

Le remunerazioni del top management in Europa: eccessi, crisi, reazioni e convergenza

1. EVOLUZIONE DELLE REMUNERAZIONI DEL TOP MANAGEMENT NELLE ECONOMIE AVANZATE NEL CORSO DEGLI ULTIMI 50 ANNI

Durante un lungo periodo, cioè a decorrere dagli anni '60 e fino all'inizio degli anni '90, il contesto dell'*executive compensation* a livello mondiale (vale a dire nei Paesi economicamente avanzati) si è rivelato piuttosto stabile e prevedibile. In effetti:

- la remunerazione di un CEO (*Chief Executive Officer*) rappresentava un multiplo «ragionevole» rispetto a quella del dipendente medio, ovvero circa 40 volte negli USA, molto meno in Europa ed in Giappone (Adriano Olivetti sosteneva che il moltiplicatore tra il salario del dipendente meglio pagato e quello del meno pagato in Olivetti non dovesse essere superiore a 10);
- la crescita media dei principali mercati azionari risultava allineata con la crescita del PIL (Prodotto Nazionale Lordo) a livello mondiale ovvero circa 3% all'anno¹;
- i livelli retributivi del settore finanziario erano sostanzialmente allineati con quelli degli altri settori economici.

Tuttavia una posizione di *top manager* negli anni '70 ed '80 poteva risultare molto rischiosa (Georges Besse, CEO di Renault, ed Alfred Herrhausen, CEO di Deutsche Bank, vennero assassinati, come altre decine di alti dirigenti in Francia, Germania, Italia e Spagna da gruppi terroristici).

Questo scenario è cambiato in modo significativo in seguito alla *deregulation* che si è verificata nell'ambito di settori precedentemente regolamentati

¹ A decorrere dal 1980 e fino al 2007, il PNL mondiale è aumentato in media del 3,4% all'anno, G. Becker e K. Murphy, *Do not let the «cure» destroy capitalism*, in «Financial Times», 20 marzo 2009.

nella maggior parte dei Paesi occidentali ed in particolare nell'ambito del settore finanziario. A decorrere dalla metà degli anni '90 il settore finanziario e l'area dell'*executive compensation* sono stati caratterizzati da una serie di eccessi in quanto:

negli USA la remunerazione dei CEO è passata da 40 a 400 volte² quella di un dipendente medio (che nel frattempo non è cresciuta)³ e persino nei Paesi Scandinavi, noti per il loro senso dell'uguaglianza sociale, il moltiplicatore ha superato la soglia di 50 volte⁴;

in numerosi Paesi la crescita media dei mercati azionari ha superato la crescita del PNL (in particolare nei settori finanziari e della *new economy*);

i livelli retributivi medi del settore finanziario hanno superato circa del 60% quelli medi degli altri settori economici (anche grazie al fatto che l'occupazione nel settore finanziario non è cresciuta in modo significativo)⁵.

Durante questo periodo la posizione di CEO non costituiva più una fonte di pericolo, ma spesso diventava il trampolino di lancio per una successiva carriera politica (è il caso di Romano Prodi, ex CEO dell'IRI e successivamente Primo Ministro in Italia, di Thierry Breton ex CEO di France Telecom e di Henry Paulson ex CEO di Goldman Sachs, successivamente diventati Ministri dell'Economia in Francia e negli USA).

Questa «Età dell'oro» dell'*executive compensation* è stata bruscamente interrotta dalla crisi finanziaria del 2008-2009.

2. I PRINCIPALI ECCESSI A LIVELLO RETRIBUTIVO NEL SETTORE FINANZIARIO

In realtà le prime reazioni alla crisi hanno avuto l'effetto di aumentare anziché diminuire i livelli retributivi complessivi di vari *top manager* (e

² Il multiplo negli USA è passato da 42 nel 1982 a 431 nel 2004. N.R. Narayana Murthy, *Greed is not good*, in «World Business», aprile 2006.

³ J. Stiglitz, *Pay pressure*, in «Financial Times», 19 settembre 2014.

⁴ R. Anderson, *Two quit over Finland's bonus outcry*, in «Financial Times», 8 aprile 2009.

⁵ Tra il 1948 e il 1982 negli USA la crescita retributiva nel settore finanziario è allineata agli altri settori dell'economia. Dal 1982 in poi questo allineamento cessa e nel 2007 (poco prima della crisi) le retribuzioni del settore finanziario avevano raggiunto un livello pari al 181% rispetto agli altri settori. M. Wolf, *Cutting back financial capitalism is America's big test*, in «Financial Times», 15 aprile 2009.

dei CEO del settore finanziario in particolare). Infatti il tracollo nelle quotazioni dei titoli azionari ha favorito un ampio ricambio ai vertici delle principali società quotate (in particolare in quelle gestite da *manager* che non appartenevano alle famiglie degli azionisti di controllo). In tali società e soprattutto nelle *public companies* gli azionisti, ed in particolare gli investitori istituzionali, hanno imputato il crollo del titolo non solo alla crisi, ma anche (in misura minore o maggiore, ma comunque in genere rilevante) al CEO in carica, soprattutto se era al vertice della società da lungo tempo e ne aveva significativamente influenzato la strategia. Questo ricambio si è verificato in tutti i settori dell'economia, ma è stato particolarmente accentuato nel settore finanziario in conseguenza di vari fattori, tra i quali due a nostro avviso particolarmente rilevanti. In primo luogo la crisi del 2008-2009 è iniziata negli USA a causa dei mutui c.d. *subprime* e quindi è stata qualificata sin *ab initio* come una crisi di natura finanziaria. Pertanto il crollo delle quotazioni nel settore finanziario si è rivelato molto più pronunciato che in altri settori dell'economia. Inoltre in numerosi mercati azionari il settore finanziario risultava prevalente, o comunque molto rilevante, in termini di capitalizzazione, nonché caratterizzato dalla presenza di numerosi investitori istituzionali. Di conseguenza numerosi banchieri «di lungo corso» sono stati estromessi da azionisti insoddisfatti che in taluni casi hanno forzato la mano a consiglieri d'amministrazione che si erano dimostrati complici o quanto meno succubi nei confronti del CEO nel corso di «campagne acquisti» spesso finalizzate a creare entità poi definite *too big to fail*. In effetti una crisi aziendale in banche di tali dimensioni avrebbe avuto conseguenze catastrofiche sul sistema economico del Paese d'origine della banca e talora ben oltre.

