

Fondata nel 1991

Direttore responsabile

Franco Biscaretti di Ruffia

Comitato di redazione

Salvatore Cozzolino, Andrea Gasperini,  
Stefano Volante

## Sommario

<b>Editoriale</b>	Educazione finanziaria: lo stato dell'arte <i>a cura della Direzione</i>	1
<b>Corporate Governance</b>	Il Debito, l'Austerità e le remunerazioni dei <i>Top Manager</i> di <i>Piero Marchettini e Daniela Carosio</i>	5
<b>Intangibles</b>	La sostenibilità della comunicazione dei non <i>Financial Key Performance Indicators</i> di <i>Andrea Gasperini, Chiara Piconi</i> <i>Andrea Casadei e Filippo Amadei</i>	13
<b>ETF</b>	Gli ETF "europei" e i primi 10 anni di attività di <i>Edoardo Mezza</i>	21
<b>Valutazione</b>	I principali metodi di valutazione degli investimenti nel settore immobiliare di <i>Dominique Giannelli</i>	27
<b>Gestione</b>	L'impatto delle politiche retributive sulle prospettive del risparmio gestito in Italia: le criticità della categoria dei promotori finanziari di <i>Laura Vitale e Luca Spoldi</i>	35
<b>Mercato Mobiliare</b>	Superconcentrazione ovvero la legge di Pareto di <i>Vittorio De Pedys</i>	41

*Gli articoli, che compongono la Rivista, esprimono l'opinione degli autori e non rappresentano la posizione ufficiale dell'Associazione*

*Questo numero è stato chiuso in redazione il 30 giugno 2010*

Editore  
**AIAF Associazione Italiana degli Analisti Finanziari**

Segreteria di Redazione: Ivana Bravin

Redazione, Pubblicità, Abbonamenti  
Corso Magenta, 56 - 20123 Milano  
Tel. +39.02.72023500, Fax +39.02.72023652  
www.aiaf.it - info@aiaf.it

Fotocomposizione  
Service provider: Audacia srl - Via Crimea, 27  
Collegno (TO) - sito internet: <http://www.aiaf.it>  
Abbonamento annuale (comprensivo di password per  
l'accesso alla Rivista online sul sito [www.aiaf.it](http://www.aiaf.it))  
€ 100,00 (esente IVA) per l'Italia,  
€ 140,00 (esente IVA) per Estero  
Copie arretrate Rivista € 20,00, Quaderni € 24,00 (esente  
IVA)



di Piero Marchettini\* e Daniela Carosio\*\*

## Il Debito, l'Austerità e le remunerazioni dei Top Manager

La crisi greca, il crescente livello di deficit e l'ammontare del debito pubblico dovrebbero comportare certamente importanti ripercussioni sulla politica economica di tutti i Paesi europei. Il blocco della spesa pubblica e la riforma dei sistemi pensionistici produrranno una situazione difficile e molto probabilmente conflittuale. Per sanare la crisi finanziaria ed economica dei Paesi dell'Unione Europea è plausibile ipotizzare che l'austerità durerà diversi anni, causando la permanenza di un elevato tasso di disoccupazione e costringendo non solo le classi disagiate, ma anche quelle medie, ad affrontare enormi sacrifici.

In un simile contesto le grandi aziende e i comitati remunerazioni saranno costretti a rivedere profondamente il sistema retributivo degli alti dirigenti. È chiaro che bisognerà soprattutto introdurre politiche coerenti, moderate e trasparenti per evitare reazioni a livello di media (che avrebbero una forte influenza sugli azionisti, sull'opinione pubblica e sugli ambienti politici).

In tema di remunerazione, le linee guida emanate dal Financial Stability Forum FSB lo scorso anno prevedono due principi fondamentali: le remunerazioni devono essere collegate con i rischi assunti e non devono pregiudicare la conservazione del capitale. Le principali questioni aperte riguardano il rapporto tra parte fissa e parte variabile della retribuzione del *top management*, l'introduzione di sistemi di incentivazione di medio-lungo periodo e di metodi di differimento della componente variabile, l'affinamento dei parametri di performance aggiustati per il rischio. Di recente la Commissione Europea ha messo in consultazione sul proprio sito il libro verde 'Il Governo Societario negli Istituti Finanziari e le Politiche di Remunerazione' fino al prossimo settembre. Una sezione di domande è dedicata

al ruolo degli azionisti e investitori istituzionali. In particolare, la consultazione chiede se vadano obbligati gli investitori istituzionali a sviluppare e pubblicare le proprie politiche di investimento e voto e quali altre misure vadano identificate per stimolare l'impegno degli azionisti nel governo societario degli istituti finanziari e sul tema remunerazioni. Inoltre, il Parlamento Europeo ha all'esame una proposta di legge che imporrà limiti molto restrittivi all'erogazione di compensi variabili nel settore finanziario.

### Il contributo degli investitori istituzionali attraverso l'azionariato attivo

Nonostante, i progressi fatti negli ultimi anni sul fronte della trasparenza di emittenti ed intermediari, gli investitori istituzionali italiani sono ancora poco attivi nell'esercizio dei diritti di intervento e voto in assemblea (*azionariato attivo*). Anche l'informativa fornita su strategia e procedure nell'esercizio dei diritti di voto, come da obblighi normativi relativi agli OICR<sup>1</sup> e ai fondi pensione<sup>2</sup>, è inferiore rispetto agli standard internazionali. Con rare eccezioni, questo accomuna gran parte degli investitori istituzionali italiani: società di gestione risparmio, fondi pensione e fondazioni.

