

Remunerazioni e manager

Raccolta degli interventi tenuti in occasione del seminario di presentazione
del n. 2/2014 di Analisi Giuridica dell'Economia

(2015)

INDICE

Raffaele Lener, <i>Remunerazioni e managers. Le ragioni di una ricerca</i>	4
Massimo Belcredi, <i>Remunerazione degli amministratori e Say on Pay</i>	7
Sandro Catani, <i>Compensi e performance: teoria, pratica e possibili miglioramenti</i>	15
Donatella La Licata, <i>Le remunerazioni nella regolamentazione di Banca d'Italia</i>	19
Pietro Guindani, <i>Le remunerazioni dal punto di vista della prassi</i>	24
Alessandro Pansa, <i>La politica remunerativa: procedimenti interni e obiettivi dei dirigenti aziendali</i>	28
Mario Cera, <i>Considerazioni sul tema</i>	31

Introduzione

In occasione della pubblicazione del numero 2/2014 di “Analisi Giuridica dell’Economia” dedicato al tema delle remunerazioni degli amministratori delle società quotate, Assonime ha ospitato la presentazione del volume con la preziosa collaborazione dei curatori della Rivista, il Prof. Mario Cera e il Prof. Raffaele Lener, e dell’Associazione Disiano Preite. Assonime ha colto l’opportunità per riunire i maggiori esperti della materia, garantendo una massima rappresentatività dei principali protagonisti della scena nazionale. Sono, infatti, intervenuti come relatori dell’incontro, coordinato da Carmine Di Noia, alcuni rappresentanti delle Autorità di Vigilanza, Marcello Bianchi, Responsabile della Divisione Corporate Governance della Consob, e Donatella La Licata, Avvocato della Banca d’Italia, esponenti del mondo accademico che si sono a lungo occupati di remunerazioni, come il Prof. Massimo Belcredi, nonché *practitioner* come Pietro Guindani, Presidente del Comitato per la remunerazione di Eni, e Alessandro Pansa, non solo nella sua veste accademica ma anche in qualità di ex Amministratore Delegato di Finmeccanica.

D’accordo con i relatori, Assonime ha deciso di pubblicare alcuni dei loro interventi.

Raffaele Lener, Remunerazioni e managers. Le ragioni di una ricerca

1. È innegabile come il tema delle retribuzioni (ri)emerge nei periodi di crisi, quale quello che stiamo attraversando. Riemerge, poi, non con riferimento ai compensi ordinari, ma per le remunerazioni straordinarie, spesso di fine mandato. Siffatti compensi straordinari, giustificati con i titoli più diversi, da un lato, spesso non sono elargiti con sufficiente trasparenza e, dall'altro, sono difficilmente collegabili, appunto nei periodi di crisi, a risultati, se non straordinari, quanto meno positivi. E ciò naturalmente sollecita critiche, a volte pretestuose, a volte fondate, anche sotto il profilo dell'*etica degli affari*.

AGE ha ritenuto di non potersi sottrarre al dibattito. Un dibattito molto sentito e che ha portato a significativi interventi del legislatore, primario e secondario, comunitario e domestico, sì che non appare possibile porlo in un cantone, affermando semplicemente che di remunerazioni *si parla troppo* e che non è questo il problema principale – sul che, peraltro, ben si può convenire – della *governance* delle società di interesse pubblico.

Ragionando di adeguatezza e trasparenza delle remunerazioni non va, peraltro, dimenticato ciò che potremmo chiamare *punto di partenza*. Per il nostro diritto societario è (da sempre direi) chiaro che i soci – con il voto assembleare – scelgono bensì gli amministratori e ne decidono il *compenso ordinario di base* (art. 2364, comma 1, n. 3, c.c.), ma è poi lo stesso consiglio di amministrazione a determinare i compensi aggiuntivi e straordinari degli amministratori con deleghe, sentito il parere del collegio sindacale (art. 2389, comma 3, c.c.); particolari regole di trasparenza sono, tendenzialmente, previste per le sole società quotate. Di norma i soci non determinano la componente più significativa dei compensi degli amministratori e ne sono al massimo informati *ex post*. Dunque, la regola di *default* nel nostro sistema è che la competenza a determinare i compensi degli *executives* sia del consiglio di amministrazione, in quanto atto di "gestione". E anche la trasparenza verso i soci di siffatte determinazioni è, in fondo, ridotta al minimo.

Detto questo, è chiaro che le decisioni assunte dal consiglio devono essere coerenti con l'interesse sociale. È chiaro altresì che gli amministratori rispondono dinanzi alla società, ai singoli soci, ai creditori e ai terzi delle decisioni assunte in materia di remunerazione. E, al proposito, anche un eventuale passaggio assembleare non vale a esonerare gli amministratori da responsabilità (cfr. art. 2364, comma 1 n. 5, c.c.).

Per temperare gli inevitabili conflitti di interessi, come noto, sono stati da qualche anno introdotti i *comitati remunerazioni*, composti prevalentemente, o totalmente, da

independenti ma non si può dire che abbiano dato eccellente prova di sé, anche in ragione delle poche riunioni di norma svolte. D'altro canto anche i più recenti meccanismi di *say-on-pay* fino al momento non hanno portato a miglioramenti significativi, neppure, stando ai primi risultati, nel modello inglese, nel quale (dal 2013) il voto assembleare è vincolante, e non meramente consultivo.

Definire da un punto di vista teorico quale sia la *giusta retribuzione* di un *manager* non è possibile. Non si può definire in astratto un *benchmark* o una retribuzione *equa*. Il tentativo, che spesso riaffiora, di individuare un rapporto, appunto, "corretto" fra retribuzione degli *executives* e retribuzione media dei dipendenti non porta a nulla.

È innegabile che, spesso, vi sia un divario enorme fra la retribuzione degli amministratori e quella dei dipendenti della società, peraltro normalmente in crescita nei periodi di crisi, ma questo è "naturale" ed è impossibile fissare dall'alto un rapporto *corretto*. Il folle tentativo effettuato in Svizzera lo scorso anno, attraverso un *referendum* popolare, di imporre un *tetto* pari a dodici volte il salario medio dei dipendenti, per fortuna non è andato in porto.

Ci dice l'OCSE, nei suoi *Principi*, che un buon governo societario dovrebbe assicurare ad amministratori e dirigenti *incentivi adeguati* alla realizzazione di *obiettivi in linea* con gli interessi della società e dei suoi soci. Il principio è senza dubbio corretto e nessuno può criticarlo, nella sua genericità. Ma se si prova a trasformarlo in regola concreta, dosando le varie componenti della retribuzione (quota fissa e quota variabile, *profit sharing*, *pay-for-performance*, incentivi a breve o lungo termine...), certamente non si arriva, non si può arrivare, a un risultato sempre "giusto", secondo un impossibile modello *one size-fits-all*, buono per tutte le stagioni.

Vi è peraltro sufficiente concordia, a livello europeo almeno, su qualche aspetto, ad esempio quanto alla necessità di evitare un eccesso di *short termism* degli amministratori, indirettamente stimolato da sistemi retributivi e/o incentivanti basati su *stock options*. Ciò può evitarsi, prevedendo *vesting period* lunghi, per cercare di allineare l'orizzonte temporale del *manager* con quello dei soci stabili.

2. Appaiono apprezzabili le modifiche introdotte lo scorso luglio al *codice di autodisciplina* delle società quotate, che mirano, da un lato, a un miglioramento *qualitativo* dell'informazione, e, dall'altro, a raccomandare l'introduzione nei contratti con gli esponenti apicali sia della c.d. clausola di *malus*, che opera nel corso del rapporto, cioè prima della corresponsione del compenso, sia, e soprattutto, della clausola di *claw back*, che consente di chiedere la restituzione delle somme già corrisposte al verificarsi di determinate condizioni.