Tuttavia, almeno in una fase iniziale, l'estromissione di tali banchieri venne «addolcita» da sostanziose indennità di fine rapporto del tutto ingiustificate alla luce delle loro più recenti *performance* (queste operazioni sono state definite *reward for failure*). Tra i casi più eclatanti si segnalano:

160 milioni di dollari erogati a Stan O'Neal, CEO di Merrill Lynch;

42 milioni di dollari erogati a Chuck Prince, CEO di Citicorp;

40 milioni di euro erogati ad Alessandro Profumo, CEO di Unicredit.

Tuttavia altri illustri banchieri furono estromessi con minore generosità (anche a causa dei furori sollevati dal loro operato nell'opinione pubblica dei rispettivi Paesi). Tale è stato il caso di:

Fred Goodwin, CEO di Royal Bank of Scotland, che, dopo aver rassegnato le dimissioni in seguito alla nazionalizzazione della banca praticamente fallita, non solo dovette rimborsare una notevole parte della sua pensione

aziendale (che capitalizzata complessivamente valeva circa 17 milioni di sterline), ma venne anche privato del titolo di *sir* (baronetto), che gli era stato assegnato dalla Regina d'Inghilterra per i suoi meriti professionali⁶;

Marcel Ospel, CEO di UBS, che, dopo essere stato costretto alle dimissioni con la banca sull'orlo del collasso salvata solo dall'intervento pubblico, accettò di rimborsare una cospicua quota dei *bonus* percepiti negli anni precedenti pur di evitare azioni giudiziarie a proprio carico;

Daniel Bouton, CEO della Société Générale, che, dopo essere stato quasi travolto dall'*Affaire Kerviel* (il *trader* che con le sue operazioni truffaldine causò perdite per circa 5 miliardi di euro alla banca)⁷, lasciò la banca pochi mesi dopo con «zero» indennità di fine rapporto in seguito ad una polemica sorta in relazione all'approvazione di un piano di *stock option*.

3. I PRINCIPALI FATTORI ALLA BASE DEGLI ECCESSI RETRIBUTIVI

In generale si ritiene che gli eccessi retributivi che hanno caratterizzato l'area dell'*executive compensation* nel corso di quest'ultimo ventennio siano principalmente legati al fenomeno della diffusione delle *stock option*. Come molte opinioni diffuse anche questa è fondamentalmente corretta, ma costituirebbe un grave errore una condanna *sic et simpliciter* delle *stock option* come strumento retributivo (additandole come espressione di cattiva governance, penalizzandole fiscalmente o addirittura vietandole *tout court*).

Il problema sta a monte ovvero nella scelta degli obiettivi di *performance* da assegnare al *top management*. In particolare sulla base di un famoso testo di Kaplan e Norton⁸ sono state identificate quattro categorie di misure di *performance* aziendale a cui fare riferimento nell'assegnazione degli obiettivi al *top management*, ovvero:

⁶ In effetti Fred Goodwin avrebbe dovuto ricevere una pensione annua aziendale pari a 703.000 sterline che capitalizzata corrispondeva ad un ammontare di 17 milioni di sterline. Tuttavia, in seguito ad una forte pressione dell'opinione pubblica ha accettato di effettuare un parziale rimborso, J. Croft e J. Pickard, *Ex-RBS chief agrees to hand back more than a third of his pension*, in «Financial Times», 19 giugno 2009.

⁷ Per un'analisi dell'*Affaire Kerviel* si rinvia a S. Gillotta, *Trasparenza ed interesse societario al segreto: quale equilibrio?*, in «Analisi Giuridica dell'Economia», 1, 2013, p. 274.

⁸ R. Kaplan e D. Norton, *The Balanced Scorecard – Translating Strategy into Action*, Boston, 1996, citato da T.F. Wilson, *Innovative Reward System for the Changing Workplace*, New York, 2003, pp. 91 e 92.

- le misure di natura finanziaria (suddivise tra creazione del valore e remunerazione degli azionisti);
- le misure relative alla clientela (suddivise tra tempi di introduzione del prodotto /servizio sul mercato e livello di soddisfazione del cliente);
- le misure di natura operativa (suddivise tra efficienza operativa ed utilizzazione delle risorse);
- le misure relative alle capacità aziendali (suddivise tra capacità delle risorse umane ed efficacia interna).

Peraltro la grande maggioranza delle società quotate ha scelto di privilegiare le misure di natura finanziaria, ignorando talora totalmente le altre tre categorie⁹.

Quali sono le cause di questa concentrazione sulle misure di natura finanziaria nell'assegnazione degli obiettivi di *performance* al *top management*? A nostro avviso è principalmente dovuta al progressivo divario tra crescita economica e crescita dei mercati finanziari. Come è stato posto in evidenza da uno studio dell'Observatoire de la Finance di Ginevra, tra il 1964 e il 1984 i tassi di crescita dei mercati finanziari negli USA erano sostanzialmente allineati ai tassi di crescita dell'economia USA in generale e dei profitti delle grandi aziende americane in particolare. Dal 1984 in poi, in seguito alla *deregulation* voluta da Ronald Reagan, incomincia a crearsi un divario nella crescita a favore dei mercati finanziari, divario relativamente contenuto per una decina d'anni, ma che a decorrere dalla metà degli anni '90 diventa enorme¹⁰.

È abbastanza evidente che la scelta di privilegiare obiettivi di *performance* di natura finanziaria unita all'utilizzazione di strumenti retributivi tipicamente finanziari quali le *stock option*, hanno contribuito in modo molto significativo alla crescita esponenziale dell'*executive compensation*. Tale fenomeno, dapprima circoscritto agli USA, si è progressivamente diffuso in tutti i Paesi economicamente avanzati (sia pure con dimensioni e caratteristiche diverse). In Europa i CEO delle principali società hanno sostenuto l'esigenza di allineare i propri livelli retributivi a quelli dei CEO delle società USA perché il mercato dei *top managers* si stava globalizzando (così come la concorrenza tra le principali società a livello mondiale,

⁹ Per un'approfondita analisi degli obiettivi di *performance* legati a misure non finanziarie si rinvia a *The value of Intangibles to overcome the systemic crisis*, a cura di A. Gasperini, in «I Quaderni Aiaf», 145, marzo 2010.