Le scelte relative all'azionariato attivo sulle attività gestite sono indicative di come venga interpretata la delega fiduciaria proveniente dai risparmiatori. La quasi assenza

di partecipazione da parte degli investitori istituzionali si traduce in scarsa attenzione ai temi ESG, riguardanti l'ambiente, il contesto sociale e la *governance*, temi oggi cruciali per indirizzare le risorse finanziarie verso i settori più sani dell'economia e prevenire potenziali rischi catastrofici, quali il cambiamento climatico, la distruzione delle foreste o l'inquinamento causata dallo scoppio della piattaforma petrolifera off-shore Macondo di BP.

Assogestioni da oltre un decennio interviene alle assemblee delle principali società italiane quotate con interventi sulla *corporate governance* e presenta proprie liste di candidati al Consiglio di Amministrazione e al Collegio

#### NOTE

\* Piero Marchettini è *Managing Partner* di Adelaide Consulting, società di consulenza specializzata in *Executive Compensation*. Laureato in giurisprudenza ha ottenuto un M.B.A. presso l'INSEAD. È stato Amministratore Delegato di Watson Wyatt Italia, nonché membro del Comitato Risorse Umane di Watson Wyatt Europe, Socio Nedcommunity.

\*\* Responsabile Azionariato Attivo Etica SGR, membro del Collegio dei Provvisori e membro della Commission on Environmental, Social and Governance Issues - CESG dell'EFFAS, Socio Aiaf dal 1999, Socio Nedcommunity.

<sup>1</sup> Cfr. art. 40 del Testo Unico della Finanza (come successivamente modificato ed integrato) e art. 32 Regolamento congiunto Consob - Banca d'Italia ai sensi dell'art. 6, comma 2-bis del Testo Unico della Finanza, del 29 ottobre 2007.

<sup>2</sup> Cfr. art. 6, comma 14, del d. lgs. 252/05 stabilisce che "Le forme pensionistiche complementari sono tenute ad esporre nel rendiconto annuale e, sinteticamente, nelle comunicazioni periodiche agli iscritti, se ed in quale misura nella gestione delle risorse e nelle linee seguite nell'esercizio dei diritti derivanti dalla titolarità dei valori in portafoglio si siano presi in considerazione aspetti sociali, etici ed ambientali."



## Il Debito, l'Austerità e le remunerazioni dei Top Manager



Sindacale<sup>3</sup>. Tuttavia, per ammissione dello stesso ex presidente di Assogestioni, Marcello Messori, siamo ancora lontani dalla *best practice* internazionale.

All'inizio di luglio 2010 il *Financial Reporting Council* nel Regno Unito ha lanciato lo *Stewardship Code for Investors* che rappresenta per gli investitori l'analogo del *Combined Code* per gli emittenti. L'approccio è quello del *comply or explain* e tutti gli investitori istituzionali registrati presso il Financial Service Authority dovranno rendicontare sui 7 principi previsti dal Codice.

A partire dalla fine di giugno 2010, le società di gestione risparmio italiane devono dotarsi di una *governance* autonoma ed indipendente rispetto alla casa madre bancaria, come previsto da Banca d'Italia<sup>4</sup>. La maggior parte delle società di gestione risparmio italiane sono

controllate da banche e tale disposizione dovrebbe contribuire a migliorarne decisamente la *governance*.

Forse ricorderemo il 2010 come anno di svolta per gli investitori istituzionali italiani, non solo le SGR, ma anche i fondi pensione<sup>5</sup> e le fondazioni<sup>6</sup>. Una maggiore libertà strategica e di *governance* da parte degli investitori istituzionali italiani potrebbe finalmente sbloccare la questione dell'azionariato attivo in Italia e portare un decisivo contributo anche al miglioramento della *governance* degli emittenti, sia in termini di trasparenza che di rendicontazione.

### Azionariato attivo sulle remunerazioni dei Top Manager

Gli investitori istituzionali esteri sono da tempo attivi sul tema delle remunerazioni dei *top manager*. Nel 2009 su 365 mozioni di voto presentate in assemblea dagli azionisti membri di ICCR<sup>7</sup> oltre il 100 riguardavano il voto consultivo sulle politiche di remunerazione. Anche nel 2010 su 313 mozioni presentate da gennaio alla fine di giugno oltre 100 riguardano i temi delle remunerazioni

del *top management* e 85 richiedono il voto consultivo degli azionisti sulle politiche di remunerazione dei *top manager* (cosiddetto *say on pay*).

