione della componente variabile se ne possono osservare di diversi. Nel 98% dei casi essi hanno natura contabile, nel 61% sono legati a obiettivi di business e nel 52% dei casi viene comunicato il collegamento della componente variabili a piani *stock-based* o di *phantom-stock*, con una maggiore incidenza fra le società grandi (76%) rispetto a quelle di dimensioni medie (59%) e piccole (39%) e nel settore finanziario (77%), in particolar modo le banche (81%).

A livello complessivo, la presenza di componenti variabili legate a obiettivi di medio-lungo termine è rinvenibile nel 70% delle società aderenti, con un maggiore grado di *compliance* per le grandi (90%) e le medie (80%) rispetto alle piccole (al di sotto del 60%).

Il cap alla remunerazione variabile è presente nell'88% delle relazioni sulla remunerazione pubblicate nel 2017 delle società aderenti al Codice e che prevedono la componente variabile. Il

grado di adesione è in aumento rispetto all'84% del 2016: è sempre presente nelle grandi società, quasi sempre nelle medie (91%) e con meno frequenza fra quelle di minori dimensioni (81%).

Dal 2014 gli emittenti sono invitati a introdurre clausole di *claw-back*. Le cosiddette sono state individuate nelle politiche di remunerazione di 106 aderenti al Codice (il 53%). Tale dato è in aumento rispetto al 48% del 2016 e al 34% del 2015. La dimensione aziendale incide significativamente sulla presenza delle intese contrattuali: esse sono più comuni nelle società di grandi dimensioni (88%), mentre la loro frequenza diminuisce nelle medie (73%) e nelle piccole (35%). Anche il settore di appartenenza ha una forte influenza: le clausole di *claw-back* sono previste nell'86% dei casi di emittenti del settore finanziario contro il 49% del settore industriale. Quasi sempre società adottanti questo tipo di clausole, provvedono ad indicare anche gli eventi che ne innescano l'operatività (*trigger events*).

Ulteriori raccomandazioni del Codice si concentrano nell'individuazione di un cap a fronte della corresponsione dell'importo dell'indennità erogabile. La natura del tetto massimo può essere rappresentata sia da un numero fisso ovvero da un parametro che sia legato al compenso ricevuto dall'amministratore nell'arco di un determinato intervallo temporale. Le società in merito a ciò non forniscono sempre informazioni di facile lettura: il 16% degli emittenti pare escludere la possibilità di future erogazioni ai membri del CDA in caso di licenziamento o dimissioni; invece solo nella metà dell'84% restante, che ne contempla l'esistenza, viene previsto un cap. L'altro 50% si limita semplicemente a indicarne l'esistenza o a non negarla a priori.

Alla luce di ciò è possibile affermare che solamente il 62% delle società aderenti risultano allineate alle raccomandazioni codicistiche, arrivando al 78% negli emittenti di dimensioni maggiori per scendere al 62% nelle medie e al 54% nelle più piccole. Sono dati allineati rispetto agli anni precedenti e non si registra nessun miglioramento significativo quanto piuttosto un basso livello di *compliance* fra le società di dimensioni minori.

In sintesi, il livello qualitativo e quantitativo delle informazioni fornite dalle società sta progressivamente migliorando. La descrizione del modello di *governance* è generalmente adeguato, a prescindere dal grado di adesione al Codice.

Il Comitato Italiano per la Corporate Governance, volendo andare a indagare il grado di adesione effettiva da parte degli emittenti al Codice di Autodisciplina e non la mera *compliance*, nella sua Relazione del 2017, ha condotto un'analisi andando a selezionare le principali raccomandazioni riguardanti il funzionamento del CDA e della remunerazione degli *executives*. Per svolgere questo studio, il Comitato ha preso in considerazione le sole società che abbiano applicato concretamente quanto previsto dal Codice, escludendo quelle che, anche solo parzialmente, non lo avessero fatto, a prescindere o meno della presenza di motivazione.