¹⁰ P.-A. Sallier, *Chercheurs et banquiers dénoncent les dérives d'une finance toute-puissante*, in «Le Temps», 24 ottobre 2009.

indipendentemente dal Paese d'origine di ciascuna). Inoltre in molti casi la principale filiale di una società multinazionale europea si trovava proprio negli USA (talora con dimensioni maggiori rispetto alla Casa Madre come nel caso delle grandi società svizzere).

4. LE REAZIONI A LIVELLO NORMATIVO IN EUROPA

In Europa sino all'inizio della crisi si era già manifestata una crescente attenzione dell'opinione pubblica, degli investitori e degli organi di controllo, nonché una certa convergenza normativa in tema di *executive compensation* (più precisamente in tema di remunerazioni degli amministratori di società quotate). I Paesi in cui questo fenomeno si è rivelato più evidente sono stati la Francia che ha privilegiato la via legislativa e la Gran Bretagna che ha privilegiato il coinvolgimento attivo degli azionisti.

La «primogenitura» della Francia e della Gran Bretagna in questa materia non è casuale. In Gran Bretagna gli investitori istituzionali (in particolare i fondi pensione, orientati al lungo termine) hanno sempre avuto un peso significativo e i *trustees* hanno sempre considerato parte del loro ruolo vigilare sulle retribuzioni dei vertici nelle società di cui il fondo pensione è azionista¹¹. In Francia esiste un diffuso spirito giacobino che prende di mira i ricchi e i privilegiati (tra i quali ovviamente figurano i *gran patrons*); inoltre gli investitori istituzionali (in particolare di matrice anglosassone) controllano una quota molto significativa dell'azionariato nelle principali società (quelle appartenenti all'indice CAC 40)¹².

Negli altri Paesi europei si sono verificati interventi legislativi più o meno sporadici (in Belgio o in Germania) oppure si è privilegiato il potere degli

¹¹ Si è posto in evidenza che i *trustees* dei fondi pensione sono socialmente più vicini al lavoratore medio rispetto ai gestori finanziari. Inoltre, rispetto a gestori che operano nell'ambito di grandi banche, sono immuni da conflitti di interesse in quanto non propongono altri servizi di varia natura alle società nelle quali il proprio fondo ha investito. Perciò possono essere assai più severi nel vigilare sui livelli retributivi dei *top manager* delle società in cui investono (P. Skipala, *Questions about public ownership*, in «Financial Times», 15 febbraio 2010, supplemento finanziario).

¹² In Francia gli investimenti da parte di investitori istituzionali esteri sono raddoppiati dal 1995 al 2010 rappresentando circa il 40% della capitalizzazione borsistica. A livello europeo tali investitori controllavano nel 2008 il 37% della capitalizzazione borsistica rispetto al 25% del 2003. La presenza di investitori istituzionali esteri (in particolare anglosassoni) costituisce un importante fattore di controllo sulla corporate governance delle società nelle quali investono, nonché sui livelli retributivi dei relativi *top managers* (R. Milne, *A meeting of minds*, in «Financial Times», 1° marzo 2010).

azionisti in materia retributiva introducendo progressivamente il principio del *say-on-pay* (cioè del voto assembleare, talora solo consultivo, talora vincolante, in tema di remunerazione degli amministratori).

In questo contesto nel 2009 si è verificata una svolta legata alla crisi economica e finanziaria, all'intervento di vari governi a sostegno delle banche più importanti del sistema-paese e alla reazione dell'opinione pubblica di fronte a numerosi (ma non certo sconosciuti in passato) scandali retributivi.

Il 30 aprile 2009 l'Unione Europea ha emanato la Raccomandazione 2009/385/CE¹³. Tale Raccomandazione non ha l'effetto vincolante di una Direttiva (che deve essere recepita dalla normativa degli Stati Membri), ma nel contempo ha un effetto più immediato poiché il suo contenuto può essere immediatamente preso in considerazione sia dagli Stati Membri, che dagli organi di controllo e di autogoverno, dalle associazioni di investitori, dalle singole società quotate... Questa Raccomandazione ha integrato due precedenti Raccomandazioni in materia di remunerazione degli amministratori di società quotate, la 2004/913/CE e la 2005/162/CE.

La Raccomandazione 2009/385/CE costituisce un *corpus* organico in tema di *executive compensation* in quanto, oltre a soffermarsi sulla disciplina delle varie voci retributive (*bonus*, azionariato, indennità di fine rapporto...), tocca il tema dell'informativa in materia retributiva (*disclosure*), quello del ruolo del comitato remunerazioni e dei suoi consulenti, nonché il coinvolgimento degli azionisti stessi. Principi analoghi alle indicazioni della Commissione sono stati emanati dal *Financial Stability Board* con riferimento alle remunerazioni del settore bancario/finanziario. Tali Principi, che sono stati analizzati in un documento predisposto dal Comitato di Basilea¹⁴ e sostanzialmente recepiti nelle Capital Requirement Directive III e IV (rispettivamente CRD III e CRD IV), affrontano tre temi principali:

- la *governance* delle retribuzioni del personale direttivo e/o operativo con significative responsabilità nel settore finanziario (*top managers, executives, bankers...*);
- l'effettivo allineamento delle retribuzioni al rischio insito nelle attività svolte o controllate dal predetto personale;

¹³ P. Marchettini, *L'ultima raccomandazione dell'Unione Europea e i Principi del Financial Stability Board in tema di Executive Compensation*, in «Il Risparmio», 1, gennaio / marzo 2010.

¹⁴ *Compensation Principles and Standards Assessment Methodology*, Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, gennaio 2010.

– l'effettivo controllo da parte delle autorità di vigilanza e il coinvolgimento da parte degli *stakeholders*.

I Principi del *Financial Stability Board* risultano abbastanza simili al contenuto della Raccomandazione 2009/385/CE con l'eccezione dei seguenti aspetti:

– la Raccomandazione si propone soprattutto di proteggere e coinvolgere gli azionisti (gli *shareholders*), mentre il *Financial Stability Board* rivolge la sua attenzione a tutti gli *stakeholders* del settore finanziario;

– la Raccomandazione ha per oggetto le remunerazioni degli amministratori (cioè dei vertici) di società quotate, mentre il *Financial Stability Board* estende i propri Principi anche alle politiche retributive concernenti il personale operativo (sia pure caratterizzato da significative responsabilità in termini di ricavi e/o profitti).