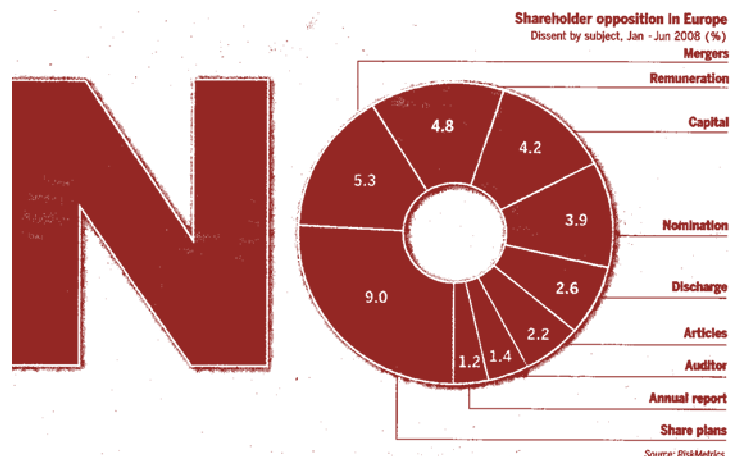
Negli Stati Uniti non è ancora obbligatorio il voto consultivo degli azionisti sulle politiche di remunerazione dei *top manager*. La SEC sta prendendo in considerazione di includere tale requisito tra quelli che devono soddisfare le società quotate nei mercati regolamentati statunitensi, così come già succede per le società quotate al *Main Market* del *London Stock Exchange*.

Non solo negli Stati Uniti, ma anche in Europa l'attenzione degli investitori istituzionali sul tema è destinata a crescere. In Europa, il voto consultivo esiste da tempo in Inghilterra ed è stato da poco introdotto in Spagna e Svizzera. In Olanda e nei Paesi Scandinavi il voto degli azionisti è vincolante.

Come si vede nel grafico 1 i voti contrari espressi dagli azionisti intervenuti alle assemblee delle società europee del primo semestre 2008 hanno riguardato per il 13,8% le politiche di remunerazione.

#### NOTE

- Tale attività è iniziata con le ex partecipazioni statali quali Eni, ENEL, Telecom, Finmeccanica che in seguito alla legge sulle privatizzazioni hanno adottato il voto di lista prima ancora che la legge sulla tutela del risparmio gestito (L. 262/2005) lo rendesse obbligatorio per tutte le società quotate.
- Cfr. Disposizione di Vigilanza di Banca d'Italia del 23 ottobre 2009 – Poteri di direzione e coordinamento della capogruppo di un gruppo bancario nei confronti delle società di gestione del risparmio appartenenti al gruppo.
- Cfr. sul sito di Banca d'Italia lo studio 'La *governance* dei fondi pensione in Italia: miglioramenti possibili' di Francesco Bripi e Cristina Giorgiantonio, aprile 2010.
- Anche le Fondazioni bancarie e caritative stanno assumendo un approccio più consapevole e proattivo in tema di gestione delle proprie attività.
- Interfaith Center for Corporate Responsibility* (ICCR) è una rete interconfessionale di investitori religiosi e socialmente responsabili costituita nel 1971 negli Stati Uniti, impegnati nel dialogo e nell'azionariato attivo con le maggiori imprese americane sui temi sociali, ambientali e di *governance*. Vi aderiscono anche i principali fondi pensione americani, quali Calpers.



I no alle politiche di remunerazione sono cresciuti nelle assemblee del 2009. Per alcune società inglesi (Shell, BP, Xstrata, Tesco, Home Retail, Heineken, ecc.) i no hanno raggiunto percentuali molto elevate. All'assemblea di Royal Dutch Shell il 60% degli azionisti ha votato contro l'approvazione del rapporto sulle remunerazioni del *top manager*. Il 41% degli azionisti di Tesco ha votato contro il piano di assegnazioni di azioni al *top management*. Il 40% degli azionisti di Home Retail ha votato contro il Rapporto di Remunerazione del *top management* per protesta contro la variazione introdotta nell'assegnazione dei *bonus*.

A titolo esemplificativo, riportiamo alcuni casi di voto contrario in assemblea sui temi delle remunerazioni espressi da Etica SGR (confronta csr: [www.eticasgr.it](http://www.eticasgr.it), sezione Azionariato attivo).

La società farmaceutica Astrazeneca che nel 2009 ha registrato in assemblea il voto contrario del 9% degli azionisti, nel 2010 ha introdotto una serie di innovazioni allungando l'orizzonte temporale dei piani di incentivo, su tali proposte ha indetto una consultazione dei suoi principali investitori istituzionali e in assemblea 2010 le sue politiche di remunerazione sono state approvate dal 96% degli azionisti. Tra le principali novità vi è stata la sostituzione del piano di assegnazione di opzioni (*Share Option Plan*) approvato nel 2005 e che scade nel 2010, con un piano di Investimento azionario di Lungo Termine ed il cambiamento delle condizioni del *Performance Share Plan* (PSP), dove la performance prima valutata al 100% sul *Total Shareholder Return* (TSR), a partire dal 2010 viene valutata al 50%, includendo anche un obiettivo di *cash flow*. Alcuni Investitori Socialmente Responsabili hanno comunque deciso di votare

contro la Relazione sulle remunerazioni per le seguenti motivazioni:

- è cresciuta la divergenza tra la retribuzione del CEO e la retribuzione media dei dipendenti della società (il rapporto è passato da 40 a 1 a 50 a 1);
- in un anno di crisi la retribuzione del CEO è cresciuta di oltre il 20%, mentre la retribuzione media dei dipendenti è diminuita del 3%;
- nel 2009 i dividendi per gli azionisti sono cresciuti del 9%;
- è stata lasciata al Comitato di Remunerazione discrezionalità di variare gli obiettivi di *cash flow* per l'assegnazione di azioni secondo il PSP, seppur in casi eccezionali e con informativa agli azionisti.