Va ricordato, peraltro, che *malus* e *claw back* già erano richiesti a banche e imprese di assicurazione dal 2011 dalla Banca d'Italia e dall'ISVAP, a conferma di come nel settore bancario, e dei servizi finanziari in generale, l'attenzione ai temi di cui ci occupiamo ci sia già stata e con una certa fermezza.

Vari sono stati, in materia, gli interventi normativi: se dapprima i *Principi* del FSB avevano seguito un approccio *ex post*, basato su regole generali che i consigli di amministrazione dovevano applicare secondo principi di sana e prudente gestione, beninteso essendo poi sottoposti alla valutazione degli organi di vigilanza, l'UE (spec. con la CRD-IV) ha scelto invece un approccio *regolatorio ex ante*, giungendo sino a fissare un rapporto massimo fra retribuzione fissa e retribuzione variabile. L'approccio rigido e prescrittivo dell'Unione Europea non appare, però, preferibile a quello più flessibile e per principi del FSB.

E sono anche di dubbia efficacia alcune delle soluzioni adottate, come, ad esempio, il *bonus cap*, che, rischia di far crescere la componente fissa della retribuzione, non incentivando il *management* ad assumere i *rischi buoni*. L'approccio *qualitativo* dei *Principi* porta, invece, a ricercare un equilibrio fra incentivo al rischio e prudente e coerente gestione di esso.

Le recentissime regole della Banca d'Italia (novembre 2014) seguono, però, proprio l'approccio *prescrittivo*, ma va detto che, appunto, la direttiva non lasciava molti margini all'autorità nazionale.

3. Anche sotto il profilo *remediale*, infine, non appare possibile proporre una soluzione unica, sempre soddisfacente. È necessario, infatti, che le società siano dotate di un ampio *fascio* di strumenti per le notevoli difficoltà pratiche che si pongono, soprattutto ove si voglia ottenere la dichiarazione di invalidità (ex artt. 2373 o 2391, comma 3, cod. civ.) delle delibere attributive dei compensi.

Meglio, forse, tentare di battere la strada della *sproporzione sopravvenuta* del compenso, cercando di giustificare la (re)azione della società in ragione di un obbligo legale di rinegoziazione, fondato sui doveri di buona fede e correttezza, ex art. 1375 cod. civ., teso a ripristinare l'originale equilibrio del sinallagma negoziale.

Qui, ove il manager tenga un atteggiamento ostruzionistico, si potrebbe aprire la strada anche per una risoluzione per inadempimento o per una richiesta al giudice di riconduzione ad equità ai sensi dell'art. 1374 cod. civ.

Massimo Belcredi, *Remunerazione degli amministratori e Say on Pay*



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Remunerazione degli amministratori e Say on Pay

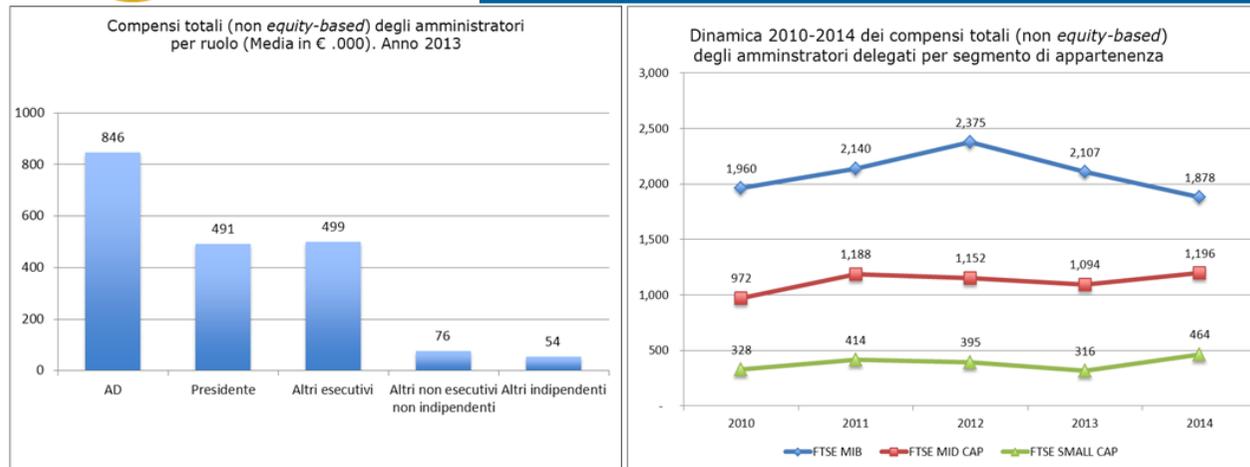
Massimo Belcredi
(Università Cattolica del S.Cuore)

Seminario su «Remunerazioni e manager»
Assonime, Roma, 13 Febbraio 2015



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

REMUNERAZIONI: DATI



• Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2014

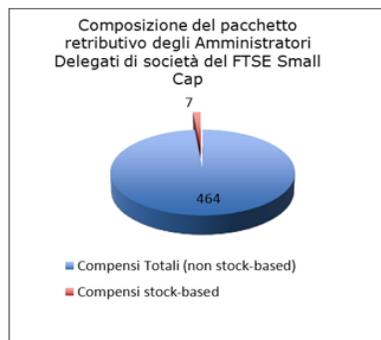
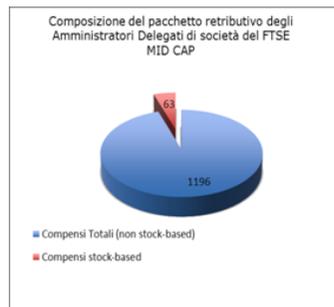
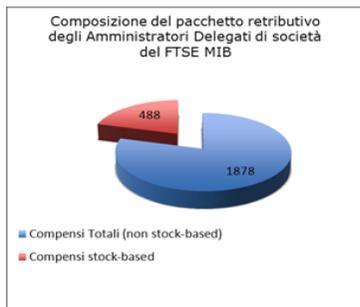
- Variabilità secondo:
 - ruolo ricoperto
 - NB: Presidenti esecutivi (645 k€) vs. non esecutivi (310 k€)
 - dimensione società
 - settore (maggiore nel settore finanziario)



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

COMPENSI EQUITY

- Peso variabile secondo dimensione società
- Pochi destinatari per importi rilevanti



Carica	#	Fair value compensi equity		
		N Beneficiari	% di Beneficiari	(media in € .000)
AD	280	38	13.6%	686
Presidenti	166	7	4.2%	570
<i>di cui Esecutivi</i>	90	7	7.8%	570
<i>di cui Non Esecutivi</i>	73	0	0.0%	0
<i>di cui n.d.</i>	3	0	0.0%	0
VP	150	6	4.0%	124
Altri Esecutivi	162	17	10.5%	232
Non Esecutivi in CE	46	0	0.0%	0
Altri Non Esecutivi NON indipendenti	607	3	0.5%	596
Altri indipendenti	935	0	0.0%	0
TOTALE	2346	71	3.0%	515
DG non facenti parte del CdA	54	12	22.2%	182

• Fonte: Assonime-Emittenti Titoli 2014



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

SEVERANCE PAY POLICY

- Dati Consob mostrano sostanziale efficienza dei meccanismi di mercato
 - Previsione ex ante più frequente dove controllo meno stabile (*widely held companies*, controllo pubblico, controllo non di diritto)
 - Meno frequente dove controllo più stabile (*family firms*, controllo di diritto o patto)
 - Più frequente se management professionale (legame con laurea/post-doc, *firm size*) o se relazione da lavoro dipendente
 - Meno frequente se CEO ha altre garanzie (family CEO)
- Permane scarsa visibilità su indennità nella *policy*
 - Codice di Autodisciplina raccomanda (6.C.1. lett. g)) istituzione *cap* a indennità, su base *comply-or-explain*
 - MA: *cap* è infrequente (25% casi) e trasparenza su ragioni è migliorabile