Con la Direttiva 2013/36/EU l'Unione Europea ha recepito la CRD IV che è entrata in vigore il 1° gennaio 2014¹⁵ ed in relazione alle remunerazioni del personale direttivo e/o operativo del settore bancario prevede quanto segue:

– la retribuzione variabile non può superare il 100% dello stipendio fisso (il 200% se vi è il voto favorevole dell'assemblea degli azionisti);

– almeno il 40% della retribuzione variabile deve essere differito per almeno tre anni;

– deve essere indicato il numero delle persone che hanno percepito una remunerazione annua complessiva superiore a 1 milione di euro;

– i destinatari di queste norme debbono essere identificati sulla base di criteri quantitativi e qualitativi chiaramente definiti nella Direttiva.

4.1. *IL RUOLO DEL COMITATO REMUNERAZIONI E DEI CONSULENTI: IN BILICO TRA AUTODISCIPLINA E CONFLITTI D'INTERESSE*

L'esplosione nella dinamica retributiva dei *top manager* è stata spesso imputata alla complicità dei consulenti in materia retributiva, sempre pronti a «tirare l'asino dove vuole il padrone» (ovvero il cliente ed *in primis* il direttore risorse umane, normalmente allineato ad assecondare i desideri

¹⁵ Per un più ampio esame della recente normativa dell'Unione Europea in materia si rinvia a L. Sforza, *Governance rules for executive pay—the EU and G20 perspectives*, in «Benefits & Compensation International», novembre 2013.

del proprio CEO). È peraltro del tutto naturale che un consulente tenti di soddisfare gli interessi del proprio cliente e chi nel caso in questione stigmatizza questo fatto dovrebbe porsi almeno due domande ovvero:

- 1) Perché è così importante il ruolo del consulente?
- 2) Chi è il cliente?

Alla prima domanda è abbastanza agevole rispondere: il ruolo del consulente è importante perché la materia dell'*executive compensation* è nel contempo molto tecnica e molto soggettiva.

È tecnica perché il tipico *compensation package* di un *top executive* è costituito da elementi certi e facilmente valorizzabili (la retribuzione fissa), da elementi facilmente valorizzabili, ma incerti (la retribuzione variabile), da elementi incerti e difficili da valorizzare (le varie forme di partecipazione all'azionariato), da elementi talora certi e talora incerti, ma molto spesso difficili da valorizzare *ex ante* (piani pensionistici aziendali, indennità di fine rapporto, patti di non concorrenza...), senza dimenticare benefici di natura la cui valorizzazione è altamente soggettiva (vettura con autista, alloggio di funzione, scuole per i figli, cure sanitarie a vita...).

È soggettiva perché nella valorizzazione del tipico *compensation package* si debbono adottare una serie di ipotesi che possono essere molto diverse ma spesso tutte altrettanto valide, perché nei confronti retributivi i concetti di «mercato di riferimento» e di *peer group* sono fondamentali ma altresì molto opinabili e perché la valutazione delle *performance* può fare talora riferimento anche ad obiettivi di natura qualitativa spesso difficili da verificare in modo oggettivo.

In tutti questi casi il ruolo del consulente risulta fondamentale perché fornisce un adeguato supporto tecnico e permette di circoscrivere il livello di soggettività grazie ad un «giudizio basato su buonsenso ed esperienza».

La risposta alla seconda domanda (chi è il cliente?) è apparentemente semplice, ma in realtà molto più complessa. Rispondere che il cliente è la società è vero, ma molto semplicistico. In una società quotata a controllo familiare, ma gestita da un *top management* esterno alla famiglia a chi deve rispondere il consulente quando si occupa della remunerazione del CEO? Al direttore delle risorse umane (che a sua volta fa riferimento al CEO)? Al presidente non esecutivo (che magari è un membro della famiglia che di fatto controlla la società)? Al consiglio d'amministrazione? All'assemblea degli azionisti?

Sino ad alcuni anni fa non era agevole fornire una risposta precisa a questa domanda. Ora pressoché tutte le norme in materia societaria e/o i codici di autodisciplina prevedono che la remunerazione degli amministratori (ed in particolare di quelli esecutivi, tra i quali il CEO è di gran lunga il più importante) costituisca materia di competenza del comitato remunerazioni.

La Raccomandazione 2009/385/CE prevede ben tre interventi innovativi in relazione alla composizione, al ruolo e al funzionamento del comitato remunerazioni. In primo luogo, per quanto riguarda la sua composizione, almeno uno dei suoi membri dovrebbe essere esperto di pratiche retributive. Inoltre, per quanto attiene al suo funzionamento, la Raccomandazione prevede che: «Nell'utilizzare i servizi di un consulente al fine di ottenere informazioni sulle pratiche di mercato per i sistemi retributivi, il comitato per le remunerazioni dovrebbe verificare che il consulente in questione non presti simultaneamente la propria opera al dipartimento per le risorse umane o agli amministratori aventi incarichi esecutivi o poteri di gestione della società di cui trattasi». Infine il comitato dovrebbe verificare la ragionevolezza del rapporto che caratterizza la retribuzione degli amministratori (ed in particolare quella del CEO) rispetto a quella degli altri dipendenti della società.

Per evitare conflitti d'interesse da parte dei consulenti che prestano assistenza ai comitati remunerazioni le tre maggiori società di consulenza nell'ambito delle politiche retributive ovvero Mercer, Hewitt Associates (ora Aon Hewitt) e Towers Watson hanno deciso di separarsi negli USA dalle loro divisioni di *executive compensation* che prestavano consulenza a favore dei predetti comitati, costituendo tramite uno *spin-off* tre società specializzate totalmente indipendenti, ovvero rispettivamente Compensation Advisory Partners, Meridian Compensation Partners e Pay Governance. Sarebbe stato auspicabile che questa scelta si fosse estesa anche alle operazioni europee di Mercer, Aon Hewitt e Towers Watson, ma sino ad ora ciò non si è verificato (posto che nessuna delle società neo-costituite e specializzate nella consulenza ai comitati remunerazioni ha una sede in Europa).

4.2

AUTOREGOLAMENTAZIONE O INTERVENTO LEGISLATIVO?