In Germania alla fine di luglio 2009 è stata approvata la legge sulla giusta remunerazione del Consiglio di Gestione (*Act on the Appropriateness of Management Board Remuneration*) per evitare gli eccessi nelle politiche retributive, che oltre ad introdurre il *say on pay*, allunga l'orizzonte dei piani di incentivo a partire dall'1/1/2010 (quattro anni è il periodo minimo). Per la prima volta nel 2010 è stato introdotto per legge il voto consultivo in assemblea sulle politiche di remunerazione del Consiglio di Gestione.

Nel caso di BMW il 98% degli azionisti ha votato a favore del Rapporto sulle politiche di remunerazione dal quale si evince che complessivamente la retribuzione del Consiglio di Gestione si è ridotta del 2%. Nello specifico la componente fissa è cresciuta del 21% e si è ridotta la componente variabile del 11%. Il pacchetto remunerativo di ogni singolo membro del Consiglio di Gestione è composto di una componente fissa (circa il 20-30%) e di una componente

variabile (circa l'80-70%). Non sono previsti piani di *stock option*.

L'aggiustamento deciso nel 2009 per la componente fissa è avvenuto in seguito all'analisi delle altre società del settore e di quelle presenti nell'indice DAX. La componente variabile è collegata all'andamento dei profitti e al livello dei dividendi. Per tenere conto delle indicazioni della nuova legge tedesca sull'appropriatezza della remunerazione del Consiglio di Gestione la componente variabile è stata fissata per i prossimi 3 anni (2010-2012). Da parte di alcuni Investitori Socialmente Responsabili non è stato giudicato positivamente l'aumento della retribuzione fissa, che nel complesso compensa la diminuzione della componente variabile.

Nel caso di K+S, la società tedesca *leader* nel settore dei fertilizzanti ed in particolare del potassio, il 7% degli azionisti ha votato contro l'approvazione del rapporto sulle politiche di remunerazione. Da tale rapporto, allegato al bilancio, si evince che complessivamente la retribuzione del Consiglio di Gestione si è ridotta solo del 13%. Nello specifico la componente variabile si è ridotta di circa il 60%, è cresciuta la componente fissa di circa il 50% ed è aumentato di circa il 60% il valore delle opzioni garantite nell'esercizio.

Il pacchetto remunerativo di ogni singolo Consigliere di Gestione è composto da una parte fissa (40%) e variabile (60%). La componente variabile è per l'80% legata ai risultati della società e per il 20% ai risultati individuali. A partire dal 2010 la componente variabile verrà modificata in un piano di incentivo di lungo termine (4 anni).

Ci si aspetterebbe che la responsabilità personale per gli scarsi risultati ottenuti venisse riflessa per il 20% nella parte variabile. Dal momento che questo non

## Il Debito, l'Austerità e le remunerazioni dei Top Manager



È stato il caso, si è ritenuto di richiedere alla società un'informazione dettagliata sui criteri di valutazione della componente individuale della remunerazione variabile. In Italia il Regolamento Emittenti Consob prevede che sia data informativa in bilancio sulla remunerazione del CdA, del Collegio Sindacale e dei *top manager*. Nella Relazione sulla *Corporate Governance* degli emittenti c'è normalmente un accenno alle politiche dei compensi e all'assegnazione di *stock option*. Ma attualmente nessuna società ha introdotto il voto consultivo degli azionisti sulle politiche di remunerazione. Borsa Italiana, nella revisione dell'art. 7 – Remunerazione degli amministratori – del Codice di Autodisciplina sulla *Corporate Governance* pubblicata a marzo 2010 in collaborazione con il comitato per la *Corporate Governance*, propone, tra l'altro, che l'assemblea dei soci sia coinvolta nell'approvazione della politica di remunerazione degli amministratori, ma non la introduce espressamente come tema di *compliance*.

### L'utilizzo di indicatori ESG per misurare le performance dei bonus

Una recente ricerca di Eiris, società di ricerca inglese sull'introduzione dei fattori ESG nella valutazione dei *bonus*, evidenzia come il 29% delle società europee facenti parte dell'indice FTSE

#### NOTE

- Richard Milne, *Drive to link pay to sustainability begins*, *Financial Times*, 24 febbraio 2010.
- Raccomandazione della Commissione del 30 aprile 2009 a completamento delle Raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE in materia di remunerazioni degli amministratori di società quotate (2009/385/CE). *Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea*, 15 maggio 2009.
- Compensation Principles and Standards Assessment Methodology*, Comitato di Basilea sulla Supervisione Bancaria, Bank of International Settlements, gennaio 2010.

Eurofirst 300 colleghi le remunerazioni dei *top manager* alla *performance* di questi fattori *intangibles*. Come risulta dal grafico 2, tra le società nel settore finanziario, bancario ed assicurativo, che rappresentano il 23% delle aziende presenti nell'indice FTSE Eurofirst 300, solo il 15% in media utilizza degli indicatori ESG.

Un esempio positivo è rappresentato dalla società di assicurazioni inglese Aviva che collega il 20% del piano di *bonus* annuali ai due obiettivi di soddisfazione dei clienti e di coinvolgimento dei dipendenti; entrambi i dati vengono verificati internamente e riportati al Comitato di Remunerazione. L'*utility* inglese del gas BG Group ha incluso tra gli indicatori per il calcolo dell'ammontare del *bonus* per il 15% anche gli obiettivi di salute, sicurezza e ambiente (HSE *scorecard*) fissati annualmente. I piani di incentivo hanno un orizzonte di 3 anni e, in particolare, il relativo ammontare che supera il 100% della retribuzione fissa viene liquidato nell'arco di 3 anni.