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

SEVERANCE PAID

- nel 2013 42 casi di percezione di *severance pay* da parte di amministratori che restano in CdA (28 casi nel 2012)
 - In realtà, anche errori di compilazione (e duplicazioni)
 - Importi spesso molto bassi: 15 casi > 100 mila €; MAX =3,8 milioni
- nel 2013 58 casi di cessazione «effettiva» di amministratori esecutivi (68 casi nel 2012)
 - 6 casi (14 nel 2012) di percezione di *severance pay*
 - Generalmente manager professionali
 - Importi rilevanti: da 185 mila a 5,8 milioni €



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

SAY-ON-PAY

- Consob mostra dati su partecipazione ad assemblea, su esito votazioni, su identificazione dissenzienti (no+astensioni) per categorie

Table 3.5 – Shareholders' say-on-pay at the AGMs of Italian listed companies in the Ftse Mib and Mid Cap indexes

		institutional investors			other investors		
		share on total capital ²	share on capital at the AGM ³	share on institutional votes ⁴	share on total capital ²	share on capital at the AGM ³	share on other investors votes ⁴
2012	yes	9.3	15.0	67.4	53.6	76.7	97.7
	no ¹	3.8	6.4	32.4	0.9	1.8	2.1
2013	yes	10.9	17.5	70.7	52.6	75.3	99.1
	no ¹	4.3	6.5	29.0	0.4	0.6	0.9
2014	yes	15.2	23.2	69.0	47.9	67.2	96.7
	no ¹	5.1	7.3	30.8	1.4	2.2	3.3

Source: elaborations on data from the minutes of Italian listed companies AGMs approving the balance sheet in 2012, 2013 and 2014. Data on Italian companies with ordinary shares listed on Borsa Italiana spa - Mta Stock Exchange included in the Ftse Mib and Mid Cap indexes; cooperatives are excluded; for 2014, attendance is drawn from say-on-pay votes reported in the AGMs minutes published until 30 September 2014 (data on 73 companies in 2012; 64 in 2013 and 67 in 2014). ¹ Dissent-votes include abstentions. ² Ordinary shares on ordinary total capital. ³ Ordinary shares on ordinary capital represented at the AGM. ⁴ Ordinary shares on total votes by institutional investors/other investors.

- Fonte: Consob 2014



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

DISSENSO SU SOP

- Dissenso totale basso (come in esperienze estere)
 - Dissenso più alto dove sono presenti amm. minoranza e/o dove CdA ha maggioranza di IND (probabilmente legato a maggiore presenza investitori istituzionali esteri)

Table 3.9 – Shareholders' say-on-pay at the 2014 AGMs of Italian listed companies in the Ftse Mib and Mid Cap indices by some board features

existence of some board characteristics		total dissent ¹		institutional investors dissent on total votes ²		institutional investors dissent on total votes by institutional investors ³	
		mean	max	mean	max	mean	max
minority director	yes	12.0	71.7	7.7	31.6	28.1	98.3
	no	7.0	25.5	7.0	25.5	33.4	94.8
independent directors >50%	yes	10.2	71.7	6.2	31.6	26.0	90.7
	no	8.8	27.1	8.4	27.1	35.2	98.3

- Fonte: Consob 2014
- Dissenso degli istituzionali molto più alto
 - Dissenso più basso dove sono presenti amm. minoranza e/o dove CdA ha maggioranza di IND



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

DISSENSO NEL TEMPO

Table 3.6 – Shareholders' say-on-pay at the AGMs of Italian listed companies in the Ftse Mib and Mid Cap indexes by index

		total dissent ²		institutional investors dissent on total votes ³		institutional investors dissent on total votes by institutional investors ⁴	
		mean	max	mean	max	mean	max
2012	Ftse Mib	11.9	51.7	10.3	37.3	37.6	83.4
	Mid Cap ¹	4.8	33.8	3.0	21.8	27.5	92.7
	<i>total</i>	<i>8.2</i>	<i>51.7</i>	<i>6.5</i>	<i>37.3</i>	<i>32.4</i>	<i>92.7</i>
2013	Ftse Mib	9.5	39.2	9.2	39.2	31.7	85.3
	Mid Cap ¹	4.7	25.0	3.8	25.0	26.4	97.7
	<i>total</i>	<i>7.1</i>	<i>39.2</i>	<i>6.5</i>	<i>39.2</i>	<i>29.0</i>	<i>97.7</i>
2014	Ftse Mib	9.7	53.8	7.9	31.6	27.7	87.8
	Mid Cap ¹	9.2	71.7	6.8	27.1	33.8	98.3
	<i>total</i>	<i>9.5</i>	<i>71.7</i>	<i>7.3</i>	<i>31.6</i>	<i>30.8</i>	<i>98.3</i>

- Fonte: Consob 2014
- Dissenso degli istituzionali in calo nel FTSE Mib (malgrado partecipazione ad assemblee aumenti)
 - Recepimento istanze investitori nelle *remuneration policies*?
 - Influenza *proxy advisors*

Sandro Catani, *Compensi e performance: teoria, pratica e possibili miglioramenti**Melchiorre Gioia e i suoi criteri del merito*

La maggior parte dei milanesi pensa a Melchiorre Gioia come a un vialone affollato e non particolarmente bello. In realtà, fu un grande pensatore piacentino che per primo accostò il termine merito a quello di ricompensa. Infatti la sua opera "Del merito e delle ricompense" fu pubblicata nel 1817. L'incipit del numero monografico della Rivista di Analisi Giuridica del Mulino, dedicato alle remunerazioni, perciò non poteva essere più felice. Ancora oggi il suo "algoritmo" rimane, a mio avviso, una fonte di ispirazione in materia di executive compensation per definire il fenomeno cangiante di *giusto compenso*. I suoi parametri per la valutazione della performance sono straordinariamente moderni: *Difficoltà vinta, Utilità prodotta, Fine disinteressato, Convenienza sociale*.

Il ruolo di un consulente in materia del management è normalmente scomodo. Lo sintetizzo con un'esperienza personale che mi ha ricordato recentemente il Presidente di un Comitato per la Remunerazione. Qualche anno fa fui richiesto di formulare un piano di incentivazione per il collocamento in Borsa di un'impresa, e così discussi con il suo Comitato l'architettura, le regole e i pagamenti al management. Quando su incarico del Comitato ne esposi le linee al potente e molto reputato AD, questo concluse: *Se è tutto qui, Catani, non ci siamo capiti*. Il premio target a tre anni sarebbe stato di 6 milioni di euro, mentre lui guadagnava 800K all'anno! Situazione apparentemente incomprensibile ma poi capii il motivo della reazione. I criteri della performance erano diversi: il manager si aspettava di partecipare al valore creato dalla quotazione (che lui e la sua squadra avevano generato negli anni precedenti), non di essere pagato sulla base razionali basati su benchmark retributivi. Tra parentesi, cercò di non pagarmi la parcella e solo all'ultimo onorò l'impegno. Il Comitato era dalla mia parte ma non osò mettersi in contrasto con il manager in un momento delicato per l'impresa.

Il cambiamento delle prassi retributive

Il progresso in materia di executive compensation nella pratica è stato lento ma è ben visibile:

- i Comitati sono ormai formati da indipendenti (almeno sul piano formale);

- i consiglieri sono più competenti sui temi dell'Exec Comp, distinguono le performance shares dalle stock options (pur se hanno difficoltà a capire modelli più evoluti quali il *piano rolling*);
- il variabile è fissato normalmente a preventivo;
- i ricchi perquisite vengono sempre meno spesi, anche nelle aziende a controllo familiare;
- la stessa buonuscita è trattata con maggiore prudenza di qualche anno fa!

Un cambiamento che, a livello formale, ci pone nelle imprese più grandi alla pari dei mercati regolamentati di altri paesi. Due forze hanno aiutato il progresso: la regolamentazione cresciuta in misura esponenziale dopo la crisi e la pressione degli investitori istituzionali e dei proxy advisors.