È del tutto evidente che l'applicazione di questi principi o viene imposta per legge o deve essere fatta applicare in sede di autoregolamentazione. In quest'ultimo caso diventa fondamentale il ruolo degli azionisti, in particolare di quelli istituzionali. In effetti la Raccomandazione al punto 6.1 precisa che: «Gli azionisti, in particolare gli azionisti istituzionali, dovrebbero essere incoraggiati a partecipare se necessario alle assemblee generali e a usare nel modo opportuno i loro diritti di voto con riguardo

alla retribuzione degli amministratori, tenendo presenti i principi stabiliti nella presente raccomandazione, nella raccomandazione 2004/913/CE e nella raccomandazione 2005/162/CE».

Ad integrazione del diritto di voto sulle retribuzioni del *top management* sarebbe opportuno che gli investitori potessero esprimersi anche sulla scelta e sui compensi dei consulenti in materia di *executive compensation* (quantomeno in relazione a quei consulenti che assistono il comitato remunerazioni). Ciò garantirebbe loro un ruolo proattivo anziché soltanto reattivo in questa materia. È opportuno ricordare che oggi quasi tutti i principali Paesi Europei hanno introdotto per legge il principio del *say-on-pay*, cioè del voto, talora tuttavia solo consultivo, degli azionisti in assemblea sulle remunerazioni degli amministratori.

In generale si può osservare che in Europa la normativa in materia di *executive compensation* ha mostrato una tendenza ad oscillare notevolmente tra autoregolamentazione ed intervento legislativo. La Francia ha decisamente privilegiato l'intervento legislativo. Ciò non sorprende vista la lunga tradizione d'intervento dello Stato nell'economia (che risale a Jean Baptiste Colbert). La Gran Bretagna, viceversa, fedele ai principi di Adam Smith sul primato dell'economia di mercato, ha favorito l'autoregolamentazione.

Altri Paesi europei oscillano periodicamente tra i due approcci. In genere, quando l'opinione pubblica si scalda particolarmente in seguito a qualche scandalo, il legislatore interviene (o minaccia d'intervenire). A questo punto gli organi preposti ad iniziative di autodisciplina (le autorità di borsa, le associazioni imprenditoriali, le associazioni di investitori...) avanzano proposte in materia, spesso *obtorto collo*, per evitare l'introduzione di una normativa sgradita e presentano progetti di codici più o meno stringenti di autodisciplina. Però qualche volta arrivano troppo tardi: il caso più lampante è quello svizzero.

4.3. *LA PROLIFERAZIONE NORMATIVA: IL CASO DELLA FRANCIA*

Dal 2001 al 2009 in Francia sono state emanate ben 7 leggi in materia di remunerazioni del *top management*. Per la precisione si tratta delle seguenti norme:

1. *Loi NRE* (15 giugno 2001)

Tale legge prevede la pubblicità delle retribuzioni degli amministratori esecutivi (*mandataires sociaux*). La normativa è stata completata nel

dicembre 2001 da specifiche istruzioni emanate dalla Commissione di Controllo sulla Borsa (COB).

2. *Loi de sécurité financière* (agosto 2003)

Tale legge estende la pubblicità delle remunerazioni ai compensi erogati dalle società controllanti.

3. *Loi Breton* (26 luglio 2005)

Tale legge stabilisce che le indennità di fine rapporto dei *mandataires sociaux* siano approvate dall'assemblea degli azionisti. Prevede inoltre che il bilancio renda noti i principi su cui si è basato il consiglio d'amministrazione allorché ha determinato i compensi ed i vantaggi in natura assegnati agli amministratori.

4. *Loi Tepe* (21 agosto 2007)

Tale legge richiede che gli accordi relativi alle indennità di fine rapporto degli amministratori prevedano criteri di *performance* ai quali collegare l'importo erogato. I predetti criteri riguardano sia la *performance* dell'amministratore che quella della società e debbono essere resi pubblici.

5. *Loi de financement de la Sécurité Sociale* (2008)

I contributi sociali sulle *stock option* e sulle *stock grant* vengono notevolmente incrementati.

6. *Loi de finance* (2009)

Le retribuzioni differite erogate ai *top manager* non possono essere dedotte dal reddito aziendale qualora superino un limite pari a 6 volte il tetto della Sicurezza Sociale (ovvero 205.848 euro nel 2009).

7. *Decret 31 mars 2009*

Nelle società che hanno ricevuto un sostegno dallo Stato è vietata l'attribuzione di *stock option* e/o *stock grant* ai *mandataires sociaux*. Inoltre non possono ricevere altre forme di retribuzione variabile (ad esempio *bonus*) qualora vi siano stati rilevanti licenziamenti.

Dal 2012 in poi il nuovo governo socialista ha introdotto tutta una serie di ulteriori norme fiscali molto penalizzanti per le *stock option* e per i piani pensionistici aziendali, nonché la famosa imposta del 75% sulle remunerazioni eccedenti 1 milione di euro (successivamente trasferita a carico delle aziende dopo essere stata censurata dal Consiglio Costituzionale). Alcune di queste norme fiscali dovrebbero essere soltanto temporanee e quindi varie aziende tendono ad introdurre forme di retribuzione differita a favore dei propri *top manager*, augurandosi un *revirement* legislativo nei prossimi anni.

Questo fervore legislativo (non sempre coerente e talora influenzato da un certo «dirigismo populista») ha creato notevoli preoccupazioni nei contesti imprenditoriali. Di conseguenza le associazioni dei datori di lavoro AFEP-MEDEF si sono mosse rapidamente ed efficacemente per predisporre le *Recommandations sur la remuneration des dirigeants mandataires sociaux de sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé*. A loro volta queste *Recommandations* sono state oggetto di interpretazioni da parte dell'Institut Français des Administrateurs (IFA), che ha emanato una serie di commenti concernenti la relativa applicazione¹⁶ e che in precedenza aveva predisposto uno specifico *vademecum* sul ruolo del Comitato Remunerazioni e Nomine¹⁷.

Nel 2013 le associazioni datoriali AFEP-MEDEF hanno concordato con il governo alcune modifiche al proprio codice di autodisciplina che prevedono tra l'altro:

- il voto consultivo degli azionisti (*say-on-pay*) sulle remunerazioni dei *mandataires sociaux*;
- la limitazione per costoro a due soli ulteriori incarichi in consigli d'amministrazione di società quotate (incluse quelle situate all'estero);
- il limite massimo del 45% della retribuzione di riferimento per i piani pensionistici integrativi del *top management*;
- l'inserimento (sia pure soltanto «suggerito») di un rappresentante dei lavoratori nel comitato remunerazioni.