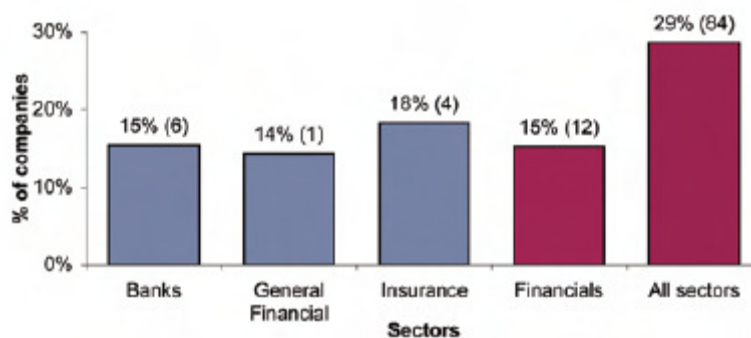
Un altro esempio è AXA, una delle maggiori compagnie assicurative, dove l'innovazione dei prodotti e la diversificazione del mercato fanno parte degli obiettivi della retribuzione variabile e

delle *performance shares* del CEO. Per la casa automobilistica PSA la qualità del prodotto rappresenta il 55% del *bonus* annuo del CEO. Inoltre una nuova legge francese (il Decreto del 31 marzo 2009) abolisce qualsiasi pagamento di *bonus* ai *top manager* delle aziende che hanno effettuato licenziamenti di massa anche nel caso in cui questi stessi *manager* abbiano ottenuto buone *performance* finanziarie.

Alcune importanti aziende olandesi hanno da poco deciso di legare parte dei *bonus* dei propri *top manager* alla sostenibilità dell'azienda stessa. È il caso di DSM (gruppo di *life science*) e di TNT (azienda di servizi postali). Un'altra società olandese (AKZO Nobel, del settore chimico) si è dimostrata particolarmente innovatrice: il suo piano di incentivazione a lungo termine lega metà del *bonus* al posizionamento della società nell'indice di sostenibilità Dow Jones per le aziende chimiche<sup>8</sup>.

### Vademecum in materia di executive compensation

Dopo aver attentamente analizzato l'ultima Raccomandazione dell'Unione Europea in tema di remunerazioni degli



Source: EIRIS (Sept 2009)

Grafico 2

amministratori di società quotate<sup>9</sup>, i Principi emanati dal *Financial Stability Board*<sup>10</sup> e le varie norme sia legislative che di autodisciplina adottate nei vari Paesi dell'Unione Europea, abbiamo ritenuto utile predisporre un "Vademecum" in materia di *Executive Compensation*. Tale "Vademecum" è destinato, da un lato, ad azionisti ed investitori istituzionali, dall'altro, in particolare, ai comitati remunerazioni delle società quotate, ma può costituire un termine di riferimento anche per le società non quotate sia private che a controllo pubblico.

### I. Evitare banali e generici riferimenti in tema di benchmarking

Le società, nel predisporre la sezione del bilancio relativa alle remunerazioni del *top management*, non potranno più ricorrere a vaghe affermazioni come ad esempio: «abbiamo effettuato un'analisi comparativa di varie società simili per dimensioni ed attività svolte». Dovranno invece descrivere con molta precisione il processo e il perimetro del *benchmarking* per giustificare in maniera oggettiva le decisioni adottate dal consiglio d'amministrazione sui livelli e l'evoluzione delle retribuzioni del *top management*. In particolare sarà necessario chiarire quale società di consulenza ha ricevuto l'incarico di raccogliere ed elaborare i dati relativi ai fini del *benchmarking*, indicare che tale incarico è stato autorizzato direttamente dal comitato remunerazioni e che il relativo costo è stato sostenuto dal consiglio d'amministrazione con un proprio bu-

dget. Sarebbe altresì opportuno precisare che la società di consulenza incaricata dal comitato remunerazioni di fornire le informazioni rilevanti ai fini del *benchmarking* non ha svolto alcun incarico per conto del *management* nel corso degli ultimi anni (ad esempio nell'ultimo triennio) allo scopo di evitare quegli evidenti conflitti d'interesse che in passato hanno contribuito ad inflazionare le retribuzioni dei *top manager*.

### II. Bloccare l'evoluzione della retribuzione fissa

In un momento in cui quasi tutti i Paesi europei hanno bloccato ogni aumento retributivo nel settore pubblico, sarebbe meglio prevedere una pausa di almeno 3 anni anche per gli aumenti retributivi dei *top manager* di società quotate del settore privato. Le sole eccezioni dovrebbero essere costituite da dirigenti neopromossi in una posizione di vertice (ad esempio un direttore di divisione diventato direttore generale o amministratore delegato) oppure da un *top manager* inserito dall'esterno con una retribuzione inferiore ai livelli di mercato, ma con la promessa di un adeguamento non appena fossero raggiunti risultati di bilancio positivi.