Inoltre il progresso ha contagiato le imprese non quotate : le famigliari e perfino le pubbliche municipalizzate, dove non è raro trovare in materia impianti organizzativi e metodologici avanzati.

Allora, riflettendo per questa tavola rotonda, mi sono chiesto se la situazione si possa considerare soddisfacente. Ecco, per dirla in modo sommario, stiamo facendo come mi disse un famoso manager, presidente di un Comitato Remunerazione: "l'idea è ragionevole ma stiamo facendo un brodetto!" *Nella maggior parte dei casi non stiamo realizzando la funzione strategica del reward: orientare i manager a realizzare performance superiori.*

I Dati

Dopo questa premessa, necessariamente sommaria tenuto conto della situazione, qualche dato a sostegno. La mia prospettiva è quella dell'Osservatorio sulla Corporate Governance di The European House-Ambrosetti, che da 10 anni segue le pratiche nelle aziende FTSE-Mib.

- Tra il 2006 e il 2013, nelle Ftse Mib, il Total Compensation medio non è mutato mentre è cresciuto il peso del variabile. Il Total Compensation medio degli AD è passato da un valore di 2734K (2076 fisso+658 variabile) a 2945K (1502 fisso+1443 variabile). È visibile il trend di crescita del variabile, tuttavia c'è da considerare che nel 2013 il fisso valeva ancora il 48% del Totale.

In altri paesi: UK, non parliamo degli Stati Uniti, ma nella stessa Francia il pay-mix dei Ceo dipende maggiormente dalla performance.

- Se rapportiamo la variazione del Total Shareholder Return per l'azionista al compenso totale dell'AD, nelle prime 20 imprese quotate a Milano tra il 2010 e il

2012, per ogni euro pagato all'AD, si passa da ENI 1141 euro agli azionisti, Prysmian: 97 euro, Autogrill 19 euro.

- 9 su 38 sono le società che nel 2013 dichiarano il nome delle aziende peer con cui si confrontano
- nello stesso anno 22 aziende su 38 descrivono il pay mix
- Tra il 75% e l'80% delle 38 aziende dichiara i parametri del variabile
- Il 42% delle aziende fornisce il legame tra performance e bonus e solo il 37% relativamente all'LTI
- 22 aziende su 38 prevedono la possibilità di erogare bonus una tantum
- Solo 11 dichiarano il nome del consulente, 21 non si sono avvalsi dei pareri di esterni, 6 affermano genericamente di essersene avvalsi.

Questi dati, che confermano in buona misura quelli presentati nel Rapporto 2014 sulla Corporate Governance a cura di Emittenti, confermano la necessità di migliorare la capacità delle imprese nel formulare politiche di remunerazione a sostegno delle loro strategie di business. La carenza di comparazioni *terze* rispetto al tempo e ai concorrenti e l'opacità delle regole di performance dovrebbero indurre i CdA e i Comitati di remunerazione a seguire strade diverse nella determinazione della politica retributiva del Vertice, non in forza della sola regolamentazione o degli standard degli investitori istituzionali. La stabilità della remunerazione media del vertice negli ultimi anni, nonostante la crisi, sembra mostrare una sostanziale anelasticità ai risultati.

Le pratiche normali

Bisogna considerare peraltro che quelle sopra ricordate sono le pratiche delle aziende più sofisticate e più attrezzate, sotto i fari di osservazione degli investitori, della stampa, della pubblica opinione. Se analizziamo il comportamento nel segmento Star, dove il modello di controllo familiare è diffuso, la situazione è differente, almeno a leggere le Relazioni sulla Remunerazione di cui si riporta l'esempio di una cosiddetta politica relativa al compenso variabile:

“La struttura della componente variabile della retribuzione degli Amministratori Delegati e degli altri Dirigenti con responsabilità strategiche è basata su un meccanismo di Management by Objectives (MBO), come segue: - la componente variabile della retribuzione è oggettiva, non discrezionale, ed è in funzione di obiettivi annualmente prefissati, di risultato e, per gli altri Dirigenti con responsabilità strategiche, anche individuali, ciascuno con pesi differenziati e con prevalenza di quelli economici oggettivamente misurabili; - per ciascuno degli obiettivi, aziendale o individuale, è

prevista una soglia minima al disotto della quale non matura diritto a retribuzione variabile e, allo stesso modo, esiste un limite massimo”

In conclusione, vorrei chiudere con un contributo per il miglioramento della situazione:

La prima raccomandazione riguarda la Governance:

- *La disclosure dei parametri di valutazione e del loro peso è una necessità tecnica per dare concretezza alla parola trasparenza. Qualora si voglia sostenere che alcuni dati sono *market sensitive*, i risultati e i compensi variabili sottesi dovrebbero essere trasparenti almeno ex-post nell'anno successivo;*
- *La descrizione del pay-mix è il cuore della politica retributiva, dovrebbe essere fornito nei tre scenari: in quello minimo (variabile zero, a target, il compenso massimo qualora tutte le condizioni siano realizzate nella misura massima prevista;*
- *Un benchmark con altre imprese comparabili per dimensione, settore, business model ..., ragionevole ed esplicito è una condizione per comprendere una politica retributiva;*
- *Un consulente esterno è un buon bilanciamento delle figure aziendali;*
- *Qualche ora in più dedicata dai Comitati remunerazione a trattare temi così complessi sembrerebbe utile.*

La seconda concerne il Government: dove indirizzare il compenso e, in ultima analisi, i comportamenti del management verso gli obiettivi strategici. Il CdA e il suo organo, il Comitato per la Remunerazione, nella definizione degli obiettivi da premiare può limitarsi a mutuare (o meglio copiare) gli obiettivi proposti dall'AD. Questa sembra essere la prassi. Potrebbe, invece, auspicabilmente scegliere i parametri cui associare un premio: es. l'Ebitda totale proposto dal management o il mix di Ebitda per i diversi mercati di operatività, fissato dal Piano strategico? Ancora più delicato (per via dell'asimmetria informativa esistente tra management e CdA) fissare i livelli di performance: dove mettere la soglia di un obiettivo per entrare nel gioco dell'incentivo: meno 5%, meno 1%?

Sviluppare questa capacità di indirizzo, oltre al rispetto delle regole e degli standard dei proxy advisor, offre al Comitato per la Remunerazione un'opportunità insostituibile per orientare il management.

Donatella La Licata, *Le remunerazioni nella regolamentazione di Banca d'Italia*

Nel suo contributo al volume di Analisi Giuridica dell'Economia dedicato al tema delle remunerazioni (n. 2/2014), il Professor Ferrarini ha autorevolmente e ampiamente illustrato la genesi della normativa internazionale ed europea in materia di remunerazione nelle banche, le istanze che ne sono – a torto o a ragione - alla base, le critiche formulate in particolare nei confronti del legislatore europeo.

Le idee forti alla base dell'intervento regolatorio sono, in estrema sintesi, quella che il meccanismo di determinazione della remunerazione variabile possa essere foriero di conflitti di interesse e introdurre nella gestione dell'impresa bancaria incentivi all'assunzione di rischi non compatibili con la sana e prudente gestione; ancora, quella che tale remunerazione possa compromettere la capacità di autofinanziamento della banca.

In questa logica, pur nella piena consapevolezza che la remunerazione può essere un importante strumento per attrarre e trattenere le professionalità più elevate, ci si è spinti a intervenire non soltanto, nel solco di scelte già collaudate, sulla *governance* della remunerazione e sulla sua trasparenza, ma finanche sulla sua struttura, comprimendo fortemente la relativa autonomia contrattuale.

Si può discutere se sia corretto il presupposto – se, cioè, davvero il sistema retributivo possa arrivare a compromettere la sana e prudente gestione della banca - ma l'assunto a base dell'impianto normativo in materia è questo. E ciò, evidentemente, non può che guidarne l'interpretazione, anche nella prospettiva della possibile elusione degli obblighi che essa pone.