Inutile dire che il tema delle remunerazioni dei *gran patrons* ha costituito l'oggetto di un ampio dibattito su tutti i media nel corso di questi ultimi anni. Dibattito non privo di conseguenze dirette come è avvenuto nel caso

¹⁶ *Pour l'application de la recommandation AFEP-MEDEF sur la remuneration des mandataires sociaux des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé*, Publication IFA, febbraio 2009.

¹⁷ *Les Comités de Remuneration et Nomination*, Publication IFA, 16 gennaio 2006.

di Bouton, ex PDG della Société Generale, che pur avendo mantenuto la propria carica, nonostante una perdita di quasi 5 miliardi di euro causata dalle truffe del *trader* Jerome Kerviel, fu costretto a dimettersi allorché venne reso noto che aveva accettato (si badi bene, non richiesto) di essere beneficiario di un piano di *stock option*. L'opinione pubblica ritenne del tutto inappropriato che un Presidente non esecutivo (dopo *l'Affaire Kerviel* Bouton aveva rinunciato alle cariche operative) risultasse beneficiario di un piano e di azionariato legato alla *performance* del titolo e lo scandalo che ne seguì costrinse Bouton alle dimissioni.

4.4. LA PREFERENZA PER L'AUTODISCIPLINA: IL CASO DELLA GRAN BRETAGNA

In Gran Bretagna l'attivo coinvolgimento degli azionisti in tema di politiche retributive del *top management* risale addirittura agli anni '50 allorché la Prudential Assurance promosse un *blitz* contro Sir Bernard Docker, *Chairman* di Birmingham Small Arms, accusato per le eccessive spese della moglie poste a carico della società. Nei decenni successivi gli investitori istituzionali, spesso guidati dalla Association of British Insurance (ABI), hanno promosso un complesso sistema di regole di *corporate governance* raccolte nel c.d. Combined Code basato sull'autoregolamentazione. Il principio del *say-on-pay*, che prevedeva un voto (non vincolante, ma) consultivo degli azionisti sulle retribuzioni del *top management*, è stato introdotto nel 2002.

Tale voto è stato utilizzato in modo decisivo in due casi clamorosi, quello di Glaxosmithkline (costringendo la società a ridurre il *compensation package* del suo CEO Jean Pierre Garnier) e quello di Royal Dutch Shell (bocciando i *retention bonus* previsti a favore di alcuni *executive* che erano stati scartati per la posizione di CEO e che per tale motivo dovevano essere motivati tramite strumenti retributivi *ad personam*).

L'applicazione del Combined Code nel settore finanziario è stata oggetto nel 2009 di una profonda revisione da parte di una commissione presieduta da Sir David Walker¹⁸ e da allora si sono verificati continui aggiornamenti.

Occorre rilevare che, anche se il sistema britannico ha sempre privilegiato il principio dell'autoregolamentazione, non mancano certo esempi di interventi legislativi in materia.

Un esempio è costituito dalla tassa sui *bonus* dei *bankers* che era stata introdotta alcuni anni fa dal governo di Gordon Brown. Tale tassa prevedeva un'aliquota pari al 50% sui *bonus* eccedenti 25.000 sterline. Questa

¹⁸ J. Plender, *Rarely pointed finger*, in «Financial Times», 18 gennaio 2010.

norma fiscale, peraltro temporanea e straordinaria in quanto limitata al settore finanziario, era stata giustificata dal significativo intervento statale a sostegno del sistema bancario britannico (tuttavia la tassa colpiva anche i dipendenti di banche che non avevano ricevuto alcun aiuto dallo Stato). In realtà questa scelta estemporanea, che sembrava più che altro rivolta a calmare un'opinione pubblica furibonda nei confronti dei *banker*, si è rivelata una cospicua fonte di reddito per il Tesoro britannico (che ha incamerato circa 2,5 miliardi di sterline).

Un altro recente intervento normativo è contenuto nell'Enterprise and Regulatory Reform Act del 2013. Tra le principali novità ivi introdotte in tema di *directors' remuneration* figurano:

- una relazione del comitato remunerazioni sulle principali decisioni adottate nel corso dell'esercizio;
- una relazione sulla futura politica di remunerazione del *top management* che deve essere oggetto di una specifica e vincolante approvazione da parte dell'assemblea degli azionisti almeno ogni triennio;
- una ulteriore relazione sulle modalità di applicazione della politica di remunerazione nell'esercizio in corso che deve essere sottoposta annualmente al voto non vincolante degli azionisti.

Attualmente il principale problema di natura retributiva nel Regno Unito non riguarda le remunerazioni dei CEO, ma quelle dei *banker* i cui *bonus* dovrebbero essere notevolmente limitati in base alle norme della CRD IV. La Gran Bretagna ha tentato dapprima senza successo di opporsi all'introduzione della Direttiva 2013/36/EU (che ha recepito la CRD IV) sostenendo che avrebbe pregiudicato il futuro della City londinese a causa della fuga di migliaia di *banker* a Dubai, Singapore o Zurigo. Dopo di che varie banche britanniche hanno considerato la possibilità di introdurre incrementi allo stipendio fisso non permanenti e non pensionabili (definiti *allowance*), rivedibili di anno in anno, per compensare la perdita subita nei *bonus* dai *banker*. Tuttavia Michel Barnier, il Commissario UE responsabile per i servizi finanziari, ha preso decisamente posizione contro le *allowance* ed ora la Prudential Regulation Authority (l'autorità di controllo britannica in questa materia) si trova a dover far rispettare una norma contestata dal proprio governo¹⁹.

¹⁹ A. Barker, *Brussels targets UK bank pay*, in «Financial Times», 8 settembre 2014.

4.5. *LA PREVALENZA DELLA VOLONTÀ POPOLARE: IL CASO DELLA SVIZZERA*

L'esperienza della Svizzera dimostra l'importanza che il tema dell'*executive compensation* ha assunto a livello popolare sino a diventare l'oggetto di ben due referendum popolari nel corso dello scorso anno. Sino a pochi anni fa in Svizzera non esisteva neppure una *disclosure* individuale dei compensi del CEO. Oggi, in seguito ad un referendum popolare, è stato introdotto un voto vincolante degli azionisti sulle retribuzioni del *top management*.