### III. Verificare che la retribuzione variabile annua sia del tutto coerente con i risultati

La retribuzione variabile annuale (il c.d. "bonus") costituisce uno degli elementi retributivi più controversi nel pacchetto retributivo di un *top manager* perché spesso viene approvata in modo del tutto discrezionale da parte del consiglio d'amministrazione (se non addirittura arbitrario come se si trattasse di un "fait du prince" nel periodo preesistente alla Magna Charta). Inoltre ha contribuito in modo significativo ad ampliare quel

solco tra la retribuzione del vertice aziendale e quella del dipendente medio che alla luce dell'attuale crisi appare sempre meno giustificabile<sup>11</sup>.

Per questi motivi un autorevole esperto di risorse umane come Mintzberg ha proposto di abolire completamente i *bonus*<sup>12</sup>. Senza giungere a questi estremi sarà tuttavia necessario che i comitati raccomandino formule basate quasi esclusivamente su obiettivi quantitativi per garantire un legame stretto e visibile tra l'importo del variabile erogato agli alti dirigenti e i risultati dell'azienda. Dovranno essere quindi abolite le formule che prevedono un peso pari al 40 - 50% dell'importo legato a criteri o obiettivi qualitativi.

In relazione alla scelta degli obiettivi è peraltro opportuno effettuare un chiarimento: gli obiettivi qualitativi (purché risultino misurabili) non sono di per se negativi. Anzi, spesso obiettivi qualitativi collegati allo sviluppo degli *Intangible Asset* (quali la formazione e la soddisfazione dei dipendenti, la soddisfazione dei clienti, il rafforzamento del marchio...) garantiscono una crescita a lungo termine della società ben più sostenibile rispetto ad obiettivi quantitativi di tipo finanziario che si focalizzano soltanto sul *shareholder value* (come ad esempio il *total shareholder return* o gli *earnings per share*). Tuttavia, mentre è senz'altro possibile verificare lo sviluppo degli *Intangible Assets* nel medio - lungo termine, una loro misurazione su base annuale appare più problematica. Inoltre il vecchio adagio "*Primum vivere, deinde philosophare*" suggerisce di privilegiare nel breve termine il *cash flow* rispetto alla soddisfazione dei dipendenti. Il superamento dell'importo *on target* di retribuzione variabile deve essere inoltre del tutto eccezionale e non ripetitivo come è spesso accaduto in passato in numerose società. Infine, l'importo *on*

#### NOTE

- 11 Negli Stati Uniti il multiplo è passato da 42 nel 1982 a 431 nel 2004. N. R. Narayana Murthy, «Greed is not good», *World Business*, aprile 2006.  
12 Henry Mintzberg, *No More Executive Bonuses*, *The Wall Street Journal*, 30 novembre 2009.

## Il Debito, l'Austerità e le remunerazioni dei Top Manager



target dovrebbe essere limitato e *bonus* particolarmente elevati dovrebbero essere erogati soltanto dopo aver superato in maniera significativa gli obiettivi assegnati<sup>13</sup>.

### IV. Privilegiare la retribuzione variabile pluriennale

In Europa (tranne che nel Regno Unito) le retribuzioni variabili pluriennali non sono ancora molto diffuse. Per contro, sia le Raccomandazioni dell'Unione Europea che i Principi del *Financial Stability Board* consigliano vivamente di privilegiare questo tipo di retribuzione. Si tratta in effetti di una soluzione ideale per distinguere le remunerazioni del *top management* da quelle degli altri dirigenti, completando il loro *reward system*. Ovviamente in questo caso dovrebbe essere prevista una combinazione con l'attribuzione di *performance share*.

La retribuzione variabile pluriennale dovrebbe essere collegata sia ad una crescita del *shareholder value* che a quella dello *stakeholder value*. Un obiettivo come il TSR (*total shareholder return*) potrebbe essere ancora il più adatto per quanto concerne il *shareholder value*, a condizione che sia basato su un con-

fronto con l'andamento dei concorrenti. Per quanto riguarda l'evoluzione dello *stakeholder value*, sarebbe opportuno introdurre obiettivi legati all'evoluzione degli *Intangible Asset* ed in particolare degli *ESG factor*, cioè l'ambiente, il contesto sociale dell'azienda e la sua *governance*.

Del resto, alcune società hanno stabilito per i propri *manager* obiettivi strettamente legati agli *Intangible Asset*. Tra gli esempi che abbiamo precedentemente riportato vi sono: Aviva, AXA, PSA, BG Group, DSM, TNT, Akzo Nobel.

Due esperte svizzere (Anne Heritier Lachat, membro della commissione Finma che controlla il mercato finanziario, e Rajna Gibson, Direttrice dell'Istituto di Ricerca Finanziaria di Ginevra) hanno proposto che le politiche retributive abbiano come priorità valori etici, perché è poco probabile che *manager* onesti manipolino i dati di bilancio. Ad ogni modo i dirigenti responsabili del controllo interno in una società dovrebbero percepire retribuzioni più elevate<sup>14</sup>.

### V. Attribuire performance share anziché stock option

Nell'immaginario collettivo le *stock option* rappresentano l'odierna replica dei privilegi nobiliari dell'*ancien regime* nella Francia di Luigi XVI<sup>15</sup>. Per le vittime dei licenziamenti e dei *subprime* costituiscono il simbolo dell'arroganza manageriale ed è pertanto inutile chiedersi se possano considerarsi ancora un valido strumento retributivo (che in un recente passato ha dato luogo ad abusi ed eccessi, ma che risponde comunque ad una logica di allineamento tra gli interessi del *management* e quello degli azionisti). Oggi sono un simbolo da abbattere come la statua di Ceausescu dopo la caduta del Muro di Berlino!