Ciò detto, mi è stato chiesto di focalizzare brevemente l'attenzione sulle disposizioni in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione adottate dalla Banca d'Italia con provvedimento del 18 novembre 2014 (disposizioni che sostituiscono quelle già emanate nel 2011).

Nel far questo, si mostra cruciale chiarire in quali spazi si muovono oggi le disposizioni della Banca d'Italia e, ancor più, in quali spazi si muoverà la loro interpretazione.

È noto a tutti che esse danno attuazione alla direttiva dell'Unione europea 2013/36 del 26 giugno 2013 (c.d. CRD IV).

Ebbene, nella materia tale direttiva, lungi dal limitarsi a fissare principi, detta regole, lasciando ben poca discrezionalità alle autorità nazionali.

Non soltanto. Proprio, al fine di garantire l'uniforme attuazione negli Stati membri, essa, innanzitutto, delega alla Commissione il potere di adottare, su proposta dell'ABE, norme tecniche di regolamentazione: ed è ciò che è avvenuto con i regolamenti del 4 e del 12 marzo 2014, con cui la Commissione ha, rispettivamente, fissato i criteri per l'individuazione dei *risk takers* nonché specificato le categorie di strumenti utilizzabili ai fini della remunerazione variabile.

La stessa direttiva, poi (art. 75), attribuisce all'ABE il potere di emanare orientamenti in materia di politiche di remunerazione: si è in attesa della pubblicazione da parte dell'ABE delle sue *guidelines*, ad oggi in fase di consultazione.

Infine, in base al regolamento istitutivo l'ABE ha il potere di fornire pareri alle autorità competenti, al fine di assicurare prassi uniformi in materia di vigilanza. Significativa, al riguardo, un'*opinion* recentemente resa in materia di indennità di ruolo, richiamata sia dal Professor Ferrarini che da Stefano Cappiello nei propri contributi nel volume della rivista di Analisi Giuridica dell'Economia. In essa l'ABE ha esplicitato i criteri che presiedono alla possibilità di considerare dette indennità come remunerazione fissa, invitando le autorità competenti ad usare i loro poteri per assicurare che le banche si conformino a tale interpretazione.

Tutto questo per dire cosa? Che le disposizioni in materia di remunerazione adottate dalla Banca d'Italia sono sì normativa secondaria, ma attuativa di una direttiva che contiene, oltre a principi, prescrizioni puntuali - tra cui quelle in materia di contratti - e che per parte rinvia a regolamenti, direttamente applicabili.

È dunque inevitabile uno sforzo complessivo teso a rimuovere gli ostacoli che, nel nostro ordinamento, si potrebbero frapporre ad una piena attuazione della normativa europea. Si pensi, ad esempio, ai contratti collettivi di lavoro: non vi è spazio perché il rinvio ad essi possa continuare ad esimere dal rispetto della normativa. Da qui l'invito, contenuto nelle disposizioni transitorie, a che i contratti collettivi siano resi conformi alla normativa "*alla prima occasione utile*".

Ma vi è anche un altro dato sul quale riflettere. Come è noto, competente sulle banche *significant* (quelle con un attivo superiore a 30 miliardi di euro) è oggi la BCE. Tra i compiti della BCE vi è quello di assicurare il rispetto della normativa in materia di politiche e prassi di remunerazione (art. 4, par. 1, lett. e). Il regolamento c.d. SSM (n. 1024 del 2013) precisa che ai fini dell'assolvimento dei suoi compiti la BCE applica tutto il pertinente diritto dell'Unione e, se tale diritto è composto da direttive, la legislazione nazionale di recepimento di tali direttive (art. 4, par. 3).

Questo significa che ci sono due autorità responsabili per l'applicazione delle disposizioni in materia adottate dalla Banca d'Italia: la BCE per le banche *significant*, la Banca d'Italia per le restanti. Che cosa questo implicherà, tenuto conto delle

evidenti esigenze di uniformità delle prassi interpretative, potrà emergere soltanto nel futuro prossimo.

Fatta questa premessa, è scontato osservare che le disposizioni adottate dalla Banca d'Italia riproducono le corrispondenti previsioni della direttiva che, lo si è detto, in questo ambito lasciano ben poco spazio alle autorità nazionali. Partendo da questo presupposto, ci sono due punti sui quali vale brevemente soffermarsi: 1) la disciplina relativa ai compensi per l'estinzione anticipata del rapporto (i cc.dd golden parachutes); 2) le clausole di *malus* e *clawback*.

La disciplina dei golden parachutes

Il primo: la disciplina dei *golden parachutes*. È un tema particolarmente caldo, anche alla luce di recenti avvenimenti assurti agli onori della cronaca. Ed è un tema sul quale le disposizioni dello scorso novembre sono intervenute in modo deciso.

Sul punto, la considerazione dalla quale occorre partire è che la normativa europea fa perno sulla distinzione tra remunerazione fissa e remunerazione variabile. In base a tale normativa, è remunerazione fissa quella che riflette innanzitutto l'esperienza professionale e le responsabilità organizzative dell'interessato; è remunerazione variabile, invece, quella composta dai compensi legati alla *performance* corretta per il rischio nonché da altri compensi che non remunerano ordinariamente l'attività lavorativa. I criteri così fissati per operare la distinzione non sono derogabili. Ed è evidente che - anche in ragione del *cap* al rapporto tra componente fissa e variabile della remunerazione - un aspetto critico in sede applicativa sarà verosimilmente rappresentato, oggi ancor più che in passato, proprio dalla corretta riconduzione dei singoli compensi all'una o all'altra delle due categorie.

Detto questo, un'altra indicazione che si ritrae dalla normativa europea è che ogni compenso previsto in occasione del rapporto di lavoro debba essere ricondotto al concetto di remunerazione complessiva e, dunque, alla sua componente fissa o variabile, indipendentemente dalla circostanza che esso abbia natura di corrispettivo in senso stretto dell'attività lavorativa o, viceversa, natura più propriamente indennitaria. Tra l'altro, come risulta chiaramente dalle pagine di Chiloire sul volume di Analisi Giuridica dell'Economia dedicato al tema della remunerazione, non è sempre possibile effettuare la distinzione in modo univoco.

Muovendo da questo presupposto, le disposizioni della Banca d'Italia prevedono ora chiaramente che i compensi pattuiti in vista o in occasione della conclusione anticipata del rapporto di lavoro o per la cessazione anticipata della carica "*quale che sia il titolo, la qualificazione giuridica e la motivazione economica*" sono assoggettati alle disposizioni concernenti la struttura della remunerazione variabile: essi, cioè, devono

essere collegati a indicatori quali-quantitativi che riflettano risultati effettivi e duraturi; corrisposti in parte in strumenti finanziari assoggettati a un'adeguata politica di retention; suddivisi in una quota *up front* e in una quota differita, soggetti a tutti i meccanismi di correzione *ex post* (*malus*, *clawback*).

Ciò, del resto, in coerenza con la previsione della direttiva secondo cui “*i pagamenti relativi alla risoluzione anticipata del contratto riflettono i risultati forniti nel tempo e non ricompensano gli insuccessi o gli abusi*” (art. 94, par. 1, lett. h).

Alla luce dei dubbi emersi nell'esperienza applicativa, poi, ancora più chiaramente si specifica, a titolo esemplificativo, che rientrano tra i *golden parachutes* il compenso corrisposto in base a un patto di non concorrenza o, ancora, l'indennità di mancato preavviso, per l'eccedenza rispetto a quanto previsto dalla legge.

C'è però una peculiarità: tenuto conto, infatti, delle specificità della fattispecie – e della natura ibrida di tali compensi - le disposizioni della Banca d'Italia prevedono altresì che i *golden parachutes* non sono inclusi nel calcolo del limite al rapporto variabile/fisso.