Tale voto inizialmente era stato introdotto a titolo peraltro consultivo e soltanto volontario in alcune grandi società (tra le quali l'UBS, dopo le disastrose perdite verificatesi nel corso dell'ultima crisi finanziaria)²⁰. La grande banca sarebbe peraltro fallita senza un massiccio intervento statale e malgrado ciò aveva distribuito nel 2009 due miliardi di franchi al proprio personale a titolo di *bonus*. Ospel, CEO dell'UBS sino ad un paio di anni prima, non aveva subito alcuna condanna per le truffe poste in essere dai suoi *banker* negli USA, ma era diventato nell'opinione pubblica elvetica l'emblema dell'avidio banchiere che in una folle rincorsa del massimo profitto ad ogni costo aveva distrutto la reputazione di tutto il Paese.

In effetti le truffe dei *banker* di UBS, energicamente represses dalle autorità giudiziarie americane, hanno di fatto portato all'eliminazione del segreto bancario svizzero (e di conseguenza compromesso la credibilità della Svizzera presso gli investitori esteri desiderosi di mantenere l'anonimato).

In questo contesto Thomas Minder, un piccolo imprenditore di Sciaffusa, è diventato una star del mondo economico e politico svizzero facendosi promotore di un referendum contro le *remunerazioni abusive dei top managers* (denominato «Iniziativa Minder»). I principali punti dell'Iniziativa Minder²¹ erano i seguenti:

- introduzione del principio «*say-on-pay*» obbligatorio e vincolante su base annua con riferimento sia alle remunerazioni degli amministratori che dei membri della direzione generale;
- divieto di erogare ai predetti *top managers* sia *golden parachutes* (indennità di fine rapporto) che *golden hellos* (premi speciali all'atto dell'assunzione);

²⁰ Sulle vicende che hanno portato l'UBS sull'orlo del tracollo si rinvia al libro di M. Zaki, *UBS, Les dessous d'un scandale*, Losanna, 2008.

²¹ P. Marchettini, *Switzerland leads the way in executive compensation and corporate governance*, in «Benefits & Compensation International», maggio 2013.

- obbligo di *disclosure* delle regole su cui si basano le retribuzioni fisse e variabili, nonché eventuali prestiti, i contratti di lavoro ed eventuali cariche in altre società degli amministratori e dei membri della direzione generale;
- divieto in capo agli azionisti di delegare il voto sul *say-on-pay* alla banca depositaria;
- sanzioni penali in caso di violazione delle predette norme.

Contro l'Iniziativa Minder si formò una coalizione costituita non solo da Economie suisse (l'associazione svizzera dei datori di lavoro) e dal governo (il *Conseil Fédéral*), ma anche dalla Fondazione Ethos, principale rappresentante dei fondi pensione svizzeri (che in passato aveva sempre sostenuto aspre battaglie, a dire il vero senza molto successo, contro le remunerazioni eccessive dei *top managers*). Questi tre soggetti sostenevano una controproposta che riprendeva vari punti dell'Iniziativa Minder, ma risultava decisamente più blanda. Tuttavia la tenacia di Minder ebbe il sopravvento e gli oppositori non furono neppure in grado al momento del referendum di sottoporre al voto popolare, insieme all'Iniziativa Minder, anche la controproposta da essi sostenuta. Il 3 marzo 2013 l'Iniziativa Minder venne trionfalmente approvata con il 67,9% di voti favorevoli e nel corso del 2014 il suo contenuto è stato recepito dalla normativa federale.

Peraltro il 24 novembre 2013 venne sottoposta a referendum un'altra iniziativa, presentata dai Giovani Socialisti, sul tema delle remunerazioni denominata *1:12 – Pour des salaires équitables*, in quanto prevedeva che nell'ambito di una determinata azienda la retribuzione più elevata non potesse essere più di 12 volte superiore alla più bassa. Occorre rilevare che sotto questo profilo in Svizzera sussistono enormi sperequazioni: in Victorinox (una media azienda familiare che fabbrica i notissimi coltellini pieghevoli) il massimo multiplo previsto è 5, ma in Novartis nel 2011 il CEO Joe Jimenez aveva percepito una remunerazione complessiva di 15,7 milioni di franchi ovvero 267 volte la retribuzione del suo collaboratore meno pagato. Sempre nel 2011 la remunerazione media dei 10 CEO più pagati in Svizzera era stata pari a 8,8 milioni di franchi. È interessante notare che tra questi 10 *top managers* solo tre erano svizzeri (quattro erano di statunitensi, uno austriaco, uno belga ed uno sudafricano). Di conseguenza numerose società multinazionali svizzere minacciarono in caso di successo dell'Iniziativa 1:12 di trasferire all'estero la propria sede per poter continuare ad attirare *managers* di talento da tutto il mondo. Questa volta il popolo svizzero si espresse in modo diametralmente opposto rispetto all'Iniziativa Minder e l'Iniziativa 1:12 venne respinta con il 65,3 % dei voti.

5. RELAZIONE TRA RETRIBUZIONI DEL TOP MANAGEMENT, CORPORATE GOVERNANCE E SVILUPPO ECONOMICO

Pochi giorni prima del referendum sulla sua iniziativa Thomas Minder proclamò: «Penso che questo modello di corporate governance diventerà uno dei migliori prodotti di esportazione svizzeri!». Ed in effetti oggi la Svizzera è all'avanguardia in questa materia, come lo era da tempo in materia di sviluppo economico. Infatti figura da sempre tra i Paesi più attraenti per gli investitori esteri e da tre anni guida la classifica del Global Competitiveness Index redatta annualmente dal Global Economic Forum. Poiché la Svizzera è anche uno dei Paesi al mondo nei quali i top manager (a dire il vero tutti i lavoratori) godono delle retribuzioni più elevate, è ragionevole chiedersi se esista una relazione tra remunerazioni dei top manager, qualità della corporate governance e sviluppo economico.

Certamente esiste una relazione tra sviluppo economico e qualità della corporate governance, posto che quest'ultima costituisce un importante fattore per attirare capitali da parte di investitori istituzionali internazionali, capitali che a loro volta contribuiscono allo sviluppo economico locale.