I risultati emersi hanno evidenziato come le società in questione abbiano raggiunto un'applicazione di oltre tre quarti delle raccomandazioni selezionate, con un'adesione sostanzialmente omogenea per le varie aree di *corporate governance*. Mediamente, il grado di *compliance* per le società grandi si attesta al 90%, 80% per le medie e al di sotto del 70% per le piccole.

Il lavoro del Comitato mette in evidenza, però, diverse aree in cui è richiesto un miglioramento:

- adeguatezza informativa pre-consiliare: l'effettiva completezza e tempestività di tale flusso informativo è rinvenibile in meno della metà delle società oggetto dello studio. Anche fra gli emittenti di maggiori dimensioni, tale dato si attesta al di sotto del 75%;
- comitato nomine: negli aspetti della sua istituzione, composizione e funzione adeguati solo nel 50% delle società quotate e nel 40% di quelle di dimensioni più contenute. Ove presente, le funzioni e attività svolte sono poco chiare in quanto molto spesso questo comitato viene unificato con un altro, nella maggior parte dei casi con il comitato per la remunerazione;
- attività di *board evaluation*: seppur frequente, non ha ancora raggiunto il grado di diffusione auspicabile, soprattutto nelle imprese di dimensioni più modeste. Inoltre, solo il 20% delle *board review* include valutazione dei singoli amministratori;
- casi di elevata *compliance* formale del Codice, ma non di effettiva attuazione: ne sono un esempio l'articolazione dei piani di successione e i criteri di indipendenza e dei compensi degli amministratori indipendenti. Queste tematiche registrano un grado di adesione molto elevato: il 90% delle società aderenti ha valutato l'opportunità di adottare un piano di successione ma solo il 20% li ha poi effettivamente adottati, (di cui oltre la metà emittenti di grandi dimensioni) e molto spesso il contenuto non è sufficientemente descrittivo ; l'applicazione dei criteri di indipendenza viene rilevata in oltre il 75% dei casi e la remunerazione degli indipendenti appare, come raccomandato dal Codice, generalmente priva della componente variabile. In circa nel 50% dei casi in cui i consiglieri indipendenti si trovano in una cosiddetta "situazione di rischio" questa non *compliance* non viene adeguatamente giustificata. Per quanto riguarda la remunerazione percepita, non appare allineata con le aspettative del mercato: in oltre il 50% delle società più piccole si attesta al di sotto dei 25.000 euro e per le medie, anch'esse in una percentuale superiore al 50%, e per il 20% delle più grandi è inferiore ai 50.000 euro;
- scarsa previsione delle clausole di *claw-back*, scarsa adesione alle raccomandazioni del Codice in tema di indennità di fine rapporto e la non *compliance* in materia della definizione degli obiettivi di lungo termine nella definizione della componente variabile per gli amministratori esecutivi.

L'applicazione del Codice è fortemente influenzata dalla dimensione aziendale ovvero al settore di appartenenza: il 15% delle società, in prevalenza di piccole dimensioni, applica meno del 50% delle raccomandazioni codicistiche; il 30%, sempre in maggioranza piccole, oscilla invece tra il 50% e il 75%.

In sintesi, il lavoro del Comitato pone in evidenza come vi sia un'oggettiva difficoltà da parte delle società di dimensioni minori di aderire alle raccomandazioni codicistiche. Tali difficoltà sono rinvenibili non solo per le imprese appartenenti al FTSE Small Cap, ma anche a quelle appartenenti al FTSE Mid. Sarebbe quindi opportuno, secondo il Comitato, promuovere un'attività di analisi delle raccomandazioni codicistiche volte alla semplificazione delle possibili misure per le società di dimensioni più contenute.

### **Capitolo 3 - Disclosure dell'*executive remuneration***

La politica remunerativa dichiarata dev'essere coerente con il sistema di remunerazione introdotto dalle imprese ed è inoltre necessario che ci sia un forte orientamento alla trasparenza, capace anche di andare oltre a quanto previsto dalle disposizioni normative.

La trasparenza consente di comprendere quale sia il grado di coinvolgimento e di motivazione dei vertici aziendali, nonché l'equità di trattamento e come venga distribuita la ricchezza generata dalla società tra

coloro che hanno contribuito maggiormente alla sua generazione. In ultima analisi, la trasparenza in materia di remunerazione costituisce uno dei pilastri fondamentali attraverso cui generare i consensi e la fiducia.