Particolarmente rilevante, infine, il ruolo attribuito all'assemblea dei soci in materia di *golden parachutes*. Questa è infatti coinvolta *ex ante* nelle scelte di fondo in materia di *golden parachutes*, essendo chiamata ad approvare *i criteri per la determinazione dei compensi della specie, ivi compresi* i limiti in termini di annualità della remunerazione fissa e l'ammontare massimo che deriva dalla loro applicazione. Si tratta di una novità importante rispetto al regime previgente.

Clausole di malus e clawback

La CRD IV prevede espressamente che fino al 100% della remunerazione variabile complessiva è sottoposta a meccanismi di *malus* o di restituzione. Al contempo, essa stabilisce i criteri per l'applicazione di tali meccanismi, che devono riguardare in particolare le situazioni in cui l'interessato è stato partecipe di condotte che hanno causato perdite significative per l'ente o ne è stato responsabile; non ha soddisfatto livelli adeguati di competenza e onorabilità.

Anche su questo, dunque, nessuno spazio a livello nazionale.

Ebbene, già le disposizioni del 2011 prevedevano che la componente variabile della remunerazione dovesse essere sottoposta a meccanismi di correzione *ex post*.

La prescrizione è oggi riprodotta, con un maggior grado di dettaglio, nelle disposizioni emanate il novembre scorso.

Nonostante ciò, non sembra che, per il momento, clausole della specie abbiano un adeguato grado di diffusione nei contratti.

Al riguardo, va ricordato che la direttiva (art. 94, par. 1, lett. f) - sostanzialmente riprodotta nelle disposizioni della Banca d'Italia – stabilisce che la componente fissa rappresenta una parte della remunerazione complessiva sufficientemente alta per consentire l'attuazione di una politica pienamente flessibile in materia di componenti variabili, tra cui la possibilità di non pagare la componente variabile della retribuzione. In principio, dunque, non vi sono ostacoli all'introduzione di clausole delle specie nei contratti.

Tra l'altro, il codice di autodisciplina va ora nella stessa direzione (sia pure, naturalmente, in forma di raccomandazione).

Se poi eventuali ostacoli derivassero dai contratti collettivi, non potrebbe che ribadirsi quanto già detto: sono questi a dovere essere modificati.

Per concludere. L'impianto normativo in materia si compone, come detto, di regole in materia di *governance* della remunerazione, regole che pongono obblighi di trasparenza e regole che incidono sulla struttura della remunerazione.

La direttiva assegna alle autorità competenti per la vigilanza il compito di assicurare il rispetto della normativa. Come è evidente peraltro – anche alla luce dell'esperienza fin qui maturata – le regole sulla struttura della remunerazione pongono un problema di *enforcement* da parte dell'autorità di vigilanza. Una volta, infatti, che il contratto è concluso, lo stesso – come si diceva un tempo – è legge tra le parti e non se ne possono rimuovere gli effetti se non, per lo più, a costi molto elevati. Tale situazione è tuttavia destinata a cambiare. Infatti, nel testo del decreto legislativo di recepimento della c.d. CRD IV all'esame del Parlamento è prevista l'introduzione di una previsione in base alla quale *“è nullo qualunque patto o clausola non conforme alle disposizioni in materia di remunerazione emanate dalla Banca d'Italia o contenute in atti dell'Unione europea direttamente applicabili. La nullità della clausola non comporta la nullità del contratto. Le previsioni contenute nelle clausole nulle sono sostituite di diritto con i parametri indicati nelle disposizioni suddette nei valori più prossimi alla pattuizione originaria”*.

Si vuole dunque garantire effettività alle nuove norme, in considerazione della natura degli interessi che esse sono destinate a tutelare.

La particolare sensibilità al tema è del resto oggi comune alla BCE, che ha posto le politiche di remunerazione delle banche tra le priorità per il prossimo anno.

Pietro Guindani, *Le remunerazioni dal punto di vista della prassi*

Ringrazio dell'invito a questo interessante seminario e condivido l'opportunità di discutere il tema delle remunerazioni dei manager per almeno tre ragioni:

- nella prospettiva degli azionisti, il management è una risorsa strategica, la cui acquisizione e motivazione sono fattori critici di successo;
- nella prospettiva delle imprese in generale, attrarre management e creare una "promessa" motivante per i giovani laureati, è un fattore di competitività dell'intero sistema economico;
- nella prospettiva della società in senso lato, un sistema retributivo equo, basato sul merito ed orientato alla crescita ed allo sviluppo, è un fattore che contribuisce positivamente a creare capitale sociale.

Venendo al tema specifico che mi è stato posto, ovvero il ruolo degli amministratori indipendenti nella definizione della politica della remunerazione, vorrei affermare, naturalmente per la discussione, che in una impresa quotata con azionariato diffuso la prospettiva dei Consiglieri Indipendenti deve essere quella "imprenditoriale", ovvero saper interpretare le aspettative e gli obiettivi che complessivamente gli azionisti esprimono e trasformarle in azioni concrete finalizzate alla loro soddisfazione. Tale prospettiva è particolarmente urgente quando si tratta il tema della remunerazione del CEO e dei Dirigenti con Responsabilità Strategica. Il CEO è infatti la singola persona che in ogni impresa "fa la differenza". Le questioni relative alla remunerazione del CEO e della sua squadra sono dunque la naturale integrazione del ruolo svolto dal Comitato Nomine; i due nell'insieme devono garantire le condizioni affinché siano correttamente presidiati tutti gli elementi essenziali ai fini del reclutamento, sviluppo, motivazione e "retention" di una squadra di management che sia rispondente, per numero, competenze e potenziale, alle esigenze dell'impresa. Sottolineo che tali aspetti non devono essere solo presidiati in una logica puntuale, connessa a singoli momenti topici della vita di un Consiglio di Amministrazione, ma devono essere gestiti in una prospettiva evolutiva, nell'ambito della quale la gestione della "pipeline di management", ovvero i piani di successione del CEO e dei Dirigenti con Responsabilità Strategica, sia la più robusta possibile. Riassumendo, i Consiglieri indipendenti devono essere di stimolo e di garanzia del buon funzionamento di questi processi di maturazione e trasformazione aziendale, anche superando, laddove ricorrano, inerzie o – peggio - difese di situazioni da un lato ben consolidate e dall'altro insufficienti dal punto di vista del potenziale aziendale di medio e lungo termine.

Un altro motivo per cui è opportuno tenere vivo e continuamente aggiornare il dibattito circa la remunerazione del management è la necessità di affinamento continuo, in funzione dell'evoluzione generale dell'economia e specifica delle singole imprese, della struttura e dinamica della "total compensation". I criteri guida nel definire la struttura della "total compensation" sono – a mio avviso - il merito individuale e l'equità nei rapporti, ma l'applicazione di tali criteri è quanto mai articolata e quasi sempre di difficilissima definizione. Per questi motivi definire la "total compensation" è più un'arte che una scienza, una metodologia pragmatica, piuttosto che un processo rispondente a canoni consolidati. Inoltre l'equità ed il merito non sono principi associabili a valori assoluti, ma piuttosto ad un sistema di relazioni tra l'impresa e l'insieme degli "stakeholders" rispetto ai quali l'impresa assume un ruolo rilevante. Ne consegue che l'obiettivo realisticamente perseguibile è quello di un'"architettura" che risponda dinamicamente in modo equilibrato al sistema di relazioni a cui ho fatto cenno. A riprova di quanto detto, cito alcune circostanze esemplificative:

- il sistema di obiettivi di breve termine deve prevedere traguardi che rispondano alla gamma di priorità essenziali per l'impresa, anche se in contrasto fra di loro, e che siano bilanciati, ovvero avere pari peso, in modo tale che non vi sia l'incentivo ad effettuare arbitraggi tra un obiettivo e l'altro, ma sia premiante il perseguire il sistema degli obiettivi nella sua completezza; ad esempio, mi riferisco alla redditività di breve periodo ed agli indicatori di prestazione operativa che sono al fondamento del potenziale di redditività futura; oppure la generazione di autofinanziamento ed i parametri di impatto ambientale o la propensione alla ricerca ed allo sviluppo, che richiedono investimenti di trasformazione dei prodotti e dei processi produttivi;
- le forme di remunerazione ed i parametri utilizzati per la quantificazione assoluta delle retribuzioni devono essere correlati, in misura crescente per il middle management, i Dirigenti con Responsabilità Strategica ed a maggior ragione per il CEO, a metriche espressive del valore creato per gli azionisti, piuttosto che a parametri definiti e consuntivati all'interno dell'impresa stessa; correlato a questo concetto è la messa in atto di strutture retributive la cui liquidazione è in una misura non secondaria differita nel tempo, come nel caso di piani di accumulo azionario, ove il top management allinea strutturalmente le proprie fortune a quelle degli azionisti.