Del resto vari governi europei (tra cui quello francese e quello italiano) stanno facendo a gara nell'introdurre sulle *stock option* imposte straordinarie che le renderebbero addirittura più onerose di un normale *bonus* erogato in denaro...

In questo contesto mantenere in vita piani di *stock option* in una società quotata non ha più senso. Se si vuole conservare una forma di azionariato come strumento di allineamento degli interessi dei *manager* con quello degli azionisti è meglio orientarsi verso le *performance share*.

Peraltro, a differenza delle *stock option*, le *performance share* producono un guadagno sicuro a prescindere dall'andamento della Borsa. Pertanto sarebbe meglio accordare la disponibilità di queste azioni soltanto a fronte di condizioni particolarmente ambiziose (in passato non è sempre stato così) e strettamente legate agli interessi degli azionisti.

### VI. Evitare di farsi carico tramite una pensione complementare dell'incremento dell'età pensionabile

Tutti i Paesi europei stanno prendendo in considerazione una riforma del sistema previdenziale soprattutto aumentando l'età della pensione. In questo contesto bisogna augurarsi che le aziende non si accollino automaticamente i costi legati alle pensioni anticipate del *top management*. Occorre inoltre evitare che un CEO, che cessi le sue funzioni tra i 50 e i 60 anni, venga automaticamente nominato Presidente Non Esecutivo (*Chairman*) con l'unico scopo di fargli percepire una retribuzione fissa simile a quella che riceveva in qualità di CEO.

### VII. Applicare il principio del "pochi, male"

#### NOTE

- 13 Ad esempio, nel 2000 il *top management* di Mark and Spencer poteva ricevere un *bonus* massimo pari al 30% del compenso solo in caso di raggiungimento degli obiettivi assegnati. Nel 2005, invece, si è arrivati al 150% e oggi addirittura al 250% del compenso fisso. Inoltre, gli alti dirigenti ricevono oggi un *bonus* pari al 60% del compenso fisso solo per aver raggiunto, e già non superato, gli obiettivi assegnati. Tony Jackson, *Bonus may be the back door to a widening pay gap*, *Financial Times*, 24 maggio 2010.
- 14 Yves Genier, *Tentative de réglementation des bonus: le risque d'une impasse*, *Le Temps Lundi Finance*, 22 marzo 2010.
- 15 Dominique Moisi, *What the French Revolution can teach America*, *Financial Times*, 3 aprile 2009.

### **“detti e subito” alle indennità di fine rapporto**

In tema di indennità di fine rapporto e/o mandato degli amministratori esecutivi e dei direttori generali, in Italia si è visto veramente di tutto: liquidazioni pari a 7 – 8 volte la retribuzione annua, premi di fedeltà e di riconoscenza come quelli destinati ad un fedele domestico per testamento, incentivi all'esodo e patti di non concorrenza riconosciuti a *manager* da tempo in età pensionabile, vitalizi talora comprensivi della disponibilità di ufficio, autista e segretaria, cessione (*nummo uno* o poco più) di società controllate non quotate, rami d'azienda ed immobili vari..., indennità per danni d'immagine e quant'altro...

Questa era un'altra area nella quale usi ed abusi hanno contribuito a scavare un fossato sempre più ampio tra le indennità di fine rapporto degli “*happy few*” e quelli della pletera di operai, di impiegati e anche di altri “*comuni dirigenti*” che percepiscono solo quanto contrattualmente dovuto.

Oggi le Raccomandazioni dell'Unione Europea, i Principi del *Financial Stability Board* e l'applicazione degli *International Accounting Standard (I.A.S.)*, che impongono una *full disclosure* dei benefit differiti riconosciuti agli ex dipendenti, hanno fatto ritornare in auge il principio dei “*pochi, maledetti e subito*”. In questo nuovo contesto, caratterizzato da un tasso di disoccupazione così elevato, è inevitabile che il trattamento di fine rapporto del *top management* sia soggetto a forti restrizioni. È anche necessario che l'importo versato non sia eccessivo (fatte le debite proporzioni) rispetto a quello erogato al dipendente “medio”. Un importo pari a due volte la retribuzione fissa (secondo la Raccomandazione dell'Unione Europea) è il livello massimo oggi accettabile. Tale

livello dovrebbe essere ridotto o annullato in presenza di un eventuale diritto immediato del *top manager* a percepire una pensione complementare.

### **VIII. Responsabilizzare e rafforzare i comitati remunerazioni**

Sino ad oggi i comitati remunerazioni hanno operato in Italia in modo sostanzialmente passivo, ratificando spesso decisioni già adottate dagli azionisti di controllo o (peggio) dal *top management* e basandosi su informazioni di “*seconda mano*” (cioè fornite alla direzione generale o alla direzione risorse umane da consulenti scelti e remunerati direttamente dai medesimi soggetti). Ciò ha dato luogo ad evidenti conflitti d'interesse che hanno contribuito a far approvare pacchetti retributivi (e soprattutto “*buonuscite*” a fine carriera) del tutto ingiustificati.