È, infatti, attraverso la *disclosure quality* che è possibile andare a colmare l'asimmetria informativa esistente fra manager e azionisti, andando a soddisfare le esigenze informative di natura quali-quantitativa dei secondi.

Molti studiosi collegano la qualità della *disclosure* con la quantità, ritenendola un buon *driver* di approssimazione della sua misurazione (Horngren, 1957; Robb, 1980; Dye, 1985; Barron et al., 1998; Penman, 2003; Barth et al., 2003; Bushman e Smith, 2003; Mensah et al., 2006). Un altro filone di pensiero, invece, pur riconoscendo l'importanza dell'elemento quantitativo, non lo ritiene essere un'approssimazione valida per la qualità della *disclosure*, ricercando ciò in altri fattori, quali la "ricchezza del contenuto" (Beattie et al., 2004; Beretta e Bozzolon, 2008).

In questo contesto dottrinario, il presente elaborato si inserisce all'interno del dibattito sulla valutazione della qualità della *disclosure*, concentrandosi in particolar modo, sull'informativa inerente al sistema di remunerazione, andando a valutare la *disclosure quality* sulla base della presenza o meno di informazioni relative a obiettivi informativi preselezionati. I requisiti di *disclosure* individuati sono corredati da esempi, rinvenibili nel documento completo, *screenshots* di relazioni della remunerazione delle società quotate italiane, appartenenti al FTSE MIB, che identificano le *good practices* di *disclosure volontaria* concretamente applicate. Alcuni di questi requisiti sono ancora oggi in evoluzione. Tutti però sono riconducibili a una delle tre diverse macroaree che compongono la relazione sulla remunerazione: l'*annual statement*, il *director's remuneration policy* e l'*annual report on remuneration*.

Nell'*annual statement*, il Presidente del Comitato per la Remunerazione provvede a spiegare il contesto di riferimento in cui opera la società e le decisioni che sono state prese durante il corso dell'anno oltre ai cambiamenti e ai risultati a seguito degli stessi. È consuetudine che l'*annual statement* costituisca l'apertura della Relazione sulla Remunerazione. La regolamentazione si preoccupa di fornire delle linee guida su quale debba essere il contenuto dell'*annual statement*, ma tali indicazioni non hanno carattere vincolante.

Nel *director's remuneration policy* si identifica l'approccio proposto dagli amministratori alla remunerazione per il successivo triennio. Sebbene non sussista un obbligo di includere la politica di remunerazione all'interno della Relazione sulla Remunerazione nel caso in cui gli azionisti non abbiano voto vincolante, questo comportamento è spesso incoraggiato dagli azionisti stessi al fine di migliorare la comprensione dei contenuti della Relazione. Il prospetto delle politiche di remunerazione riveste un'importanza fondamentale in quanto, una volta approvato, non consentirà di effettuare pagamenti che risultino incoerenti rispetto a quanto dichiarato nel prospetto, a meno che non sia oggetto di specifica approvazione o derivante da un accordo stipulato prima del 27 giugno 2012. La stesura di questa parte nella Relazione sulla Remunerazione è richiesta solo in quegli anni dove è previsto il voto vincolante degli azionisti sulla politica remunerativa. Negli anni intermedi, la Relazione può essere composta dal solo *annual statement* e dall'*annual report on remuneration*, a condizione che sulla Relazione stessa venga indicato dove possa essere reperita una copia della politica di remunerazione e la data assembleare di approvazione della stessa.

Essendo vincolante il voto degli azionisti su questa parte della relazione, le informazioni del prospetto devono essere facilmente comprensibili e sintetiche per cui è prevista la forma tabellare, le aziende hanno però potere discrezionale su come presentare la tabella.