Appare meno evidente la relazione tra remunerazioni del *top management* e sviluppo economico. Infatti nel corso dell'ultimo triennio tra i Paesi che sono quasi sempre regolarmente comparsi nella classifica Top 10 del Global Competitiveness Index cinque (Svizzera, USA, Gran Bretagna, Germania e Olanda) sono caratterizzati da remunerazioni manageriali elevate o molto elevate, ma tre invece (Finlandia, Svezia e Giappone) da un'*executive compensation* molto contenuta. In altri due Paesi (Singapore ed Hong Kong) spesso le grandi aziende sono dirette da membri delle famiglie azioniste e quindi le loro remunerazioni non sono necessariamente molto indicative delle vigenti prassi in materia.

Del resto l'Italia, che figura regolarmente intorno al 50° posto nella classifica del Global Competitiveness Index, sino a pochi anni fa risultava uno dei Paesi nei quali i *top managers* percepivano le remunerazioni più elevate. Da uno studio accademico molto analitico sulle remunerazioni del *top management* in 12 Paesi economicamente avanzati l'Italia nel 2006 compariva addirittura in testa insieme alla Svizzera²². Peraltro anche la qualità della corporate governance in materia di remunerazioni del top management in Italia appare allineata alla sua posizione competitiva nel

²² N. Fernandes, M. Ferreira, P. Matos e K. Murphy, *Are US CEOs paid more? New international evidence*, in «The review of Financial Studies», settembre 2012, p. 52.

Global Competitiveness Index, visto che livelli retributivi e soprattutto indennità di fine rapporto, che altrove solleverebbero scandali, vengono tollerati con la massima indifferenza da autorità di controllo, investitori istituzionali e opinione pubblica²³.

In realtà è probabile che nel medio termine si verifichi un allineamento tra sviluppo economico, qualità della corporate governance e remunerazioni del *top management*. Infatti i Paesi economicamente più attraenti tendono ad attirare investitori istituzionali internazionali e tali investitori tendono a richiedere una corporate governance di qualità anche in relazione alle remunerazioni del *top management*. Però nel contempo le risorse economiche canalizzate dagli investitori consentono alle società situate in tali Paesi di crescere sia internamente che tramite acquisizioni. A sua volta la crescita dimensionale comporta in genere maggiori profitti e pertanto giustifica remunerazioni più elevate in capo al *top management*.

Inoltre nel corso dell'ultimo decennio i fenomeni della globalizzazione dell'economia e della convergenza normativa internazionale (come conseguenza della crisi) in materia di remunerazioni del *top management* hanno portato ad un certo allineamento dell'*executive compensation* a livello mondiale. In particolare queste remunerazioni sono cresciute notevolmente nei Paesi di più recente industrializzazione.

Dal 2001 al 2011 le retribuzioni manageriali si sono moltiplicate per 3,5 in Cina, per 3 in Indonesia, per 2,8 in Brasile, per 2 in Europa Occidentale e soltanto per 1,4 negli USA²⁴. Del resto questa convergenza a livello mondiale segue una convergenza che si era già manifestata a livello europeo in seguito all'introduzione dell'euro.

Un altro fattore che contribuisce a mantenere abbastanza allineati i livelli retributivi nei Paesi economicamente avanzati è costituito dai tassi d'inflazione estremamente bassi che caratterizzano sia il Nord America che l'Europa.

Infine gli investitori istituzionali (che sono sempre più tenuti sulla base delle vigenti normative ad esercitare il proprio voto sul «*say-on-pay*») tendono ad allinearsi alle indicazioni fornite da *advisor* internazionali specializzati in questa materia.

In questo contesto è legittimo chiedersi: qual è il ruolo del comitato remunerazioni? La struttura del *compensation package* viene definita da norme

²³ M. Bernardi e P. Marchettini, *Executive remuneration in Italy: new rules, same game*, in «Benefits & Compensation International», giugno 2011.

²⁴ S. Brink e M.E. Myhr, *Assessing competitive pay for executives in a global labor market*, in «Benefits & Compensation International», luglio-agosto 2014.

sostanzialmente omogenee a livello internazionale, i principali investitori istituzionali esercitano il loro diritto di voto in modo spesso conforme, i livelli retributivi tendono ad allinearsi a livello mondiale e il basso livello d'inflazione mantiene sostanzialmente inalterato nel tempo il valore reale delle remunerazioni...

Apparentemente il ruolo del comitato diventa sostanzialmente di controllo del rispetto delle varie regole di corporate governance, nonché di mediazione tra gli interessi del *top management* a ricevere una remunerazione sempre più elevata e le pressioni degli investitori istituzionali a mantenerle sempre più basse. In questo ruolo debbono verificare le informazioni fornite dai consulenti del *top management* e confrontarle con quelle provenienti dagli *advisor* degli investitori istituzionali.

In realtà questo ruolo di controllo e mediazione è molto delicato e non certo privo di rischi.

In Germania una norma del 2009²⁵ prevede che i membri del consiglio di sorveglianza, se ritenuti colpevoli in relazione a decisioni adottate in materia di remunerazione del top management, debbano pagare un importo minimo corrispondente al 10% del danno subito dalla società, nonché al 150% del proprio compenso annuo. Inoltre non possono trasferire integralmente ad una compagnia d'assicurazione gli eventuali oneri connessi a tale responsabilità, ma debbono mantenere una quota delle eventuali sanzioni a proprio carico.

A prescindere da questa norma specifica i rischi reputazionali sono sempre più diffusi. Infatti la violazione di norme e prassi in tema di *executive compensation* suscita sempre più reazioni negative non solo tra gli azionisti della società, ma anche tra i suoi *stakeholder*. La possibilità di ottenere finanziamenti pubblici, di stipulare contratti con clienti importanti, il gradimento da parte dei consumatori per i prodotti/servizi offerti, l'approvazione di misure legislative e regolamentari favorevoli... sono solo alcuni esempi di opportunità che potrebbero essere compromesse da rischi reputazionali legati ad errori e/o eccessi in materia di *executive compensation*.

In tutto ciò occorre essere consapevoli che la politica retributiva delle risorse umane strategiche e quindi (non solo, ma anche) del *top management* costituisce per ogni azienda una leva essenziale di competitività. Per questo motivo tale politica deve essere rispettosa del legislatore e degli

²⁵ Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung.

investitori, ma non può essere lasciata interamente nelle loro mani²⁶. Pertanto il successo di una società quotata dipende anche, ed in misura non trascurabile, dall'operato del suo comitato remunerazioni.

²⁶ C. Sjostrom, *How the financial crisis has changed executive reward*, in «Benefits & Compensation International», luglio-agosto 2014.