È opportuno sottolineare che questi principi sono ampiamente condivisi in linea di massima tra gli addetti ai lavori. La loro semplice affermazione, dunque, non fa la differenza. Il loro vero valore aggiunto deriva dall'applicazione concreta ed aderente alle specifiche caratteristiche di ogni impresa. Il banco di prova dei principi è proprio la loro declinazione nella scelta degli specifici obiettivi, nella correlazione ai piani

aziendali, economici ed operativi, di breve termine e strategici e nella “negoiazione” dei traguardi rispetto ai livelli retributivi attesi. Questa è la parte di lavoro dove i Consiglieri Indipendenti possono fare la differenza tra la messa in atto di strutture retributive nel migliore interesse di tutti gli “stakeholders”, oppure strutture retributive che non rispondono a criteri di merito ed equità. Raramente l’espressione che “il diavolo sta nei dettagli” potrebbe essere affermata in modo più pertinente, anche a motivo della aggiuntiva complicazione che il rapporto tra “architettura” retributiva a priori ed esiti effettivi della stessa in rapporto ai risultati è soggetta ad un grado inevitabile di aleatorietà, a motivo della molteplicità di fenomeni esogeni che interagiscono sia con le prestazioni aziendali, sia con il “payout” retributivo, specie se quest’ultimo è fortemente, come qui raccomandato, connesso all’andamento del valore degli azionisti.

Nonostante questi “caveat”, i principi sopra esposti rimangono – a mio avviso - il miglior antidoto a misure cautelative assai più invasive, come quelle di recente registrate, volte a imporre “cap” al valore assoluto delle remunerazioni o altre forme di “clawback” estremo (si veda al riguardo il dibattito in corso nel gruppo Citicorp), che risultano essere assai più penalizzanti e foriere di conseguenze impreviste e indesiderabili.

A proposito di “clawback” è interessante la recente evoluzione del Codice di Autodisciplina che, nell’edizione 2014, ha introdotto la previsione di “intese contrattuali che consentono alla società di chiedere la restituzione, in tutto o in parte, di componenti variabili della remunerazione versate (o di trattenere somme oggetto di differimento), determinate sulla base di dati che si siano rivelati in seguito manifestamente errati;”. Sarà interessante osservare come questo principio generale verrà concretamente applicato perché, ancora una volta, è la modalità operativa di implementazione che farà la differenza tra un impatto efficace o meno rispetto all’obiettivo posto. L’espressione “dati manifestamente errati” richiama il concetto di errore materiale, inconsapevole o al massimo colposo, da cui ne deriverebbe la naturale esigenza di una correzione, valida a carico di tutti i dirigenti che avessero inavvertitamente beneficiato di una retribuzione maggiorata a causa dell’errore in questione. Questa discussione ne suggerisce tuttavia almeno un’altra, ovvero l’opportunità di non erogare o chiedere la restituzione di retribuzioni variabili viziate da comportamenti contrari a norma aziendali o alla legge. Quest’ultima fattispecie non pare richiamata dal principio 6.c.1.f del Codice di Autodisciplina e sarebbe – a mio modesto avviso – meritevole di una analoga riflessione. Questo è un altro terreno in cui i Consiglieri Indipendenti possono, meglio di altri, esercitarsi per introdurre innovazioni tanto delicate e difficili, quanto auspicabili.

Infine un cenno ai compensi di fine rapporto. La direttiva europea in merito, che indica il valore massimo in due annualità di retribuzione fissa, è ormai chiara e non lascia spazio a discussione, in linea di principio. Nel contesto italiano tuttavia, l'applicazione è tutt'altro che agevole a motivo del fatto della coesistenza del ruolo di amministratore con deleghe con quello di dirigente, fatto che comporta un inevitabile conflitto normativo e giurisprudenziale. In attesa di una maturazione collettiva che porterà a distinguere i due "status" giuridici di amministratore e lavoratore dipendente, quale è un dirigente anche se Amministratore delegato (ma interessante al proposito è la nuova proposta per il direttore della RAI che non sarebbe più un dirigente), l'unica strada è quella di un accordo convenzionale tra impresa e Amministratore Delegato, per delimitare l'importo e le casistiche del trattamento di fine mandato entro i limiti della direttiva europea, come richiesto dalla totalità degli investitori istituzionali.

Quest'ultimo aspetto, al pari dei precedenti, è un'area dove i Consiglieri Indipendenti possono, meglio di altri, proprio per il loro posizionamento, contribuire alla messa in atto di soluzioni idonee ad affermare i criteri del merito e dell'equità.

Tutto ciò, mi pare, è sufficiente per affermare che il ruolo degli Amministratori Indipendenti riveste un potenziale ancora largamente inespresso e che il campo delle remunerazioni del management è certamente un banco di prova della loro efficacia.

Alessandro Pansa, *La politica remunerativa: procedimenti interni e obiettivi dei dirigenti aziendali*

In merito al vasto tema delle remunerazioni del management, nel seguito discuterò brevemente quattro aspetti: l'importanza della trasparenza; il rapporto tra obiettivi economici ed interessi, per così dire, "immateriali" dei dirigenti aziendali; la correttezza del processo decisionale all'interno dell'impresa; la definizione dell'indennità di fine rapporto e le cosiddette "clausole di *clawback*".

Sulla trasparenza vi è ben poco da dire. È un requisito essenziale tanto nella fase di definizione - ed approvazione da parte degli organi a questo preposti - delle politiche retributive, quanto nella fase di consuntivazione e relativa comunicazione dei risultati. D'altronde, basta la massima di Kant, secondo la quale "ogni atto che ha a che fare con il diritto degli uomini che non possa essere reso noto è di per sé ingiusto", per dare la giusta importanza al concetto di trasparenza. Bisogna, peraltro, evitare eccessi: comunicare al mercato tutti gli obiettivi, i parametri utilizzati e gli aggregati aziendali cui si riferiscono, finisce per assicurare un indebito vantaggio a quei concorrenti che non lo fanno: e sono la maggior parte, guarda caso nei paesi che si proclamano "*market oriented*".

Bisogna però considerare che la funzione di preferenza di un manager di alto di livello non è mai solamente determinata dagli aspetti retributivi della sua attività. Innanzi tutto è bene non essere ipocriti e riconoscere che, dopo che un manager che ha raggiunto ed occupato per un congruo numero di anni un ruolo di alta direzione aziendale, l'utilità marginale dei compensi monetari diventa decrescente. Ed intervengono altre variabili nel processo di definizione della funzione di preferenza, come spiegarono, già dagli anni '70, le analisi di W. Baumol e O. Williamson. Il prestigio, il ruolo sociale, la gestione del potere, l'immagine, sono altrettanti obiettivi "non monetari" che spesso pesano tanto quanto se non più delle retribuzioni nella determinazione delle scelte gestionali di un manager. E non stupisce che, per così dire, lo scambio "potere contro denaro" - in altre parole, una posizione di maggior potere interessa di più anche se si guadagna meno che in altre - sia una scelta ampiamente contemplata da molti manager di alto livello e non più giovani. Anche perché, come detto, l'utilità marginale della retribuzione monetaria è decrescente.