Nell'*annual report on remuneration* le società devono preoccuparsi di includere nella Relazione i vari scenari di risultato, allegando anche una descrizione delle basi di calcolo utilizzate e delle ipotesi. Tale requisito ha carattere prescrittivo. Il report sulla remunerazione presenta il dettaglio delle voci che compongono la remunerazione e, quindi, l'implementazione della politica remunerativa durante l'anno finanziario. Congiuntamente, all'*annual statement*, l'*annual report on remuneration* è sottoposto al voto consultivo degli azionisti.

In questa parte è necessario che venga indicato quanto percepito da ogni amministratore che abbia ricoperto tale incarico durante l'anno finanziario, a prescindere della durata della carica, includendo il dettaglio delle voci. I regolamenti prescrivono nel dettaglio le informazioni che devono essere riportate in ogni colonna della tabella, consentono però di riordinare le colonne che includono sub-totali e una tabella a parte per la remunerazione degli amministratori non esecutivi.

Le aziende godono di potere discrezionale nella scelta dell'anno finanziario in cui includere i bonus o la maturazione dei LTI nel caso in cui l'obiettivo sia stato sostanzialmente, ma non pienamente, raggiunto durante l'esercizio in corso.

Possono essere incluse stime delle cifre che si andranno a corrispondere agli amministratori nell'esercizio in corso, andando però a comparare tali somme attraverso un "true-up" con quelle percepite nell'anno precedente, motivando il tutto attraverso una nota esplicativa.

I regolamenti richiedono che le imprese forniscano spiegazioni per gli importi inseriti nelle tabelle, come la natura dei *benefits* e le basi che hanno portato alla determinazioni dei bonus di MBO e di LTI. Per quanto riguarda i piani LTI, è necessario riportare nelle Relazioni i dettagli degli strumenti finanziari alla base dell'incentivo (natura dello strumento, interessi maturati, periodo di esercizio, ecc.). È importante inserire nella Relazione, al fine di dimostrare che ci sia stato allineamento tra ricompensa e prestazione, un dato di riepilogo, sotto forma grafica o tabellare, che comunichi il compenso complessivo del CEO e l'incentivo massimo raggiunto, incrociando tale informazione con il *total shareholder return*.

## **Conclusioni**

La tematica della remunerazione del *top management* nel contesto delle società quotate acquisisce una rilevanza fondamentale, strettamente interconnessa alla questione della qualità del governo societario. Nel corso della trattazione, infatti, è stato messo in luce come la politica sulla remunerazione sia uno degli aspetti fondamentali della *corporate governance*, in quanto rappresenta un documento con natura programmatica, dotato della capacità di orientare il comportamento degli amministratori ed elaborato da loro stessi tenendo in considerazione l'indirizzo strategico della società e il suo profilo di rischio.

È possibile quindi rinvenire un legame tra compensi corrisposti agli amministratori, sulla base della politica di remunerazione approvata, e *performance* societaria. Questa relazione è un valido indicatore per valutare l'operato del *top management*, anche nell'ottica di una corretta gestione societaria.

Come ampiamente dimostrato dai già citati scandali finanziari, la remunerazione è una tematica estremamente complessa e l'esistenza di un'ampia asimmetria informativa tra gli amministratori e gli azionisti ha spesso agevolato comportamenti opportunistici dei primi, più orientati al proprio interesse personale piuttosto che a quello societario.

Per far fronte a queste numerose criticità, gran parte degli ordinamenti, ivi compreso il nostro, hanno deciso di intervenire, rivedendo tutto il processo dell'adozione delle politiche di remunerazione, mediante il rafforzamento del ruolo degli amministratori indipendenti, attraverso l'istituzione di un apposito comitato, e con il conferimento del diritto di voto *say-on-pay* all'assemblea dei soci. Gli ordinamenti sono poi intervenuti andando ad innalzare in modo progressivo gli *standards* in materia di *disclosure* e rivedendo la struttura dello stesso *executive compensation*, istituendo in alcuni casi un cap massimo alla remunerazione e andando a regolamentare le proporzioni tra parte fissa e variabile. Ci si è spinti verso una standardizzazione dei contenuti. Tale scelta però non può non portare a chiedersi quanto effettivamente sia auspicabile questa convergenza delle strutture remunerative verso un "modello unico", in quanto, per sua stessa natura, la remunerazione non è materia standardizzabile, risentendo di un'infinità di variabili, quali la dimensione e il settore societario, il grado di internazionalizzazione, il grado di concentrazione della proprietà e, molto più banalmente, i cicli economici. Nasce quindi spontaneo chiedersi, anche al fine di stimolare una riflessione provocatoria, se, piuttosto che concentrare l'attenzione sul quanto percepiscano i manager, punto comunque rilevante, non sarebbe più opportuno focalizzarsi sul "come", vero fulcro delle politiche di remunerazione e delle dinamiche di *governance*.