Sia la Raccomandazione dell'Unione Europea che i Principi del *Financial Stability Board* richiedono ora ai comitati remunerazioni di agire con autorevolezza ed indipendenza. Ciò significa avere al proprio interno un membro che possiede “*conoscenze ed esperienza*” in materia e soprattutto utilizzare i servizi di un consulente che “*non presti simultaneamente la propria opera al dipartimento per le risorse umane o agli amministratori aventi incarichi esecutivi o poteri di gestione nella società*”.

Questo conflitto d'interessi è così evidente che negli USA le tre maggiori società di consulenza nel settore delle risorse umane hanno effettuato uno *spinoff* parziale della propria *practice Executive Compensation* dando luogo a tre società indipendenti e specializzate esclusivamente nella consulenza ai comitati remunerazioni. In particolare:

- da Mercer è nata C.A.P.

(*Compensation Advisory Partners*);

- da Hewitt è nata *Meridian Partners*;
- da Towers Watson è nata *Pay Governance*.

È peraltro evidente che per poter operare con autorevolezza ed indipendenza il comitato remunerazioni deve essere dotato anche di un *budget* adeguato per remunerare direttamente i servizi del proprio consulente.

### **Conclusioni**

Auspichiamo che azionisti e investitori istituzionali diventino più assertivi in tema di politiche di remunerazione, dopo avere analizzato nel dettaglio come le remunerazioni rispecchino veramente la strategia di sostenibilità e la performance delle aziende. Consigliamo vivamente alle società importanti e/o quotate in Borsa di sviluppare una politica retributiva chiara, completa, competitiva e trasparente (*disclosure*).

In sintesi di seguito si elencano i concetti fondamentali per poter gestire in maniera coerente e continuativa i vari elementi che costituiscono la remunerazione dei *top manager*:

- il perimetro, l'obiettivo e la periodicità del *benchmarking*;
- le regole da applicare nell'interpretazione dei risultati dell'analisi competitiva;
- i principi da seguire nella gestione della retribuzione fissa e variabile;
- il ruolo, la concezione e la dimensione della remunerazione pluriennale;
- il ruolo e la struttura dei piani di azionariato, nonché i criteri d'attribuzione delle azioni e quelli di valutazione della *performance*;
- la dimensione e i limiti della pensio-



## Il Debito, l'Austerità e le remunerazioni dei Top Manager



- ne complementare;
- la struttura e la dimensione dell'indennità di fine rapporto, la sua interazione con il sistema pensionistico e le caratteristiche dei criteri di performance da tenere in considerazione per evitare il rischio del
- "reward for failure";
- il ruolo, le responsabilità e le risorse a disposizione del comitato remunerazioni, nonché il suo diritto/dovere di utilizzare consulenti che non siano soggetti ai conflitti d'interesse;
- le modalità d'informazione (disclosure) agli azionisti ed agli stakeholder in generale.

(Riproduzione riservata)

### Associazione Italiana degli Analisti Finanziari

costituita nel 1971



#### Consiglio Direttivo

**Presidente:** Mario Noera

**Vice Presidenti:** Umberto Carugati  
Alfonso Scarano

**Consiglieri:** Claudio D'Esposito (tesoriere),  
Paolo Balice, Luca D'Onofrio,  
Giuseppe Di Napoli, Antonio Mansueto, Stefano  
Marmi, Ivano Francesco Mattei,  
Renato Salsa, Laura Vitale

#### Collegio dei Revisori

**Presidente:** Marco Fabruzzo

Paolo Citoni, Bianca Laura Volterra (effettivi)

#### Collegio dei Provvisori

**Presidente:** Teodoro Loverdos

Daniela Carosio, Angela Monti (effettivi)

#### Sede e Segreteria

**Segretario Generale:** Franco Biscaretti di Ruffia

**Segreteria:** Ivana Bravin, Katia Diani,  
Monica Berto, Sabrina Napoli

Corso Magenta, 56 - 20123 Milano

Tel. +39 0272023500 r.a.

Fax +39 0272023652

sito Internet: [www.aiaf.it](http://www.aiaf.it) - e-mail: [info@aiaf.it](mailto:info@aiaf.it)

#### Organismi internazionali

##### EFFAS

European Federation  
of Financial Analysts Societies

Secretariat: Claudia Stinnes  
Mainzer Landstrasse 47a  
DE 60329 Frankfurt am Main  
DE 60329 GERMANY  
Tel. +49 69 26 4848 300  
Fax +49 69 26 4848 335  
sito Internet: [www.effas.com](http://www.effas.com)  
e-mail: [claudia.stinnes@effas.com](mailto:claudia.stinnes@effas.com)

##### ACIIA®

Association of Certified  
International Investment Analysts

#### AIAF Formazione e Cultura Srl Unipersonale

**Presidente e Amministratore Delegato:** Mario Noera  
Claudio D'Esposito (tesoriere)

**Consiglieri:** Umberto Carugati, Antonio Mansueto,  
Alfonso Scarano

**Segretario del Consiglio:** Franco Biscaretti di Ruffia

**Direttore della formazione:** Silvio Ceretti

Company Secretary: Fiona Tween  
Feldstrasse 80 Buelach CH  
8180 Switzerland  
Tel. 0041 448723551  
Fax 0041 448723532  
sito Internet: [www.aciia.org](http://www.aciia.org)  
e-mail: [tween@aciia.org](mailto:tween@aciia.org)

**Soci Sostenitori** Banca Aletti, Beni Stabili, Enel, ENI, Fondiaria-Sai, Intesa Sanpaolo, UBI Banca, UniCredit Group