Pertanto, sembrerebbe ragionevole che il processo di definizione degli obiettivi e dei relativi compensi debba tenere presenti le considerazioni di cui sopra. Il che non significa assegnare ad un capo azienda obiettivi prevalentemente non quantitativi, scelta pericolosa e foriera di ambiguità. Ma più semplicemente ipotizzare che alcuni

obbiettivi qualitativi, misurabili, o comunque valutabili da organi dotati di adeguata competenza, potrebbero essere integrati nel sistema di misurazione della performance, così da catturare variabili della funzione di preferenza diverse da quelle puramente monetarie.

Il processo decisionale e deliberativo dei sistemi di compensazione manageriale si fonda, oltre che sul principio della trasparenza, su quello della responsabilità. Chi è responsabile, all'interno dell'impresa, della determinazione dei compensi e del loro sistema di assegnazione e valutazione? Su questo punto occorre molta chiarezza. Il solo soggetto in grado di assolvere con competenza e razionalità il compito è il consiglio di amministrazione o, comunque sia definito, l'organo in capo al quale risiede la responsabilità della gestione aziendale, eventualmente attraverso comitati di sua espressione ed assistito da consulenti. Vi è un consistente grado di ipocrisia in quelle norme - vuoi di legge, vuoi contenute nei codici di autoregolamentazione - che attribuiscono alcune prerogative all'assemblea degli azionisti, fornendo l'illusione che quest'ultima sia depositaria del potere di remunerare il management, attività per compiere la quale non dispone di alcuna competenza. Solamente l'organo di gestione è in grado di svolgere tale attività ed è ad esso che vanno attribuiti i relativi poteri. Peraltro, il consiglio di amministrazione è il solo organo che può sperare di non essere "catturato" dal management del quale deve definire obiettivi e compensi; ed è comunque l'unico soggetto che, attraverso la preventiva predisposizione di procedure e l'eventuale utilizzo di consulenti, è in grado di mettere in atto misure in grado di evitare, appunto, di essere "catturato".

Il tema dell'indennità di fine rapporto, delle sue legittimità, dimensioni e clausole contrattuali - specie in caso di risoluzione non consensuale del rapporto professionale - è stato recentemente, in Italia, al centro di un dibattito tanto intenso nei toni quanto superficiale nei contenuti. Ed è una buona cosa che il volume curato dai professori Cera e Lener ospiti un attento e preciso saggio di Di Noia e Milič sull'argomento. In merito al quale argomento, si possono compiere alcune riflessioni.

Si tratta di valutare la legittimità sostanziale - non mi addentro in considerazioni di ordine giuridico - della corresponsione di un compenso, per così dire, straordinario, in occasione della sostituzione di un capo azienda indipendentemente dalla volontà di quest'ultimo. In generale, ritengo che le difficoltà di ricollocamento che conseguono di solito a tale allontanamento, oltre al possibile deterioramento della percezione presso la *business community* del manager in oggetto, giustifichino l'erogazione di questi compensi. Peraltro, con alcune specificazioni.

Non sono, in primo luogo, convinto che le clausole di *clawback*, cioè quelle che impongono la restituzione di tutto il (o parte del) compenso siano corrette ed applicabili. Chi stabilisce se le performance del manager si sono rivelate inferiori a quanto

dichiarato in precedenza? Il suo successore, che ha tutto l'interesse a mostrare un passato peggiore della realtà per enfatizzare le difficoltà che si è trovato ad affrontare? I revisori, che dovrebbero smentire quanto certificato negli anni? Il Consiglio di Amministrazione, dove potrebbero sedere alcuni componenti del cda precedente? Mi sembra una previsione - quanto meno nella realtà italiana - assai poco realistica e foriera di inutili conflitti ed ambiguità. Peraltro, il nostro codice civile prevede l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori cessati e tanto la norma che le sue recenti applicazioni lasciano un vasto ambito di opportunità alla società che intenda avvalersene.

Penso, viceversa, che costituirebbe una buona pratica collegare l'entità dei compensi di fine mandato ai risultati dell'attività gestionale svolta dal capo azienda cessato. Sarebbe infatti possibile prevedere un'indennità compensativa e risarcitoria variabile in base alle performance passate, con un minimo comunque pagabile ed una crescita di tale remunerazione legata al raggiungimento degli obiettivi assegnati al manager negli anni in cui ha svolto il suo ruolo di capo azienda o comunque di alto dirigente della società. In tal modo verrebbe stabilito, ed applicato, il principio secondo cui viene maggiormente compensato un amministratore delegato che ha lavorato con successo nell'interesse degli azionisti durante il suo mandato: non avendo demeritato, non dovrebbero sussistere ragioni oggettive per sostituirlo ed appare quindi meritato un compenso straordinario che sani, almeno in parte, una scelta non fondata su oggettive motivazioni professionali.

Mario Cera, Considerazioni sul tema

Le significative e assai interessanti riflessioni condotte in questa occasione inducono ad una duplice considerazione. Il tema remunerazioni è davvero sfaccettato, come un diamante si potrebbe dire e non un lingotto, e varie sono le prospettive e anche le sensibilità che muovono chi dell'argomento deve occuparsi; rimane, peraltro, il dubbio sulla opportunità o meno di una qualche disciplina legislativa di base, al di là di esigenze speciali quali quelle delle banche o delle assicurazioni.

Tanti, dunque, sono i problemi ancora sul tavolo, dal ruolo dell'assemblea dei soci sulle politiche, alla effettiva funzione dei comitati remunerazione, ai *golden parachutes*, ad altri ancora. Pare, però, che alcuni punti debbano restare fermi.

In primo luogo, una trasparenza adeguata delle politiche, dei processi e anche dei contenuti costituisce elemento imprescindibile nella materia, ma, a mio avviso, sarebbe anche importante che le motivazioni alla base delle politiche e soprattutto delle deliberazioni specifiche fossero adeguate e pertinenti.

Agli azionisti, al mercato non basta una trasparenza fredda o tecnica, ma occorre dare le ragioni delle remunerazioni e delle soluzioni. L'autodiagnosi assume un diverso e più pregnante significato se accompagnata da un'assunzione di responsabilità dell'organo che comunque deve rimanere esclusivamente competente e con una adeguata discrezionalità gestoria, vale a dire quello di supervisione strategica.

In siffatta prospettiva, un buon governo societario rimane anch'esso condizione fondamentale per dare forza e valenza ad un efficiente sistema di remunerazione. Se i meccanismi di governo sono ben presidiati, attraverso pesi e contrappesi, ruolo degli indipendenti sostanziali (come sostanziale, non formale, dovrebbe essere tale requisito), distinzione nitida delle responsabilità un sistema di remunerazioni equilibrato e trasparente ne sarebbe conseguenza quasi naturale.

A questo proposito, piace rilevare che il sistema dualistico può presentare qualche vantaggio rispetto a quello ordinario per la maggiore indipendenza e altresì la distanza del comitato remunerazioni rispetto agli amministratori esecutivi: a volte, o forse meglio spesso, il sistema dualistico è stato persino vituperato, ma qualche vantaggio rispetto all'ordinario pur lo presenta.

Infine, non si può non rilevare che nella materia si dovrebbe esigere una riserva di legge e può destare qualche perplessità l'utilizzo indiscriminato dello strumento regolamentare. Al di là di ogni considerazione di vertice, come avrebbe detto Paolo

Ferro Luzzi, fa un po' specie leggere norme regolamentari che sanciscono addirittura la nullità di norme ed atti privati.

In conclusione, ben vengano ulteriori riflessioni su questo sempre più importante tema, ma occorre tener presente che il mercato vuole la sua parte nella valutazione di regole e condotte e che non sempre soluzioni uniformi e standardizzate costituiscano una evoluzione efficiente e competitiva.