La tematica dell'*add value* mette in luce alcune potenziali problematiche operative, proponendo spunti di riflessione atti ad incrementare la sensibilità da parte delle istituzioni e degli operatori di settore al fine di intraprendere un dibattito volto al raggiungimento degli obiettivi di trasparenza e di intelligibilità della normativa di *disclosure* in vigore per giungere a delle linee guida capaci di tenere conto delle variabili settoriali e dimensionali.

Lo studio condotto si inserisce all'interno del dibattito sulla *disclosure quality*, andando ad analizzare l'informativa presente all'interno della Relazione sulla Remunerazione, documento di natura obbligatoria per le società quotate a partire dalla chiusura dell'esercizio del 2011.

L'analisi del Report di Assonime prima e dell'applicazione delle *best practices* in materia di *disclosure* poi ha cercato di evidenziare la complessità e la difficoltà che le società, anche quelle di grandi dimensioni, riscontrano nel recepimento di una normativa volta a regolamentare un tema estremamente delicato, quale quello dell'informativa sulla remunerazione e che nell'adempiere a tale ruolo tenta di responsabilizzare il CDA attraverso il rispetto degli obblighi informativi e della coerenza delle informazioni selezionate.

Il risultato di questo lavoro mostra che quantità e qualità della informazioni fornite sono in progressivo miglioramento ma che c'è ancora molto lavoro da fare. Una regolamentazione efficace del processo di determinazione dei compensi degli *executives*, che da un lato contenga gli eccessi e dall'altro valorizzi le opportunità, si fonda sull'indipendenza di coloro che sono chiamati a decidere in materia di remunerazione e sulla trasparenza di tale processo. Ciò non favorisce solamente il controllo ma costituisce una fonte di informazione utile ad ampliare il mercato, di sua natura ristretto e selettivo e a stimolare ulteriori dibattiti sulla complessità del tema in esame e se sia necessario, oltre ai parametri classici, svilupparne di più specifici in relazione all'attività svolta e alla complessità della gestione.

L'informativa economico-finanziaria ha acquisito con il tempo una centralità strategica ed economica sempre maggiore, di pari passo alla crescita societaria. La maggiore competizione e i nuovi approcci alla gestione, sensibili a temi di natura sociale e ambientale, focalizzati su obiettivi individuali e collettivi, hanno influenzato il ruolo della *disclosure* sia in riferimento alla trasparenza che ai margini di miglioramento, puntando a una *governance* equilibrata, che valorizzi parimenti gli strumenti di informazione volontaria e obbligatoria, sia nell'ottica di un'efficace gestione societaria, ma anche a supporto delle decisioni alla base degli investimenti delle varie categorie di *stakeholder*. La rilevanza economica della *disclosure* non è infatti elemento oggetto di discussione: ricerche e studi statistici evidenziano come la produzione e la divulgazione delle informazioni producano effetti sui costi sostenuti, in termini di investimenti e di decisioni né è in discussione il fatto che essa contribuisca alla generazione del valore societario.

La *disclosure* riveste perciò un ruolo strategico che impatta a 360 gradi sulla società, dalle sue modalità di governo societario, ai parametri di valutazione e controllo.

In conclusione, le criticità evidenziate non possono essere risolte con un orientamento al breve periodo e nell'ottica del soddisfacimento dei bisogni attuali dei fruitori, ma è necessario un approccio di medio-lungo termine che renda possibile l'armonizzazione della molteplicità di interrelazioni con l'informativa corrispettiva ed entrambe con gli *stakeholder* e la comunità sociale, economica e culturale.